
2021 Strateji Raporu

18 Ocak 2021
Global & yerel görünüm, beklentiler
İSTANBUL

-
- Genel bakış
 - Makro değerlendirme, Türkiye
 - Globale bakış
 - Fiyatlamalara bakış
 - Piyasaların 2020 karnesi
 - Borsa İstanbul
 - Kredi notu & CDS
 - 2021 takvimi
 - Covid-19
 - Kuraklık
 - Hisse senedi piyasası, bankacılık sektörü
 - Deniz Yatırım Model Portföy

■ Genel bakış

2021: Olumlu beklentilerin sabırla şekilleneceği yıl

■ 2020: Amerikan doları fonlamasının önemi

- Artan belirsizlikler, güvenli liman arayışı, likiditenin sıkışması ve Fed'in stresi azaltma yönlü adımları

■ 2021: Pozitif beklentiler genele yayılmış durumda; belki de fazlasıyla

- **COVID-19 & Aşılama** | Pandemide normale dönüş beklentileri, aşılama sürecinin kapsamı ve hızı
- **Global ekonomi** | 2020'ye göre pozitif, kendi normallerine zaman alacak toparlanma
- **ABD** | Mavi Dalga, tahvil alımlarının boyutu ve yapısı, anlamı değişir şekilde enflasyonun seyri
- **Euro Bölgesi** | Değerli EUR, büyümenin genele yayılıp yayılmayacağı sorunsalı, ECB'nin etki-tepki mekanizması
- **Emtia fiyatları** | Yüksek seyir, global enflasyonist baskıyı 'farklı noktalar özelinde' tetikleme ihtimali
- **USD** | Ortalamada daha zayıf, yıl içerisinde dalgalı seyir ihtimali
- **Hisse senetleri** | Nette pozitif, kısa vade volatilité riski

■ Gelişmekte olan ülkeler

- **Hisse senetleri** | Daha iyimser, daha seçici
- **Pariteler** | Daha iyimser, daha seçici, grup geneli pozitif
- **Faizler** | Daha iyimser, grup geneli pozitif, lokal-FX cinsi ayrışma ihtimali

■ Emtia

- **Petrol** | Daha iyimser, yukarı yönlü risk ihtimali
- **Altın & Gümüş** | 2021 yılında da iyimser, dönemsel ayrışma riski

■ Özel başlık: Türkiye

- **Büyüme** | Nispeten daha dengeli, riskleri azaltır, stres düşürücü
- **Enflasyon** | İkinci yarıda baz etkisi kaynaklı düşüş, para politikasında ana odak
- **Ülke risk primi** | Daha düşük, emsaller ile daralan spread, öngörülebilir TL'den destek alan

Stratejiye Bakış-2021

Gerek sağlık gerekse akıl tutulması dolu fiyatlamaların gerçekleşmesi açısından 2020 yılı her anlamda hatırlanmak istenmeyen anılarla dolu. 2021 ise olumlu beklentilerin dünyanın geneline çoktan yayılmaya başladığı, piyasalar nezdinde söz konusu durumun fazlasıyla satın alındığı işlemlerin eşlik ettiği 'pozitif' bir resim oluşumuna işaret ediyor. Riskler elbette var ve fakat nispeten dengeli.

■ Global büyümede toparlanma başlıyor ve fakat normale dönüş zaman alacak

- 2021 yılında global büyümenin gerek bir önceki yıldan devralınan baz etkisinin olumlu katkılarıyla gerekse pandemi ile mücadele sürecinde aşı faktörünün devreye girmesi nedeniyle daha olumlu bir patikada seyretmesini bekliyoruz. Sektörler arasındaki ayrışma bir süre daha devam edebilir. Hizmet, turizm, havacılık gibi önemli istihdam kaynaklarında normale tam anlamıyla dönüş 2022-23 dönemine yüksek olasılıkla sarkma riski taşıyor.

■ Küresel para politikalarının destekleyici duruşu en erken senaryoda 2-3 yıl daha bizlerle

- 2020'de devreye alınan destekleyici ve genişlemeci para politikalarının en iyimser senaryoda 2-3 yıl daha piyasalar ve risk unsuru taşıyan ülkeler açısından olumlu etkilerini görmeye devam edeceğiz. Bilhassa Fed'in Ağustos 2020'de gerçekleştirilen Jackson Hole Sempozyumu'nda başlattığı yeni süreç ve ortalama enflasyon hedeflemesi rejiminin yansımaları pandemiden çıkış sürecinde stresin düşük kalmasına, finansal koşulların gevşek seyrini muhafaza etmesine ve bilanço genişlemesinin daha düşük ivmede de olsa sürmesine imkan tanıyacak.

■ 2008 krizi sonrasındaki endişelerin hayata geçmemiş olması enflasyona yönelik düşüncelerin şu aşamada tartışma konusu olmasını engelliyor

- Amerikan Merkez Bankası (Fed)'in 2008 sonrası attığı adımların başta ABD olmak üzere global çapta ciddi bir enflasyonist baskıya neden olmaması içerisinde bulunduğumuz sürecin her ne kadar birebir aynı olmasa da yol haritası niteliği taşıması açısından sinyal niteliğinde. M2 arzındaki artışa rağmen paranın dolaşım hızındaki sınırlı gelişim bu yönde ortaya konulan savların baskılanmasına ve arka planda kalmasına neden oldu. Ancak, biliyoruz ki pandemi sürecinin en önemli kırılımlarından birisi arz zincirindeki aksama ve maliyetlerin artışına zemin hazırlaması oldu. Şayet beklendiği/beklediğimiz ölçekte daha olumlu bir pandemi süreci ile karşılaşmayacak olursak kısa vadede yukarı yönlü risklerin fiyatlar açısından potansiyel olarak bir köşede kalmaya devam ettiği gerçeğini göz ardı etmemek gerekiyor.

■ Yılın ilk yarısında ABD'de manşet enflasyonun %2 seviyesine ulaştığını ve hatta üzerine geldiğini görebiliriz. Ancak...

- İstatistiksel açıdan önemli gelişmelerden birisi yılın ilk yarısında ABD'de manşet enflasyonun baz etkisi kaynaklı %2'li seviyelere ulaşması olacak. Ancak, bu kez durum geçmişten kalma bilinen ezberlerin hatırlanması şeklinde oluşmayacak. Bir kez daha hatırlatmak gerekirse, Fed'in başlattığı yeni süreç (ortalama enflasyon hedeflemesi) fiyatlar genel düzeyindeki seyrin daha kalıcı ve hatta %2 eşiğinin üzerinde patinaj yapmasını önceliklendiren bir durum olduğundan para politikası nezdinde alarm zillerinin çalmasına neden olacak bir gelişme özelliği taşımayacak. Buradan hareketle, kısa vadede küresel tahvil piyasalarında yeniden gözden geçirme isteği doğma riski oluşsa da 2021 yılı için genel konsensüsün yerkürenin önemli noktalarında daha yüksek ve kabul edilebilir düzeylerde tahvil faizlerine işaret ettiğini de anımsamak gerekiyor.

Stratejiye Bakış-2021

■ Daha zayıf Amerikan doları fiyatlaması görmemiz için önemli sebeplerimiz var

- 2021 yılı işlemlerinde global Amerikan doları fiyatlamalarının zayıf seyretmesini ve düşüş eğilimini devam ettirmesini bekliyoruz. Evet, her ne kadar 2020 yılı başlangıcında paylaştığımız Strateji Raporumuzda küresel USD fiyatlamasının yukarı yönlü riskler taşıyor olabileceği hatırlatmasını yapmış olsak da yıl içerisinde takip edilen gelişmeleri, özellikle de Mart ayındaki eğilimi bu şiddette biz de beklemiyorduk. Ancak, içerisinde bulunduğumuz yıl için genel konsensüse paralel bir beklenti içerisinde olduğumuzu belirtmek isteriz. Global büyümedeki toparlanma, destekleyici para ve maliye politikalarının kısa vadede masadan kalkma ihtimalinin neredeyse yok denecek ölçekte olması, yatırımcıların ABD dışı varlık gruplarına yönelme ihtimallerini yüksek görmemiz, hedging mekanizmasının çalışacağını düşünmemiz ve azalan riskler bu noktada öne çıkardığımız gerekçeler konumunda. Gösterge endeks olan DXY açısından mevcut yükseliş hareketinin başlangıç noktası olan Temmuz 2014'teki 80.00 bölgesine dek geri çekilme ihtimali bizler açısından sürpriz olmayacak.

■ Daha zayıf Amerikan doları fiyatlamasının farklı varlık gruplarındaki etkileşimi de dikkat çekecek

- Bir önceki kısımda paylaştığımız nedenlerimizden hareketle emtia grubu işlemlerinde risklerin yukarı yönlü olduğunu düşünüyoruz. Ons altın açısından 2021 yılı ortalama fiyat beklentimiz \$2050 seviyesinde oluşurken, gümüş cephesi için de \$29 ile iyimser olduğumuzu eklemek isteriz. Petrol fiyatlarında global toparlanma, arz kaynaklı atılan OPEC+ adımları ve spekülasyon pozisyonlanma eğilimi gibi detayların riskleri yukarı yönde şekillendirdiği ve fiyatlamaları \$55-60 aralığına doğru taşıma potansiyelinde olduğunu değerlendiriyoruz. Daha açık bir ifade ile global emtia fiyatlarında yükseliş eğiliminin süreceği beklentisindeyiz.

■ Küresel tahvil faizlerinde risklerin yukarı yönde olduğunu düşünüyoruz. Ancak...

- Global tahvil faizi hadlerinde daha yüksek seviyelerin bizleri karşılayacağına inanıyoruz. Söz konusu düşüncemiz için her ne kadar zamanlama açısından erken bir yükseliş eğilimi gözlemliyoruz olsak da yıl içerisinde genele yayılır şekilde bu tavrın korunacağı kanaatindeyiz. ABD ve Almanya 10y tahvil faizlerinde mevcut seviyelerin üzerine gelinecek ve fakat bahse konu durumun yatırımcıları rahatsız edici noktada olacağına inanmıyoruz. Enflasyon beklentilerindeki toparlanma da sürece pozitif katkı sağlayacak. Genel konsensüs 2021 yılı sonunda ABD 10y tahvil faizinin %1.3-1.5, Almanya 10y ise %-0.30 bölgesine doğru yakınsaması şeklinde.

■ Tüm bu olup biten içerisinde kaçırılan önemli detay: Aşılama sürecinin kapsam ve hızı

- Pandemi sürecine dair en önemli kırılım anlarından birisi aşı haberlerinin gelmeye başladığı 9 Kasım 2020'ye ait. Pfizer & BionTech cephesinden %90 etki (ilk açıklama) ile yapılan duyuru bekleyişler ve fiyatlamalar açısından önemli bir eşik konumunda. Öte yandan onay, dağıtım ve organizasyon gibi süreçlerin de dikkate alındığı bu noktada ABD'de ilk aşı yapılışının 14 Aralık 2020'de olduğunu önemsemek gerekiyor. Henüz arzu edilen ölçekte, global çapta, aşılama süreci içerisinde bulunmuyoruz. Dahası, Birleşik Krallık tarafından açıklanan mutasyon gelişmesi ve aşının etkinliği noktasında da tartışmalar mevcut. Bu nedenle 2021'e dair iyimser beklentileri terse çevirebilecek en önemli ayrıntı aşı başlığı üzerinden gelebilir. Sürece ait kapsam ve hızı yakından gözlemlemek gerekiyor. Riskler asimetrik.

■ 'Mavi Dalga' senaryosunun fiyatlamalara etkisini olumlu okuyoruz

- ABD'de 20 Ocak tarihinde gerçekleştirilecek olan yönetim değişikliğinin ardından yasama ve yürütmenin önemli noktaları Demokrat Parti eksenli olacak. Başkan Biden ve yönetiminin seçim sürecinde öne çıkardıkları tema olan «temellere dönüş» piyasa fiyatlamalarına nasıl yansiyabilir net konuşmak mümkün değil. Ancak, mali ve parasal teşvikler noktasında koordinasyonun Hazine Sekreteri Yellen önderliğinde sağlanacak olması sürecin kendinden emin kişiler tarafından yönetileceği izlenimini fazlasıyla vermekte. Öte yandan 'Mavi Dalga' senaryosu eksenli işlemlerin fiyatlamalarda tam anlamıyla etkili olduğunu düşünmüyoruz. Nitekim Eylül ayında gözlenen kısa vadeli etkileşim dışında ciddi bir hareketlilik de yaşanmış değil. Her ne kadar vergi ayarlamaları ve teknoloji firmalarına yönelik daha fazla regülasyon çağrısı içeren bir kampanya yürütülmüş olsa da önceliğin pandemi ile mücadele, dış politikanın restorasyonu ve ekonomi başlıkları etrafından şekilleneceği kanaatindeyiz. Georgia'da 5 Ocak tarihinde gerçekleştirilen senatör seçimlerinin ardından Kongre'de 50-50 eşitlik Başkan Yardımcısı Harris'in oy hakkı ile Demokratlar lehine bozulacağından 2022 yılında yapılacak olan ara seçimleri odak noktası olarak belirleyecek Cumhuriyetçilerin kimi önemli yasal süreçlerde uzlaşa sağlanması adına devreye girdiğine tanıklık edebiliriz. Net/net oluşacak yeni resmin daha fazla mali teşvik beklentisi ve harcama kaynaklı düşüncelerden hareketle yüksek tahvil faizleri, büyümenin toparlanması ve zayıf Amerikan doları teması gibi önemli eğilimlere imkan tanıdığı kanaatindeyiz.

■ 'Mavi Dalga' senaryosunun gelişmekte olan ülkeler açısından da pozitif etkileri olacak

- Amerikan ekonomisindeki toparlanmanın etkileri tüm koşulların iyimser olduğu senaryoda global ekonomi açısından da pozitif olacak. Böylesi senaryoda gelişmekte olan ülkelerin de süreçten olumlu etkilenmesini bekleriz. Ancak, seçici iyimserlik teması bir adım önde olabilir. Özellikle emtia grubundaki fiyat yükselişinden pozitif etkilenmesi beklenen ekonomiler (Brezilya, Meksika, Güney Afrika, Kolombiya, Şili) ayrı ayrı dikkat çekici pozisyona gelebilir.

■ Global portföy akımlarında artış ve ABD dışı varlıklara yönelim isteği içerisinde olacağını değerlendiriyoruz

- 2020 yılı içerisinde takip edilen varlık grubu fiyatlamalarında rekor düzeyleri telaffuz etsek de ağırlıklı eğilim ABD varlıkları nezdinde portföy birikimi ve fonların bu eksen dışına çıkmakta zorluk çekmesi şeklinde oldu. 2021 yılında ise likiditenin ABD dışı varlıklarda arayış isteğini bir nebze daha artırması, Avrupa ve GOÜ gibi gruplarında seçici davranarak pozisyonlanma isteğinde davranacağı bir senaryoyu daha olası görüyoruz. Bu senaryo Amerikan dolarında alınan kısa yönlü pozisyonların da artış göstermesine zemin hazırlayacaktır. Hedging isteğindeki artışı yüksek olasılık değerlendirme nedenlerimizden birisi de bu gelişme.

■ Global borçluluk bugünün değil ama yarının konusu olmaya devam edecek

- Pandemi ile mücadele sürecinde atılan destekleyici adımların elbette olumsuz yan etkileri olacak/oluyor. Global borç hadlerindeki yüksek seyrin yeni normal olarak adlandırılacak farklı bir aşamanın kapısını araladığı kanaatindeyiz. Dün kabul edilen normallerden %3 düzeyindeki bütçe açığı (/GSYH) ve %60 seviyesindeki kamu borcu (/GSYH) artık sürdürülebilir noktada değil ve farklı revizyonların yukarı yönde gelmek zorunda olduğu ayrı bir aşamaya çoktan geçmiş durumdayız.

■ Türkiye ekonomisinde gerçek anlamıyla ‘dengelenme’ süreci 2021 yılında gerçekleşebilir

- Gündem olarak bir hayli yoğun ve zor fiyatlandırma kararlarının alındığı 2020 yılını tamamlamış durumdayız. Ülke risk priminin 650bp düzeyine ulaştığı, dolarizasyon hızının arttığı, enflasyonun yükseldiği ve tüm bunlar olurken %1 civarı büyüme ile tamamlayacağımız bir yılın ardından 2021 için riskleri Türkiye ekonomisi açısından daha dengeli ve hatta aşağı yönlü görüyoruz. Şirketler kesimindeki yabancı para borçluluk seviyelerindeki düşüş yüksek kaldıraçlı dönemlerin ardından finansman ihtiyacında azalışa katkı sağlarken, bankacılık sektöründeki güçlü yapı ve başarı ile yürütülen roll over süreçleri güven tazelemek adına dikkat çekiyor. Ekonomi yönetimindeki değişikliklerin ardından TCMB'nin de daha farklı patikada ilerliyor olması para politikasına olan yaklaşımlarda özellikle yabancı yatırımcı nezdinde önemli bir dümen değişikliğine neden oldu. Öngörülebilirlik, şeffaflık, hesap verilebilirlik ve enflasyon ile mücadelenin ön planda olduğu yeni sürecin para politikasının ekonomi üzerindeki etkinliğini de artırmasına katkı sağlayacağına inanıyoruz. Tüm bu gelişmelerin 2021'de daha düşük ülke risk primi sürecine pozitif yönlü katkı sağlayacağını, CDS'in geçmiş dönem ortalamaları olan 200bp seviyelerinde dengelenmesine zemin hazırlayacağını değerlendiriyoruz. Şu aşamada 6 Kasım haftasından bu yana olduğu üzere Türk lirası ve cinsinden fiyatlanan varlıklar açısından koruduğumuz pozitif düşüncemizde herhangi bir değişiklik söz konusu değil. Net/net 2021 yılının Türkiye adına mevcut pozisyonun korunduğu senaryoda 2020'ye kıyasla çok daha olumlu geçmesini bekliyoruz.

■ Büyümenin ülke trend seviyelerinde gerçekleşeceği, enflasyonun düşük çift hanede oluşacağı kanaatindeyiz

- **2021 yılında Türkiye ekonomisinin %4 seviyesinde büyüme gerçekleştirmesini**, turizmde toparlanmanın global pandemi koşullarındaki iyileşme beklentisine paralel hız kazanmasını, Türk lirasının 2020'deki değer kaybının ardından ihracat performansına kısmen pozitif katkı sağlamasını ve iç tüketimin yüksek seviyelerden daha dengeli düzeylere gerileyerek yoluna devam etmesini bekliyoruz. **Enflasyon cephesinde yılın %11 seviyesinde tamamlanmasını öngörmekle birlikte** *i) Küresel emtia fiyatı yaklaşımında yukarı yönlü risklerin olması ii) Yurtiçinde gıda fiyatlarının nasıl bir seyir içerisinde olacağına dair belirsizlik iii) Kuraklık riskinin beklentilere dahil edilmesinde zorluk çekmemiz iv) Kur geçişkenliğinin henüz tamamlanmamış olduğunu düşünmemiz iv) ÜFE-TÜFE makasının Aralık 2020 itibarıyla 10 puanı aşması nedeniyle tüketimdeki canlanmanın üretici nezdinde fiyat artışlarına imkan tanıyabileceği gibi önemli nedenlerle riskleri yukarı yönde gördüğümüzü ayrıca belirtmek isteriz.*

■ Ülke risk priminde azalış, Türk lirasının daha öngörülebilir patikada seyretmesini bekliyoruz

- CDS'in geçmiş dönem ortalamaları olan 200bp seviyelerinde dengelenme göstermesini ve emsalleri ile olan makası aşağı yönde kapatmaya devam edeceğini öngörüyoruz. Bu noktada en önemli katkı daha öngörülebilir patikada seyredeceğini düşündüğümüz Türk lirası cephesinden gelebilir. USDTRY paritesi için modellerimizde kullandığımız yılsonu kapanış rakamı (teknik hesaplama) 8.30 seviyesinde bulunuyor. TCMB'nin yılın ilk yarısında sıkı para politikası duruşunu muhafaza etmesini ve politika faizinde herhangi bir değişikliğe gitmemesini bekliyoruz. Enflasyonda baz etkisi kaynaklı aşağı yönlü risklerin belirmesiyle ikinci yarıda faiz indirim süreci başlayabilir. **2021 sonunda politika faizini %12.50 düzeyinde değerlendiriyoruz.** Ters dolarizasyon sürecinin ise zamana yayılmasını daha olası görüyoruz. Para politikasına olan güven arttıkça liraya olan yaklaşım da pozitif anlamda değişim gösterecek ve yabancı yatırımcıların ardından lokallerin de sürece katılmasına zemin hazırlayacak. Kısa vadede USDTRY paritesinin 7.00'li seviyeleri ve hatta daha düşükleri test etmesini bekliyoruz.

■ Faizlerin düzeyi vadeler arası farklılık gösterecek; enflasyon yakından izlenecek

- 2021'de global başlıkların ortak noktası aşılama sürecinin kapsam ve hızı olurken, söz konusu tema bizde de yakından izlenmekle birlikte enflasyonun seyri ve para politikasına olan etkileşimi bir adım önde yer alacak. Tahvil faizlerinde kısa-uzun vade ayrışmasının yılın ilk yarısında mevcut etkisini korumasını bekliyoruz. Tercihimiz, getiri eğrisinin uzun tarafında pozisyon alınmasından yana. Yılın ikinci yarısında ise, daha doğrusu TCMB'nin faiz indirim sürecini ne zaman başlatacağına paralel kısa vadeli faizlerde de avantaj oluşabilir. 10y vadeli gösterge tahvilin Kasım ayında yaklaşık 2 yıl sonra yeniden ihracının gerçekleştirilmesi ve bu yaklaşımın 2021'de neredeyse her ay benimsenecek olması likidite ve hacim açısından pozitif değerlendirdiğimiz bir diğer ayrıntı. **Döviz cephesinde ise Türk eurobondlarını 2020'de olduğu üzere 2021 yılında da beğenmeye devam ediyoruz.** Ocak-Şubat aylarında Türk Hazinesi'nin eurobond ihracına çıkmayı değerlendirebileceği düşüncesindeyiz.

■ Kısa vade riskler bir yana uzun vadede Türk hisse senetlerini olumlu görme pozisyonumuzda değişiklik yok

- Tüm dünyada ve Türkiye'de hisse senetleri ve diğer finansal varlık gruplarında kısa vadede aşağı yönlü düzeltme riskini yüksek olasılık görüyoruz. Zamanlama açısından net bir şey söylemek mümkün olmasa da yılın ilk çeyreğinde bu durumun belirmesi bizler açısından şaşırtıcı olmayacak. Ancak, oyun değiştirici ciddi bir faktör belirmedikçe hisse senetlerine olan ilginin yerel ve global bazda 2021 yılında da sürmesi beklentisindeyiz. **BİST 100 endeksi için 12 ay vadede hedef fiyat seviyesini 1900 puan olarak belirliyoruz. Hesaplamalarımızda kullandığımız risksiz faiz oranı (risk free rate) ise %13.** i) Ülke risk priminde gerçekleşen ve devam edeceğini düşündüğümüz azalış ii) Öngörülebilir politika adımlarının TCMB ve mali cephede atılacağına olan inancımız iii) Yabancı portföy akımlarının 2021'de pozitif döneceğini değerlendirmemiz iv) Bir önceki maddede yer verdiğimiz düşüncemize paralel bankacılık sektörü hisse senetlerinin yeniden avantaj kazanmasını yüksek olasılık görmemiz v) Kredi derecelendirme kuruluşlarından not artışı olmasa dahi (temel senaryomuz değil ve fakat olasılık dışı bırakmıyoruz) görünüm değerlendirmelerinde olumlu açıklamaların gelebileceğini düşünmemiz gibi gerekçeler yola çıkış noktalarımız konumunda.

■ Banka ve sigorta sektörü hisselerine daha fazla ilgi duyuyoruz

- Her ne kadar 2020 yılı içerisinde yeni yatırımcı sayısı artış göstermiş ve rekor kırarak yoluna devam etmiş olsa da arzu edilen patikada bu durumun gerçekleştiğini söylemek maalesef mümkün değil. i) Halka arzlardaki artışın bu noktada yüksek kazanç ilgisi doğurması ii) Banka/sanayi rasyosunun tarihi düşük seviyeleri test etmesi ve hali hazırda düşük kalmaya devam etmesi iii) Ağırlıklı yatırımcı eğiliminin BİST 100 endeksi dışı likiditesi düşük hisse senetleri nezdinde oluşması gibi nedenlerle Borsa İstanbul'da yaşanan yükselişin klasik davranış kalıpları ile olmadığı bir dönemi geride bıraktık. Ana senaryolarımızdan birisi olan yabancı yatırımcıların Türk varlıklarına olan ilgisinin yeniden artmasından hareketle likit olmaları ve profesyonel yatırımcı ilişkileri ile dikkat çeken bankacılık sektörü hisselerinin yeniden ön planda yer alacağına inanıyoruz. Temel gerekçelerimiz de yok değil: i) Kredi risk maliyetlerinde azalış ii) Kredi büyüme hızının normal seviyelere gerileyecek olmasını kayda değer buluyoruz. Öte yandan sigorta sektöründe ise mevcut mevduat faizi seviyelerinin değerlemeler açısından olumlu alan açtığına inandığımızı da eklemek isteriz.

Stratejiye Bakış: Bardağın boş kısmındaki ihtimaller

- **Yüksek değerlemeler kaynaklı global çapta yılın ilk çeyreğinde herhangi bir zamanda herhangi bir sebep çıkışlı düzeltme riski öngörüyoruz**
 - Gerek küresel gerekse yerel varlık fiyatlamalarında hali hazırda gelineen mevcut seviyeleri 'balon' şeklinde nitelendirmek için elimizde henüz kuvvetli done bulunmadığından bu tarz bir tartışma içerisine girmenin doğru olmadığını düşünüyoruz. Ancak, mevcut ve gelecek dönem beklentilerinden şekillenen değerlemelerin şu anda buldukları şekilde ilelebet yükseliş patikasında ilerlemelerinin de mümkün olmadığına inanıyoruz. O nedenle yılın ilk çeyreğinde ülke ve varlık grupları nezdinde genele yayılır aşağı yönlü düzeltme ihtimalinin yüksek olduğunu düşünüyor ve bu ihtimalin aynı zamanda yılın geri kalanı için gerçekleşecek işlemlerin sağlığı açısından da elzem olduğuna inanıyoruz. Her ne kadar 19 Şubat-23 Mart arası dönemde gerçekleştirilen ciddi satışlar ve likiditeye dönme isteğinde korkunç artış pandeminin içerisinde bulunduğu senaryoda en kötünün fiyatlanmasına işaret ediyordu ise özellikle yılın ikinci yarısında gözlenen iyimserliği de 2021 yılına ait pozitif yönlü beklentileri fazlasıyla satın almış olabileceği ihtimali olarak okuyoruz. Bu noktada özellikle belirtilmesi gereken gelişmenin Kasım ayında takip edilen aşu haber akışı ve üzerinden yüklenen yüksek anlam kaynaklı olduğu bilinmeli.
- **Yılın tamamı için tahminlediğimiz küresel faiz hadlerindeki yükselişi kısa vadede henüz risk unsuru olarak değerlendirmiyoruz; ancak...**
 - Başta ABD menkul kıymetleri olmak üzere 2021'de gerçekleşmesini beklediğimiz faiz hadlerindeki artışın takvim olarak Ocak ayı başlangıcı ile birlikte devreye alınmasını önden yüklemeli ve 'gereksiz' enflasyon endişeleri kaynaklı olduğu şeklinde yorumluyoruz. Evet, yılın ilk çeyreği ile birlikte ABD'de 2020'den devralınan baz etkisi kaynaklı enflasyon yükselişi gerçeği ile karşılaşacağız ve fakat bu durum bilinmeyen ve yatırımcılar nezdinde ilk kez tecrübe edilen bir gelişmeye işaret etmeyecek. Ayrıca, kalıcılığı henüz netleşmiş değil. Bozulan istihdam piyasasının yeniden pandemi öncesindeki seviyelere ve sağlığına kavuşması zaman alacak ve bu süreç içerisinde Fed'in Ağustos 2020'de ilan ettiği yeni yol haritası federal fonlama faizlerinin düşük seyretmesi için koşulları uygun hale getirecek. Net/net ABD 10y tahvil faizinde ilk etapta %1-1.10 aralığındaki dengelenme ihtiyacını hem daha yüksek olasılık olarak hem de yatırımcı kesiminin sakinleşmesi adına daha olası görüyoruz. Bize göre henüz %1.15-1.30 aralığına ve hatta daha yükseklere doğru hareket etmek için uygun bir ortam söz konusu değil. ABD tahvil faizlerinin yükselişi konusunda endişeli değiliz. İşlerin kontrolden çıkacağı en uç senaryoda Fed'in getiri eğrisi kontrolü, varlık alım programlarında miktar artışı ve vade farklılaşmasına gitmek gibi tüm enstrümanları devreye alacağı konusunda şüphemiz bulunmuyor.
- **Kısa vade risk iştahı açısından global hisse senedi endekslerinin davranışları odak noktası olmalı**
 - 2021'in ilk çeyreğinde beklediğimiz ve olmasının orta-uzun vadede zarardan çok fayda sağlayacağına inandığımız düzeltme riski için hisse senedi endeksleri ve bilhassa majör endeksler olan ABD varlıkları yakından izlenmeli. Bu cephede yatırımcı algıları farklı anketler ve rasyolarda (call/put oranı, AAll ABD yatırımcı algısı gibi ölçümler) tarihi yükseklerde seyrediyor ve aşırı iyimserliğe işaret ediyor. Öte yandan pandeminin fiyatlamalar üzerindeki şiddetini henüz artırmadığı dönem olan Şubat ayı sonunda \$3.5 trilyon civarında seyreden para piyasası fonları rakamı şu anda \$4.5 trilyon bölgesine yakınsamakla birlikte yeni pozisyonlanmalar için çözülme potansiyeli taşıyan ciddi bir likiditeyi ifade ediyor.

Stratejiye Bakış: Bardağın boş kısmındaki ihtimaller

■ Yılın 'siyah kuğu' teması olarak iki konu öne çıkıyor: Aşı & USD

○ Pandemiden çıkış süreci ve küresel çapta insanlığın yeniden normal seyrine dönmesi yolunda en kritik aşamalardan birisi aşılama süreci olacak. Bu noktada piyasa fiyatlamalarının da söz konusu başlığa yönelik ciddi bir beklenti içerisinde girdiği, iyimserliği zamanlama olarak önden ve oldukça fazla bir şekilde satın aldığı belirtilmek gerekiyor. Henüz küresel aşılama performansı arzu edilen ölçekte ilerlemiyor. Tüm dünya üzerinde aşılama sürecine dahil olan kişi sayısı son günlerde 33 milyon seviyesinin üzerine geldi ve genele yayılma adına başarı sağlanabilmiş değil. Öte yandan etkinlik, kapsam ve hız başlıklarının özellikle yılın ilk yarısında sıklıkla dile getirildiği ve tartışma konusu olduğu bir süreci yakından izleme ihtimalimizin fazla olduğu unutulmamalı. Şayet içerisinde bulunduğumuz 6 aylık dönemde aşılama süreci ümit edildiği ölçekte başarı sağlayamaz ise pandeminin muhtemel sonraki dalgaları karşısında hayatın normalleşeceğine dair yapılan planlar hızlı bir şekilde rafa kalkacak ve fiyatlamaların buldukları düzeyler ve iyimserlik göze alındığında portföylerdeki geri dönüş ivmesi belki de Şubat-Mart geçişinin de üzerinde olabilir. Belirtmek gerekiyor ki henüz bu ölçekte bir negatif yaklaşım noktasında değiliz. Global ekonomiler farklı aşı çalışmalarına yönelik siparişlerini çoktan vermiş ve hatta artırma safhasına geçmiş durumdadır. Olası problem gelişmişlere kıyasla gelişmekte olan ülkeler nezdinde ortaya çıkabilir. Salgınla mücadele kısmındaki başarısızlıkları dikkate alındığında seçici portföy dağılımı ve fon akımı yönlendirmesinin belirilmesi sürpriz olmamalı.

○ Yıla dair bir diğer önemli 'siyah kuğu' teması ise 'zayıf Amerikan doları teması' eksenli işlemlerin devam edip etmemesi üzerinden gerçekleşebilir. Hali hazırda aralarında Deniz Yatırım Araştırma Bölümü olarak bizim de bulunduğumuz konsensüs global ekonomideki toparlanmanın 2021 yılında ivme kazanması, fon akımlarının gelişmekte olan ülke varlıklarına yönelmesi, emtia fiyatlarının yüksek seyretmesi, enflasyon beklentileri ve tahvil faizlerinin yükseldiği ortamda geçmişte olduğu üzere bir kez daha Amerikan dolarının zayıflama şeklinde tepki vermesi. Ancak, ilk maddede yer alan negatif senaryo ile Amerikan doları fiyatlamalarının birbirine paralel seyredeceği gerçeği göz ardı edilmemeli. Dahası, Amerikan doları yaklaşımlarının tek bir gerçeği ve davranış mekanizması bulunmuyor. Global rezerv para birimi olmasından, ticaretteki hakim rolüne ve fonlamanın temel kaynağı gibi farklı birçok apoleti omuzlarında taşıdığını dikkate alarak farklı senaryolara karşı hazırlıklı olmakta fayda var. Buradan hareketle, iyimser senaryo altında ABD ekonomisinin performansı başta AB olmak üzere emsallerinden çok daha ileride olur ve diğerlerindeki negatif başlık sayıları artış gösterirse –*Almanya seçimleri, İtalya'daki son politik haber akışı, Biden yönetiminin Çin'e karşı sert ABD yaklaşımını devam ettirmesi gibi*- Amerikan dolarının değerlendirme patikasına girişi kaçınılmaz olacaktır. Ek olarak, negatif durumda, risk algısındaki bozulmanın güvenli liman arayışını öne çıkarması yine Amerikan dolarına olan talebi farklı bir kanal üzerinden destekleyecektir.

■ Gün sonunda 2021 yılına ait resmi doğru okumak daha önce hiç olmadığı ölçekte önemli

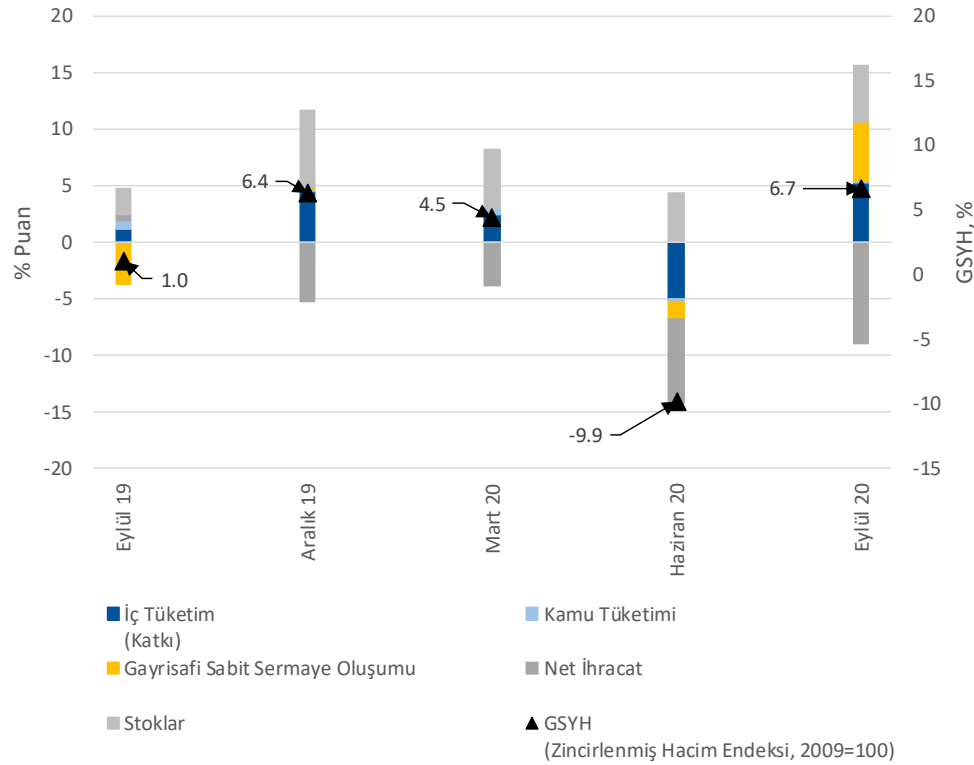
○ Şu aşamada yatırımcı kesiminin geneline yayılan düşünce tarzı 2021'in 2020'den çok daha kolay ve belirli oyun taktikleri ile ilerleyecek bir yıl olacağı. Global ekonomi büyümeye geri dönüş sağlarken Amerikan doları geçmişte olduğu üzere değer kaybedecek ve merkez bankalarının destekleyici duruşları varlık fiyatlarındaki yükselişi destekleyecek. Evet, açıkçası biz de bu kampın savunduğu fikirleri diğer ihtimallere karşı bir adım önde görerek genel strateji yaklaşımımızı oluşturduk. Ancak, riskleri yok saymıyor ve yılın ilk yarısını yakından izleyeceğimizi bir kez daha hatırlatmak istiyoruz.

■ Makro değerlendirme, Türkiye

Türkiye GSYH

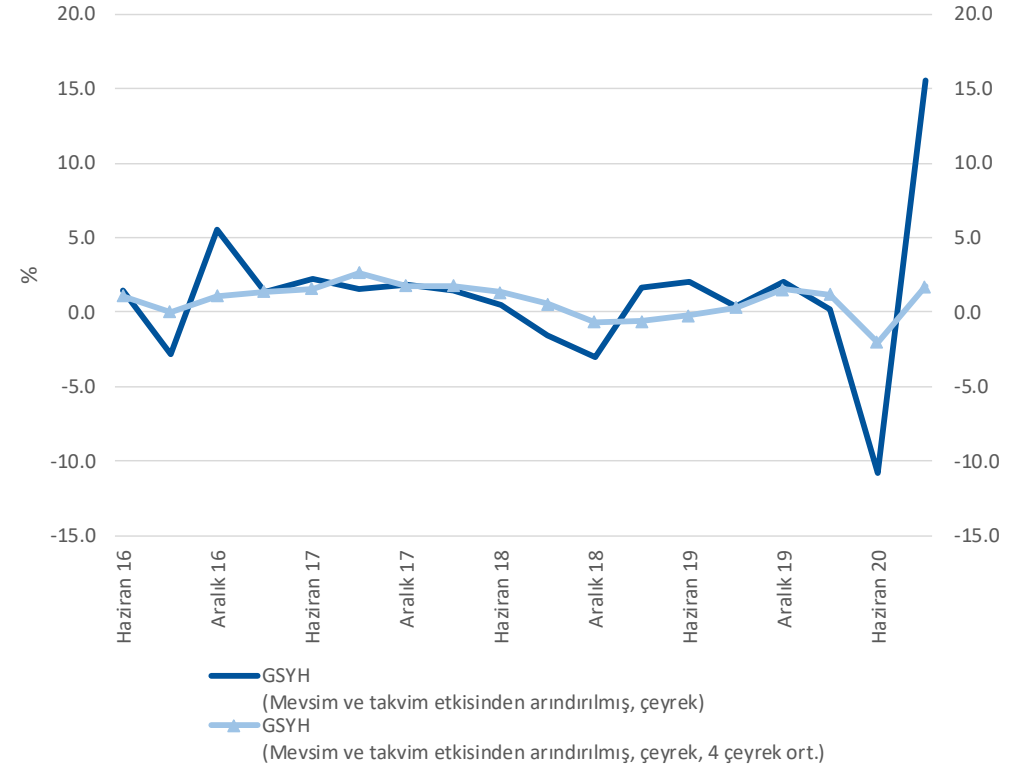
2020 yılında devreye alınan para ve maliye politikası adımları sonucunda ekonomik büyümenin %1 civarında pozitif kapanışa işaret etmesini bekliyoruz. Özellikle yılın 2Ç ve 3Ç dönemlerinde gözlenen güçlü tüketimin pozitif katkıya zemin hazırlayan faktör olduğu kanaatindeyiz. Buradan hareketle talebin öne çekilmesi ve 2021 performansındaki alanı sınırladığı bir durumu olasılık dışı bırakmıyoruz.

GSYH kırılımı



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, TÜİK

Türkiye GSYH, çeyrek dönem performans

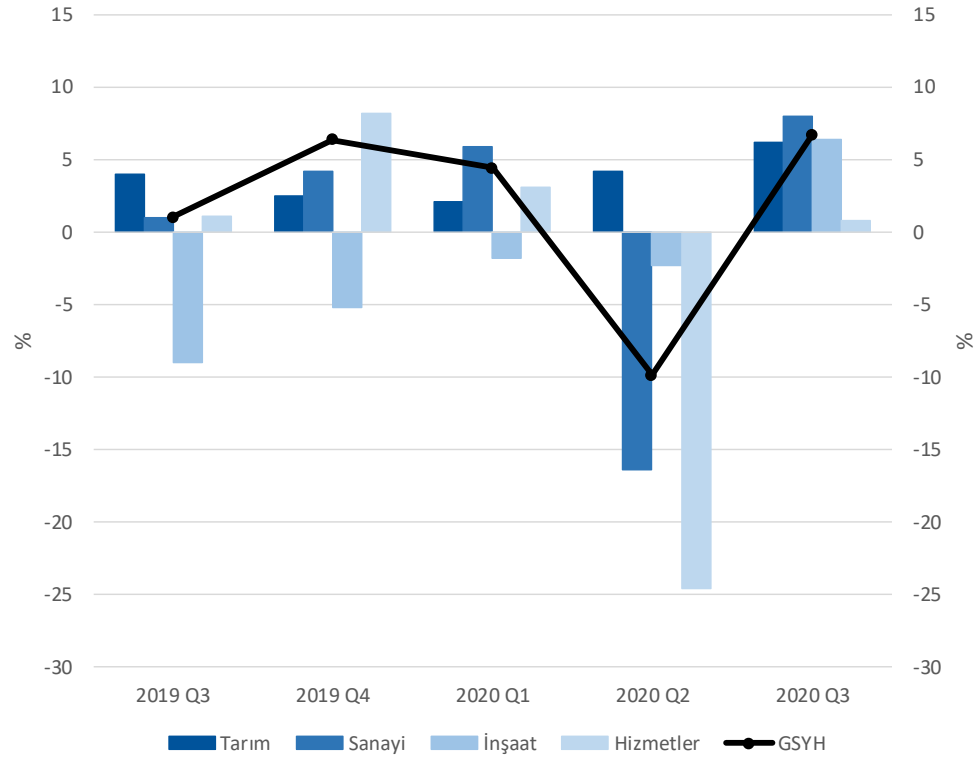


Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, TÜİK

Türkiye GSYH

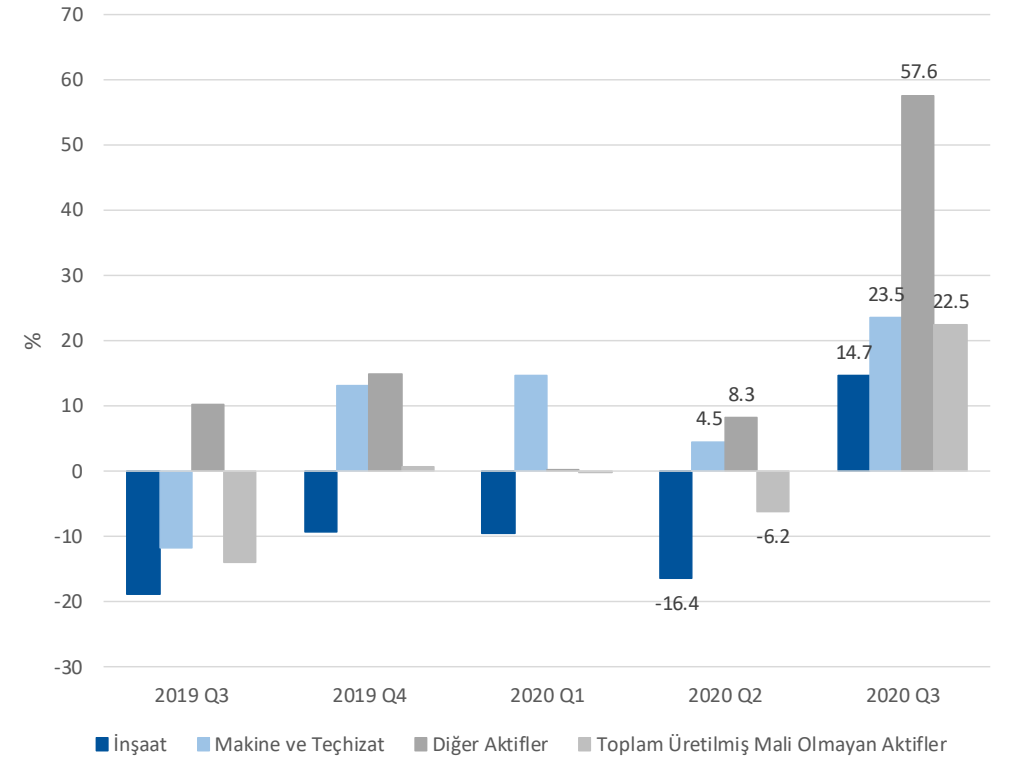
Pandemi sürecinin başta dış evren olmak üzere yurtiçinde ne yönde evrileceği ve aşılamanın etki alanı hizmetler sektöründeki toparlanmanın hızında belirleyici olacak. 2020 yılında teşviklerin etkisiyle korkulan ölçekte zayıflamayan yatırımlar yılın ilk yarısında para politikasının etkinliği ile birlikte ivme kaybedebilir. Yıl geneli gözetildiğinde ise negatif değil.

Seçilmiş iktisadi faaliyet kolları, GSYH performansı, zincirlenmiş hacim endeksi



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma, TÜİK

Gayrisafi sabit sermaye oluşumu, zincirlenmiş hacim endeksi

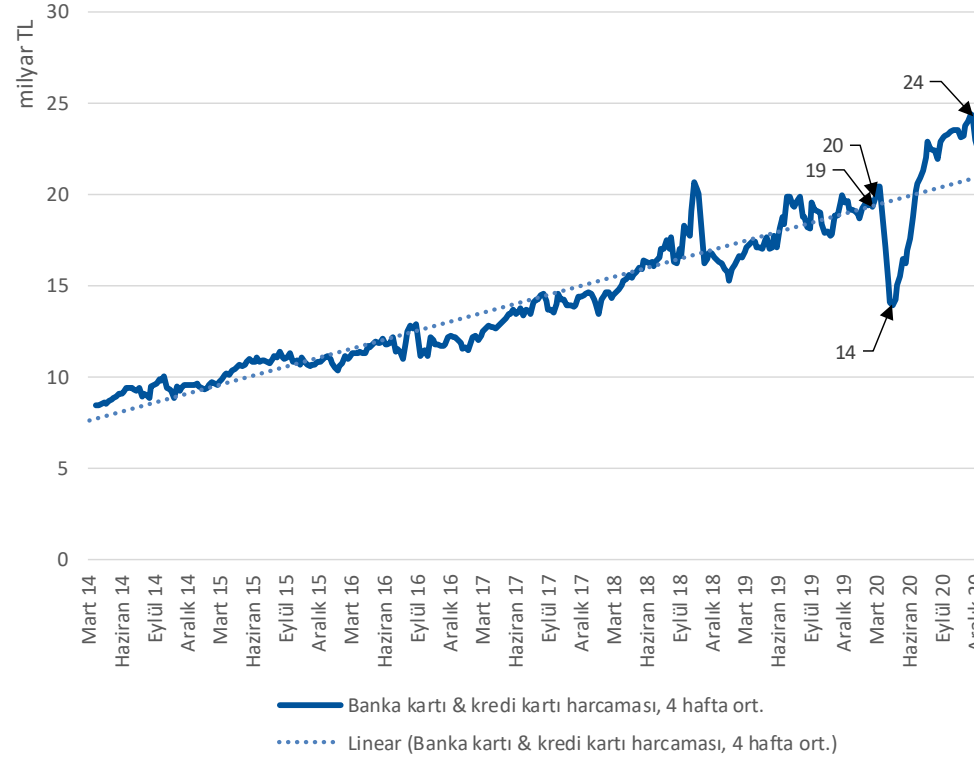


Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma, TÜİK

Öncü Göstergeler-tüketim harcamaları

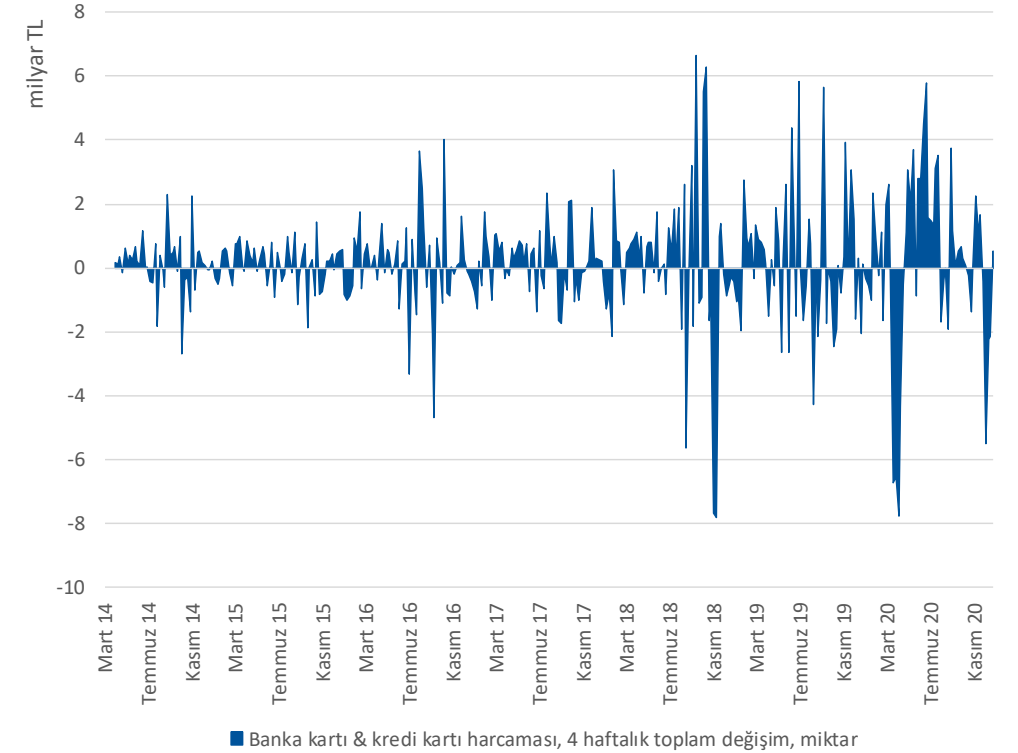
Banka kartı ve kredi kartı harcamalarında pandemi başlangıcındaki zayıflama tüketim eğilimi değişiklikleri ve devreye alınan önlemlerin katkısıyla test ettiği dip seviyelerden toparlanma gösterdi. 3Ç sonrasında ise nispeten normalleşme ve trend eğilimlerine yakınsama isteği söz konusu.

Banka kartı & kredi kartı harcamaları, 4 hafta ort.



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, TCMB

Banka kartı & kredi kartı harcamaları, 4 hafta toplam değişim

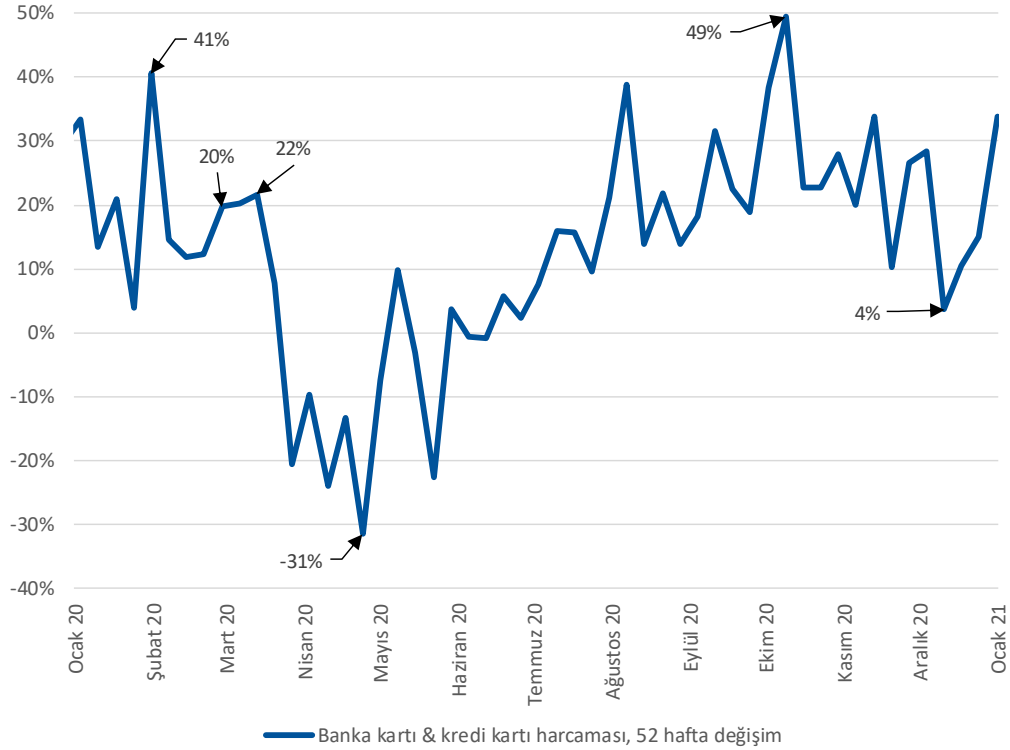


Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, TCMB

Öncü Göstergeler-tüketim harcamaları

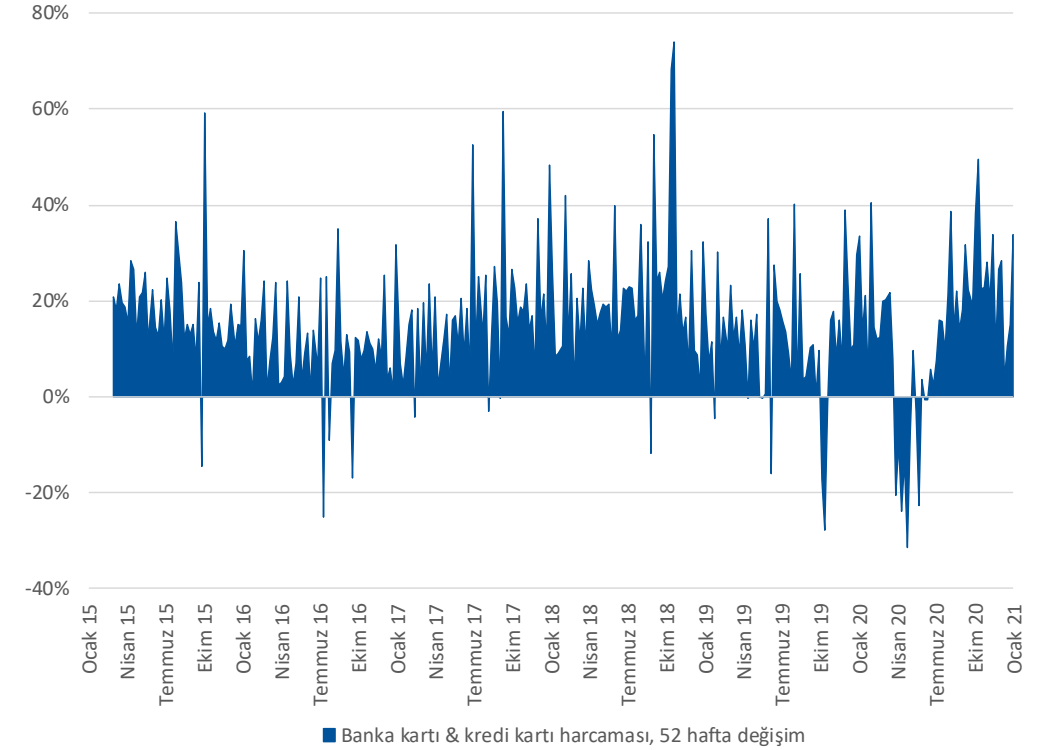
Pandemi sürecinin getirdiklerinden birisi de banka ve kredi kartı harcamalarındaki artış oldu. Bu cephedeki gelişimin önemli sebeplerinden birisi yavaşlayan hayat karşısında daha fazla evlerde geçirdiğimiz vakit oldu. Kayıtlı ekonomiye olan katkıları açısından da bu durumu pozitif görüyoruz.

Banka kartı & kredi kartı harcamaları, 52 hafta değişim



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, TCMB

Banka kartı & kredi kartı harcamaları, 52 hafta değişim

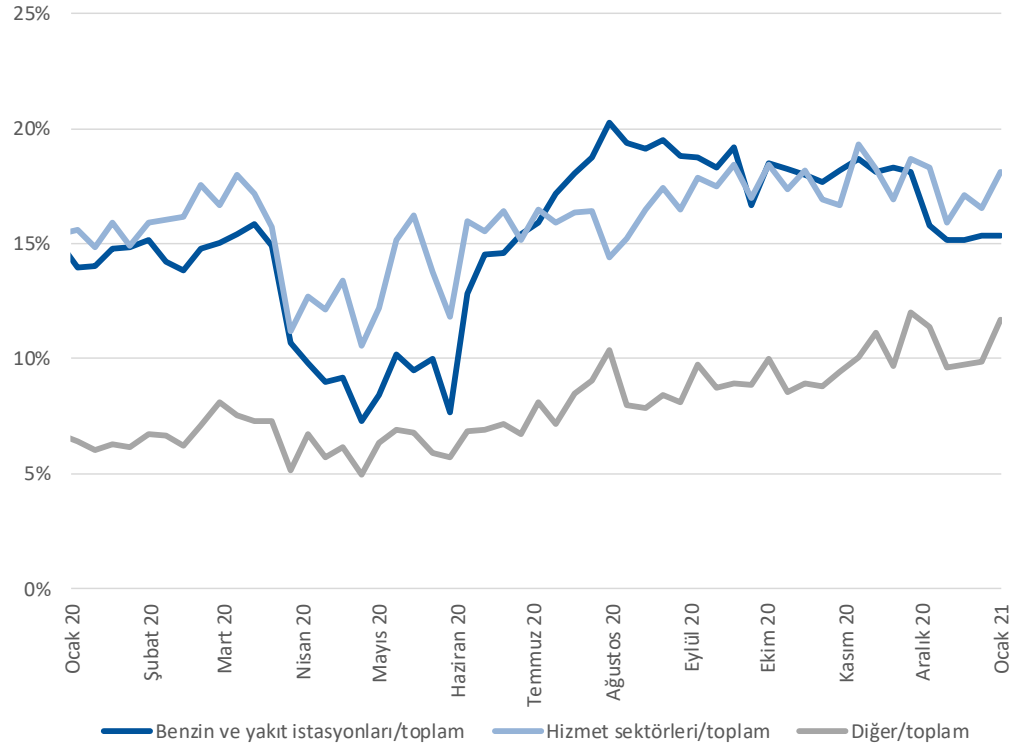


Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, TCMB

Öncü Göstergeler-tüketim harcamaları

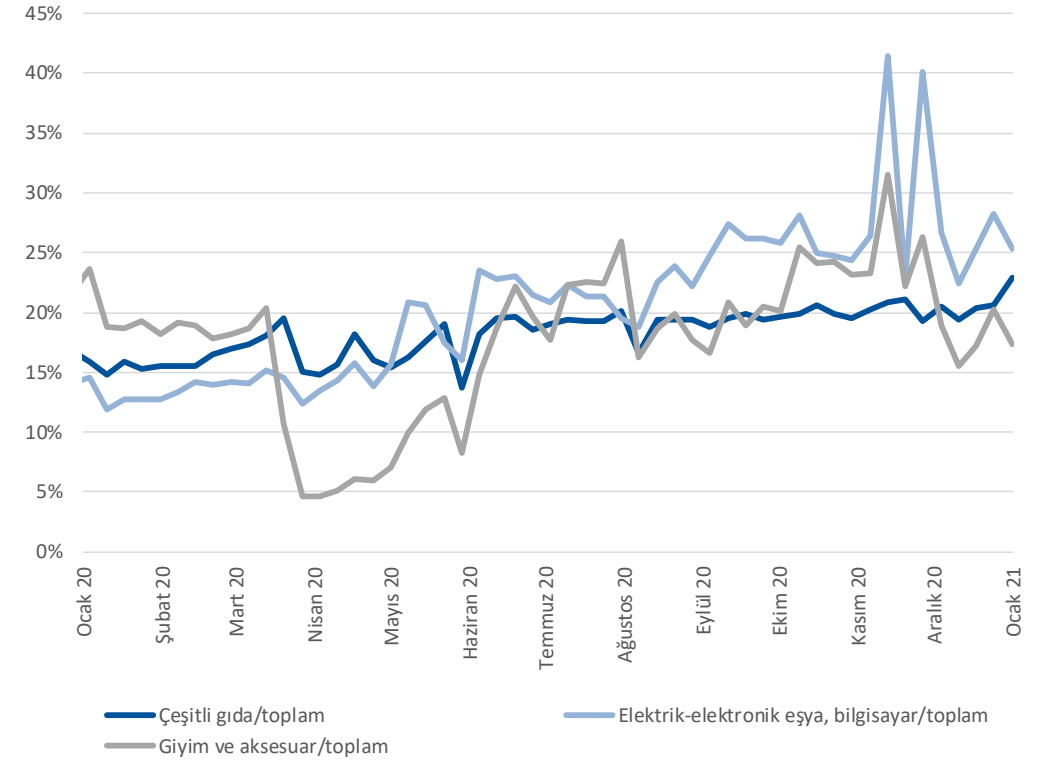
Banka kartı ve kredi kartı harcamaları alt kırılımlar bazında hayatımızdaki değişikliklerle birlikte farklılık gösteriyor. Nitekim bu durum enflasyon sepeti içerisinde de doğrudan yansıma gösterdi ve fiyatları etkiledi.

Banka kartı & kredi kartı harcamaları, seçilmiş alt kalemler, pay



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, TCMB

Banka kartı & kredi kartı harcamaları, seçilmiş alt kalemler, pay

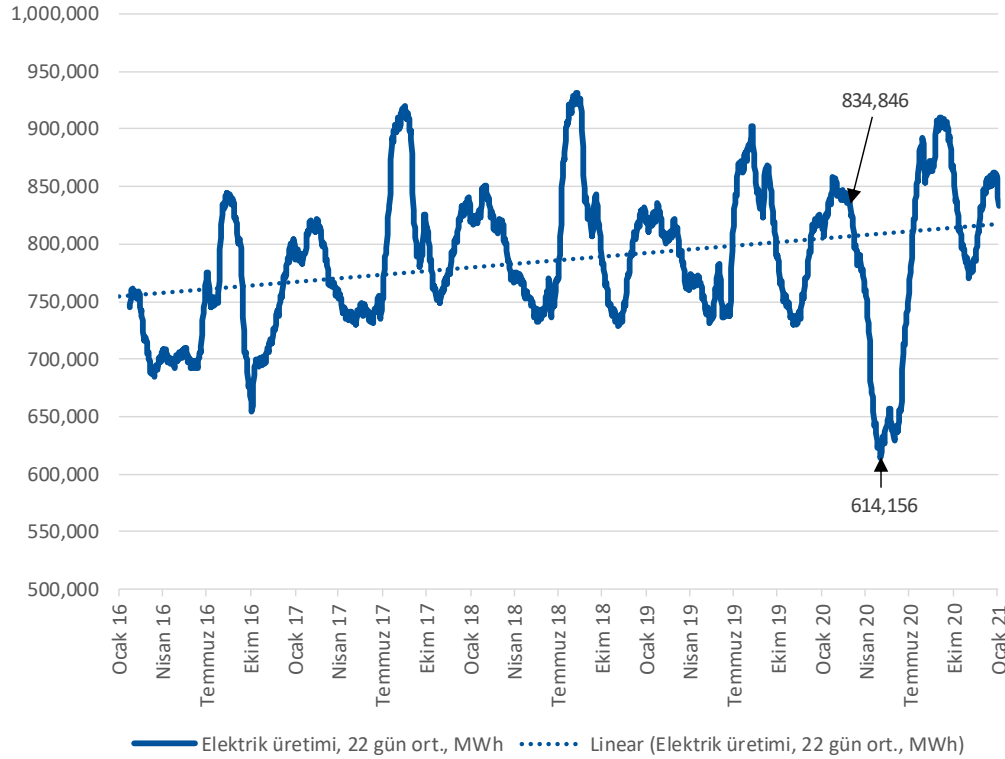


Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, TCMB

Öncü Göstergeler-elektrik üretimi & tüketimi

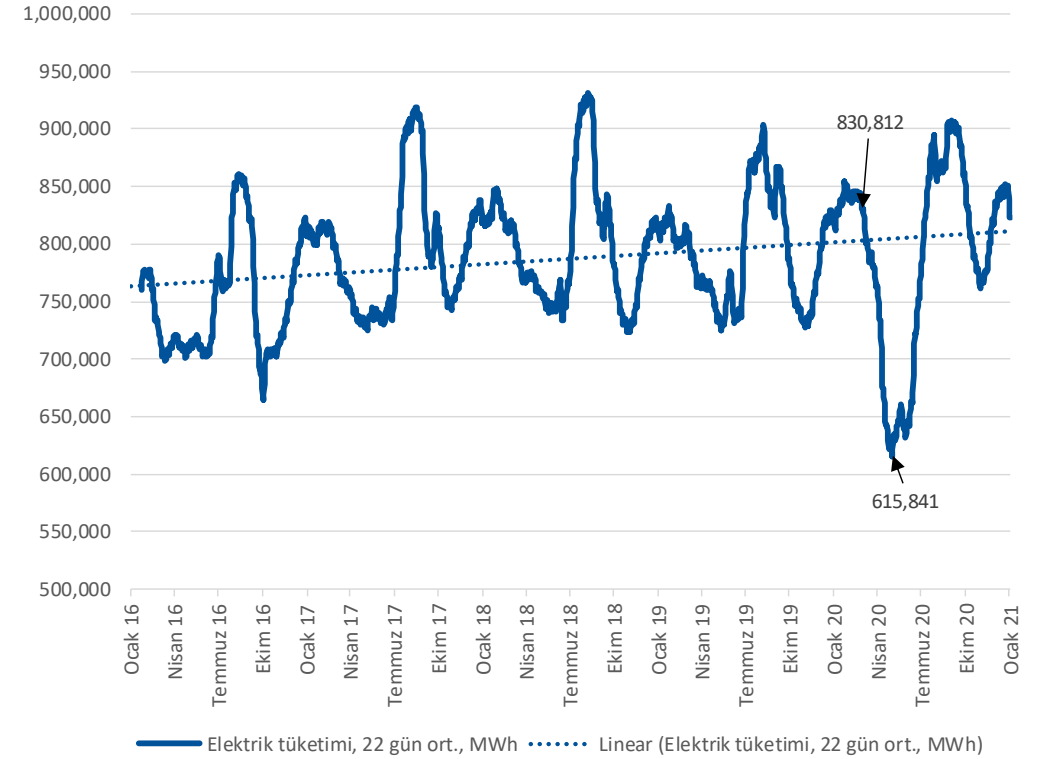
Mart-Mayıs döneminde test edilen diplerden uzaktayız. Normalleşme eğilimi bu cephe nezdinde de geçerli.

Elektrik üretimi



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, TEİAŞ

Elektrik tüketimi

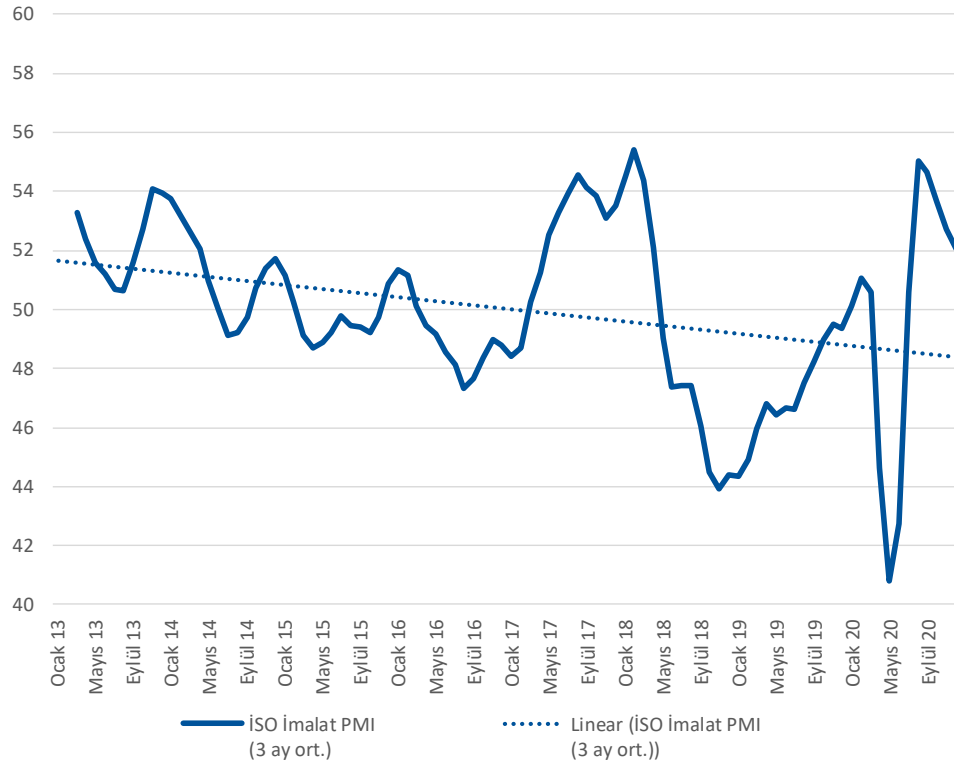


Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, TEİAŞ

Öncü Göstergeler-PMI & sanayi üretimi

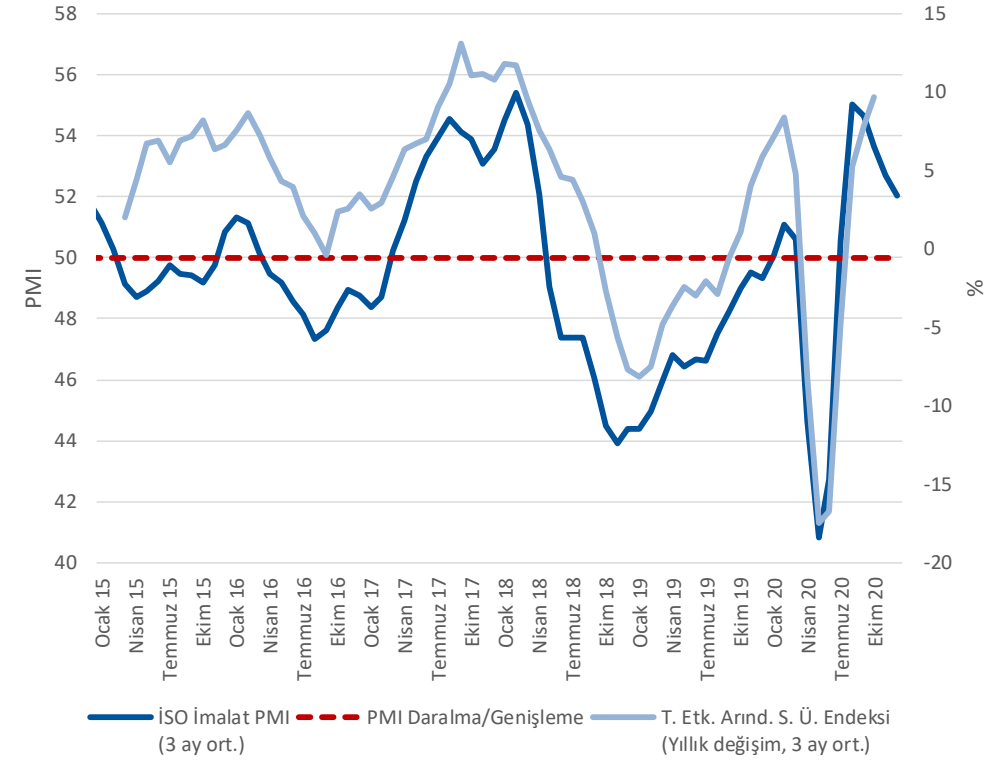
Aralık ayı ile birlikte PMI verisi Mayıs döneminden bu yana en düşük seviyede gerçekleşirken (manşet, 50.8) genişleme bölgesindeki seyrini korudu ve alt kalemlerindeki detaylar açısından da önemli sinyaller verdi. Maliyetlerdeki artış fiyatlar üzerinde baskı kurmaya devam ederken, istihdam ve dış talebin sürmesi not edilmesi gereken noktalar. Teslimat sürelerindeki uzama ise globalde olduğu gibi problem.

İmalat PMI



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, İSO

Türkiye özel sektör imalat PMI & Sanayi üretimi

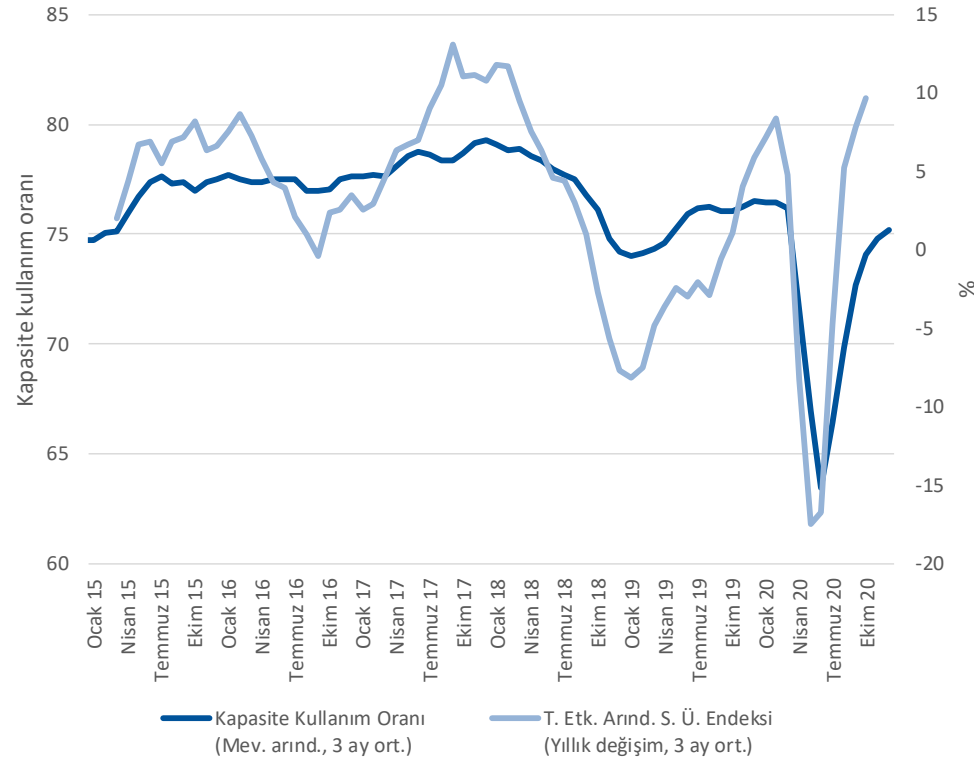


Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, İSO, TÜİK

Öncü Göstergeler-KKO, REKG endeksi, sanayi üretimi

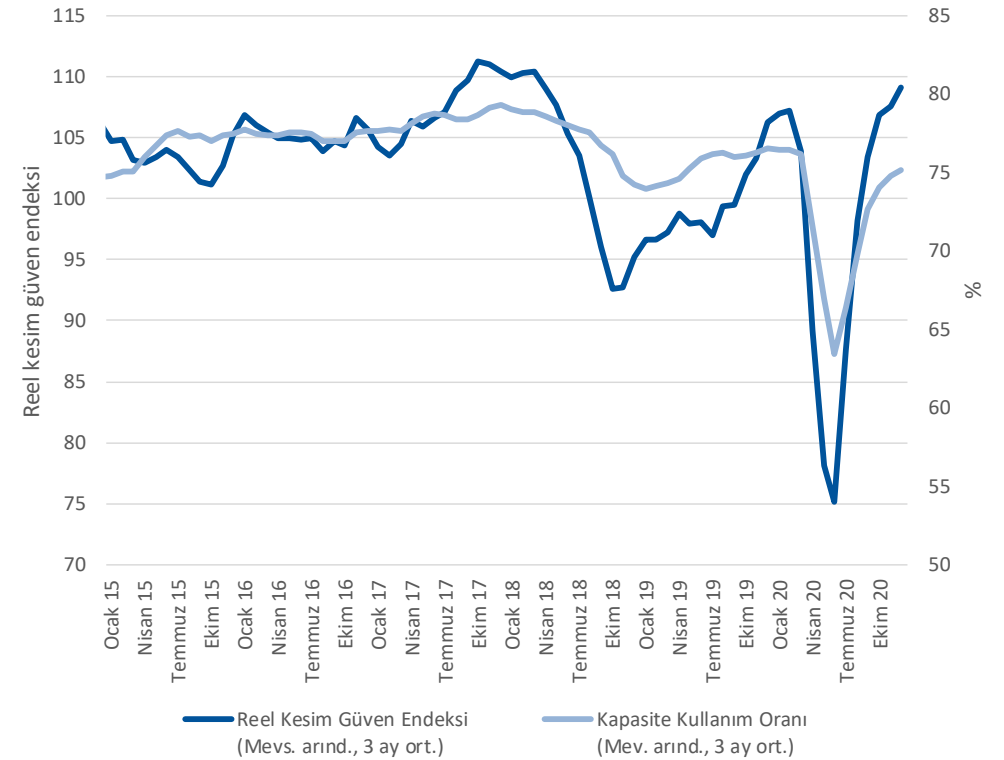
PMI cephesinde genişlemenin devam etmesi sanayi üretimi açısından da avantaj sağlıyor. Reel kesim güvenindeki toparlanmanın tüketiciye kıyasla daha güçlü ve istekli olması kapasite kullanım oranlarına da yansıyor. Hali hazırda pandemi öncesi noktanın gerisinde kalma durumu devam etse de eğilim toparlanma şeklinde gerçekleşmekte.

Türkiye kapasite kullanım oranı & Sanayi üretimi



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, İSO, TÜİK

Türkiye reel sektör güven endeksi & kapasite kullanım oranı

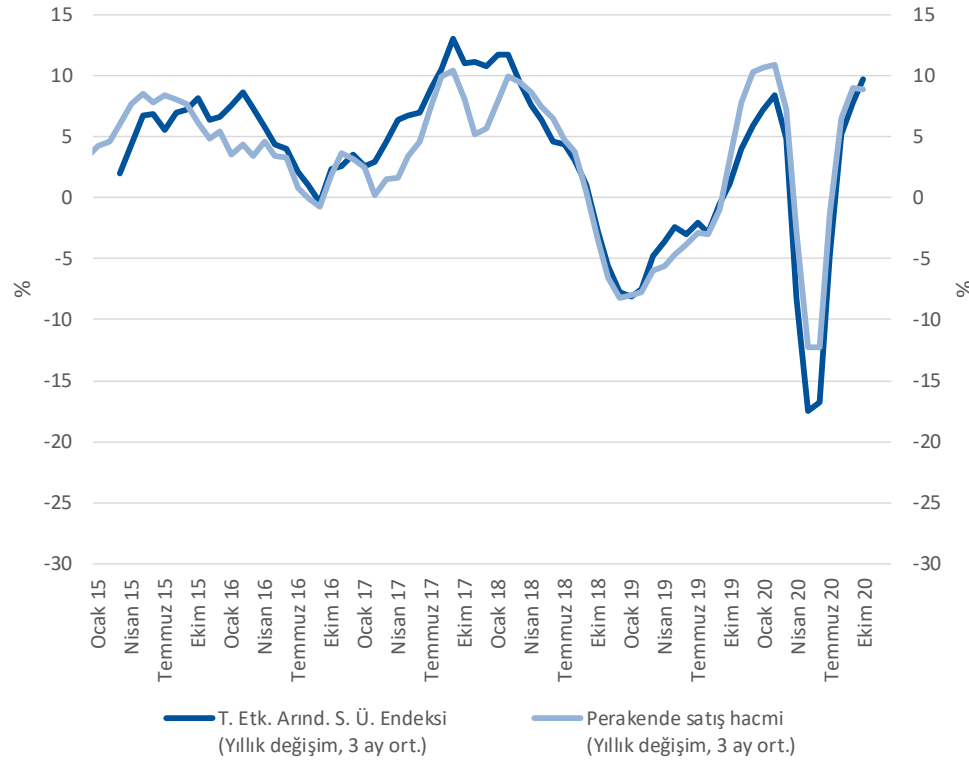


Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, İSO, TÜİK

Öncü Göstergeler-perakende satış hacmi & sanayi üretimi

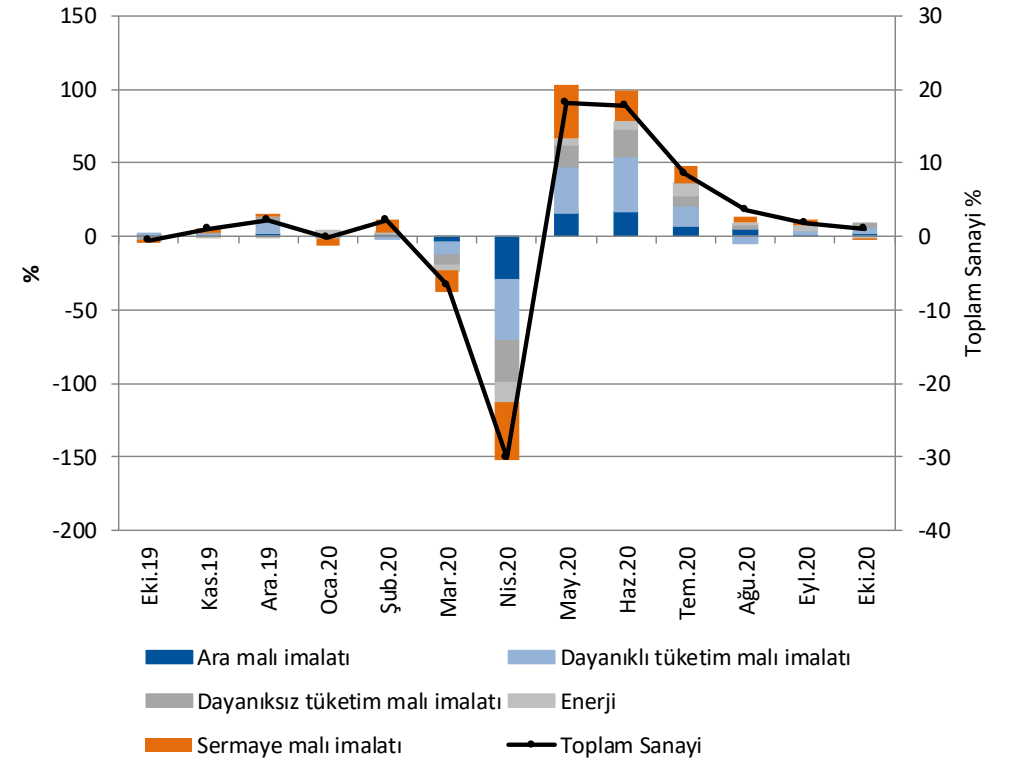
Üretim-tüketim denklemi gecikmeli verilerde birbirini teyit eder nitelikte çalışmaya devam ediyor. Parasal sıkılaştırmanın etkisi henüz artmamış ve yakından hissedilmemiş dönemde perakende satış hacmi pandemi öncesi dönemdeki eğilimine yakınsadı. Yılın ilk çeyreğinde salgın kaynaklı etkiler ve para politikasının yansımalarına paralel ivme kaybı bekliyoruz.

Türkiye sanayi üretimi & Perakende satış hacmi



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, İSO, TÜİK

Sanayi üretimi & alt kırılımlar, mevs. arınd., aylık değişim

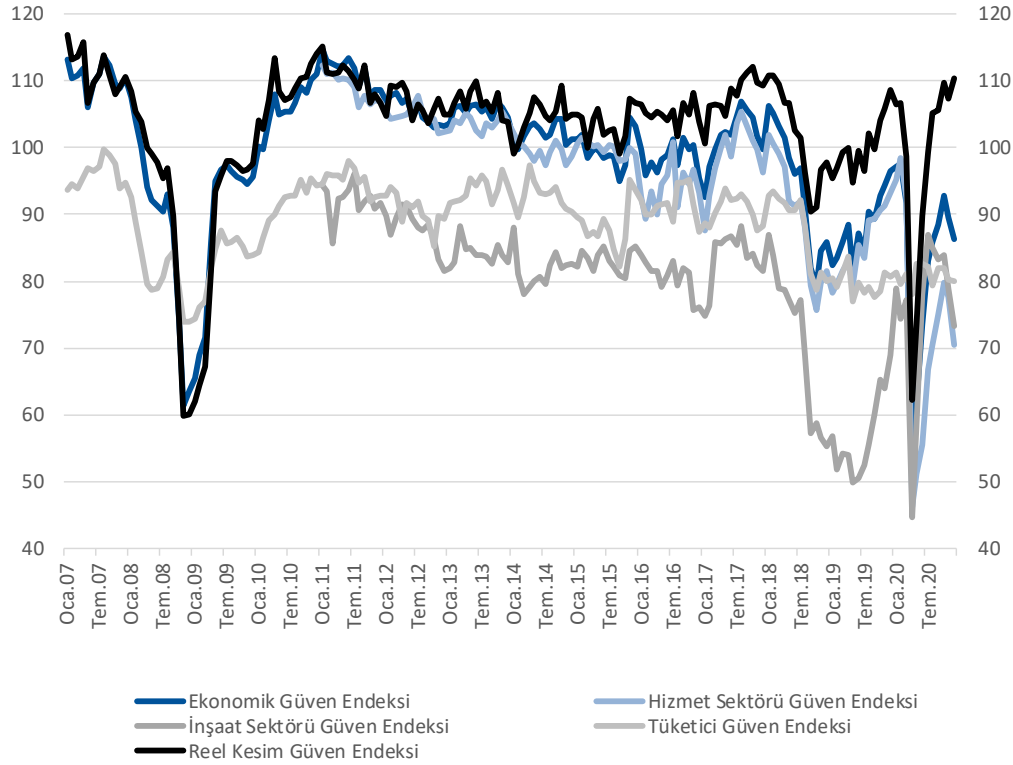


Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, TÜİK

Öncü Göstergeler-güven endeksleri

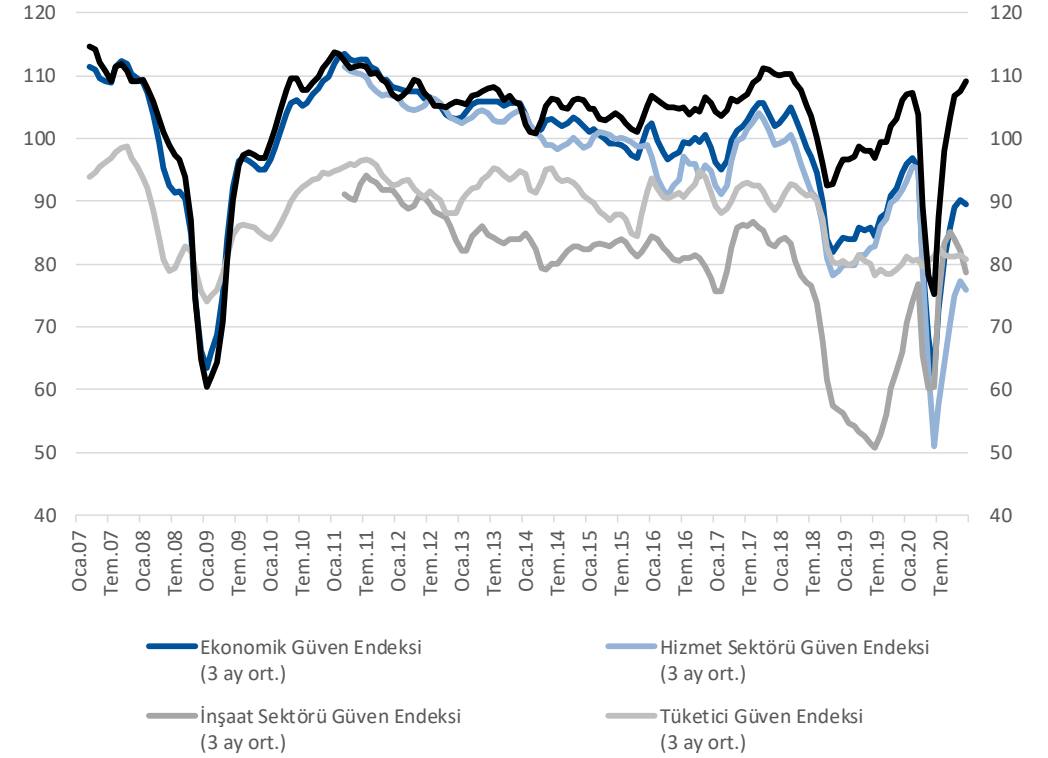
Ekonominin genelini işaret eden resimde pandemi öncesindeki güven seviyelerinden çok ciddi oranda uzaklaşma söz konusu değil. Ancak, pandeminin tüm dünyada olduğu üzere doğal bir yansıması gereği sektörel ayrışmalar Türkiye örneğinde de dikkat çekiyor. Hizmet sektöründe zayıf seyir devam ederken, faiz hadleri ve teşviklere duyarlı inşaat sektörüne ait endeks yaz mevsimi seviyelerinden uzak.

Güven endeksleri, alt kırılımlar



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma, TÜİK

Güven endeksleri, alt kırılımlar

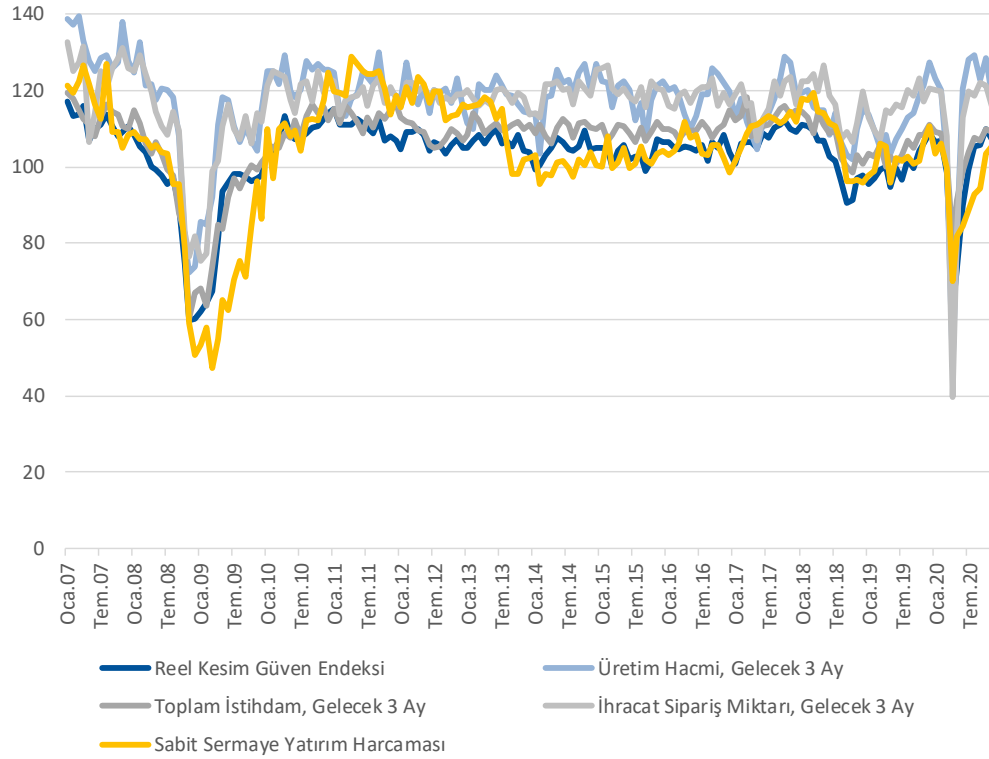


Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma, TÜİK

Öncü Göstergeler-güven endeksleri

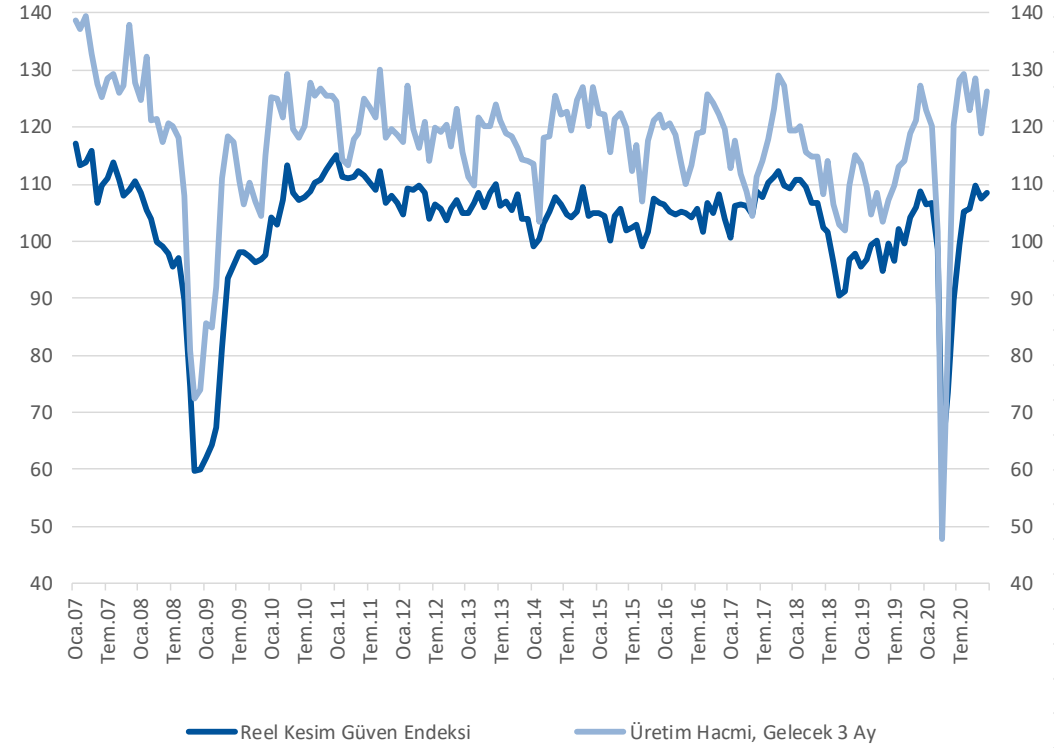
Üretim cephesindeki güven genel koşullar gözetildiğinde çarkların dönmeye devam ettiğini gösteriyor.

Reel kesim güven endeksi, alt kırılımlar



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma, TÜİK

Reel kesim güven endeksi, alt kırılımlar

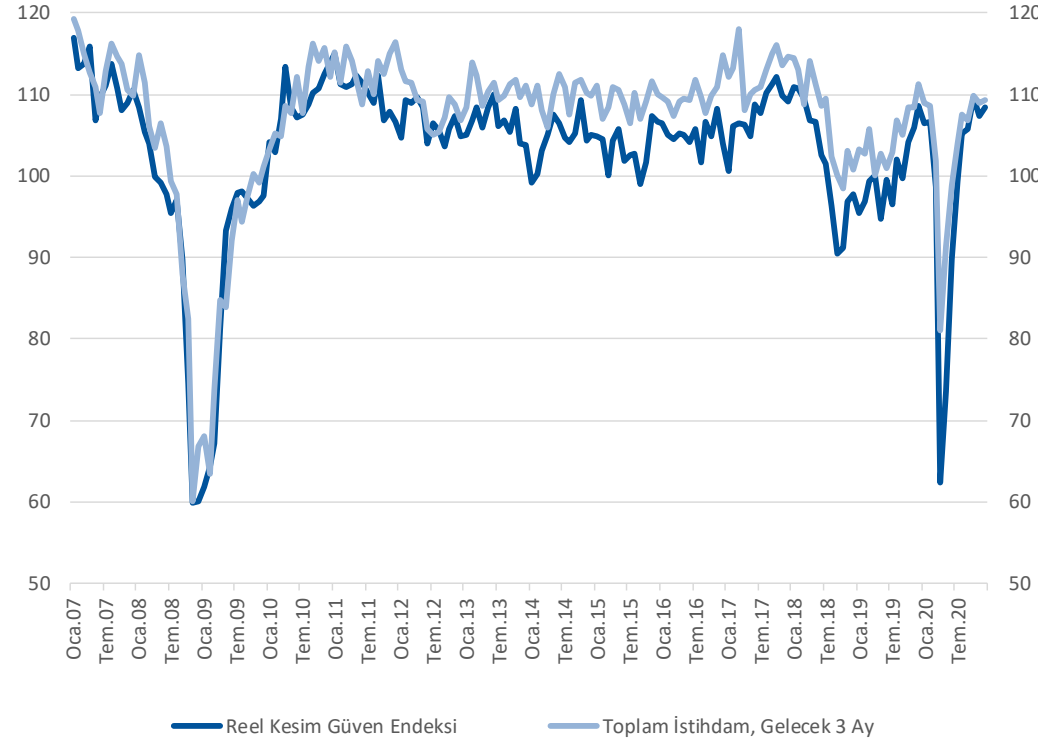


Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma, TÜİK

Öncü Göstergeler-güven endeksleri

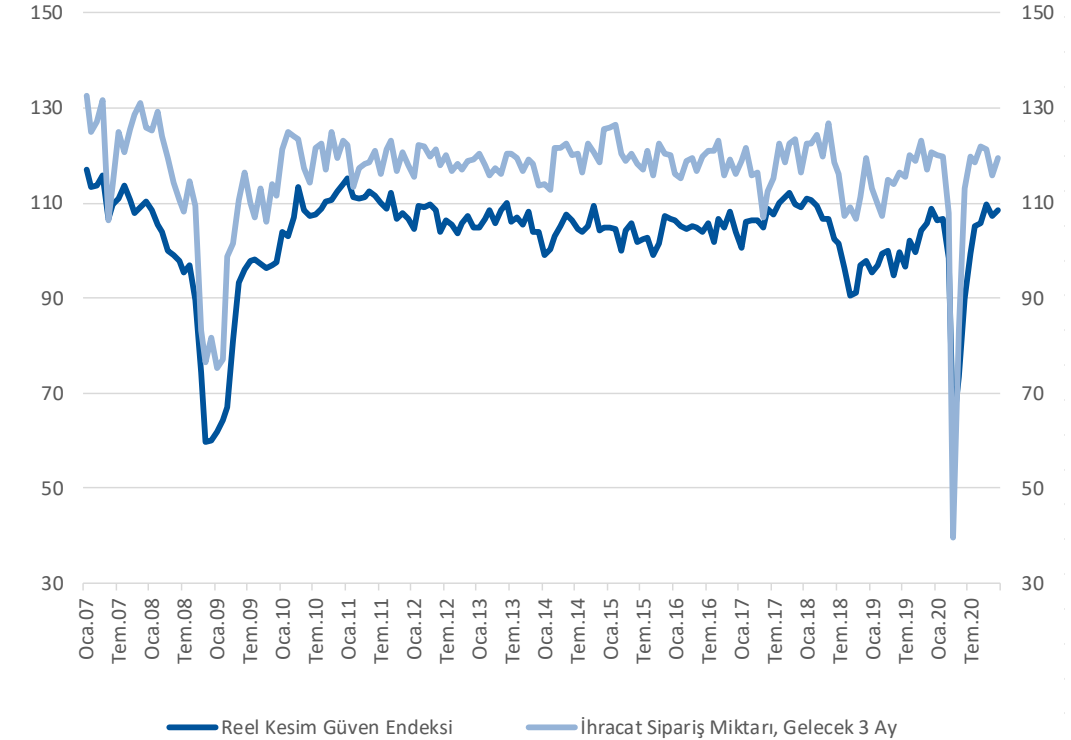
İstihdamdaki toparlanma sinyallerinin ne ölçekte devam edeceği 2021'in önemli soru başlıklarından birisi konumunda. Üretimdeki canlılığın sürmesi bu cepheden destek atarken, Avrupa ekonomisinin sağlığı ihracatçı sektörler nezdinde kritik önemde olma pozisyonunu muhafaza ediyor. PMI ölçümlerinde olduğu üzere dış siparişlerin devamı salgına karşı alınan kapama önlemleri ile paralel seyredecek.

Reel kesim güven endeksi, alt kırılımlar



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma, TÜİK

Reel kesim güven endeksi, alt kırılımlar

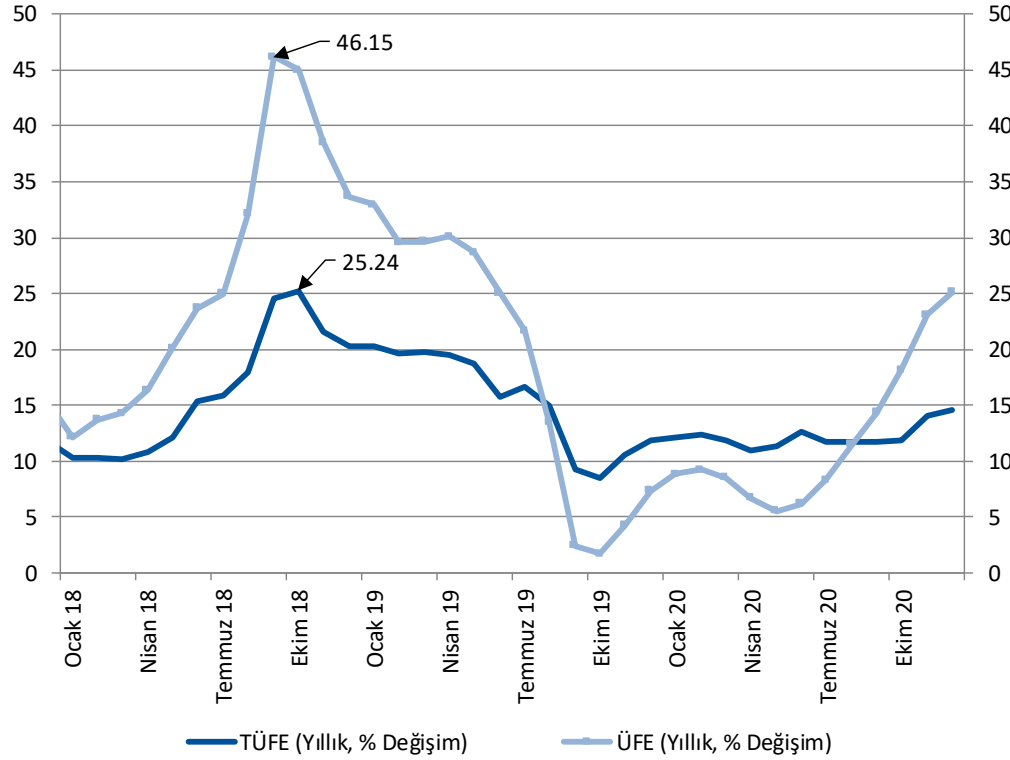


Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma, TÜİK

Türkiye Enflasyon

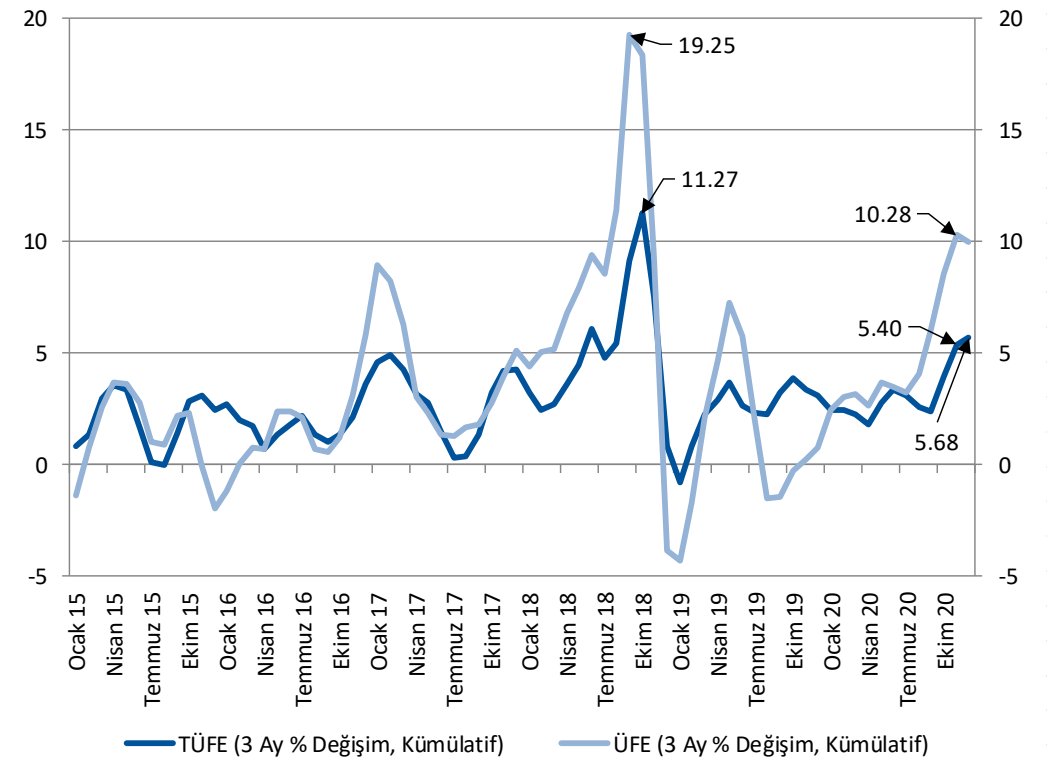
TÜFE kapanışı 2020 yılında manşette %14.60, ortalamada ise %12.26 seviyelerinde gerçekleşti. Böylece yıl içerisindeki ortalama enflasyon üzerinden yaptığımız hesaplama göre 2017'den bu yana çift hanede kalma eğilimi devam etmiş oldu. Kur geçişkenliği, arz kaynaklı baskılar, gıda fiyatlarındaki yükseliş, emtia fiyatlarındaki yukarı yönlü baskı ve güçlü talep söz konusu eğilimde etkili oldu.

TÜFE & ÜFE



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma, TÜİK

TÜFE & ÜFE kümülatif değişimler

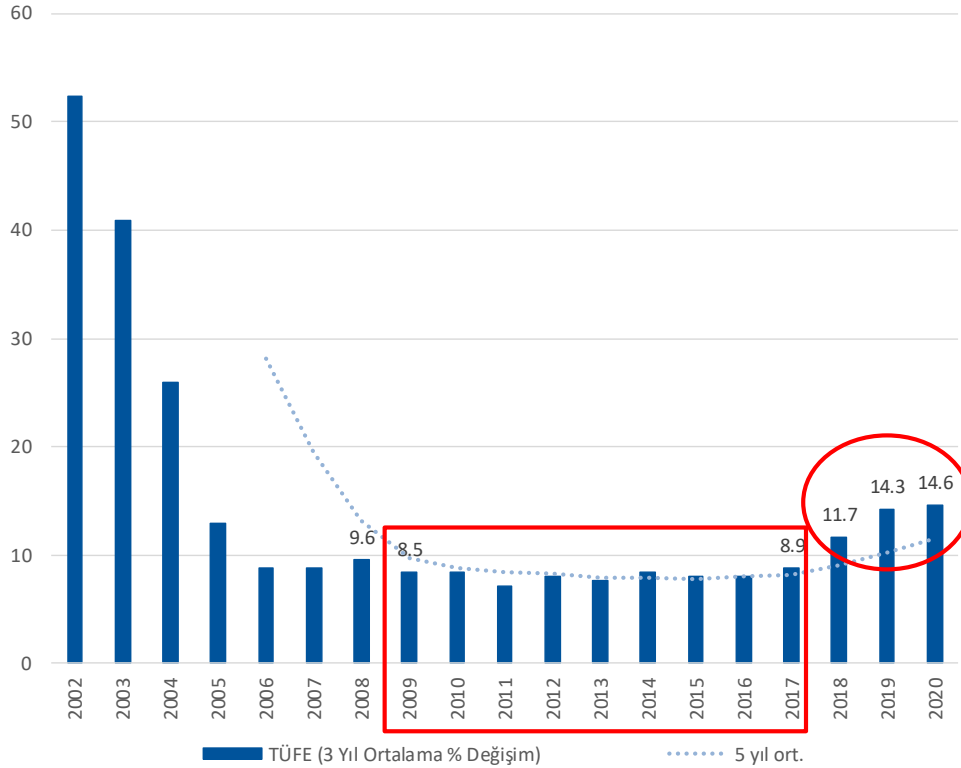


Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, TÜİK

Türkiye Enflasyon

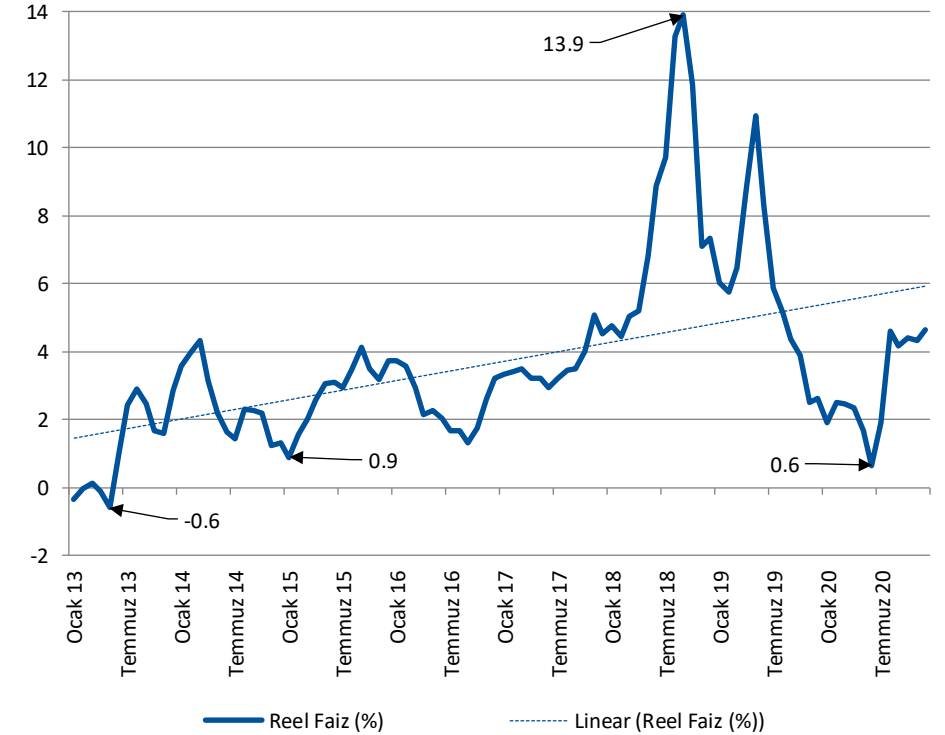
2021 yılında enflasyonun tek haneli seviyelerde gerçekleşme olasılığını şu aşamada öngörmüyoruz. Para politikasındaki sıkılaşmanın süresi ve etkisi, geçmişe yönelik endeksleme isteğinden ne ölçekte vazgeçileceği, gıda fiyatlarının seyri ve küresel emtia fiyatı gelişimi gibi önemli başlıklar ana görünümde etkili olacak. Reel faiz düzeyinin GOÜ ortalaması olan %2-3 aralığında kalması düşüş yönlü katkı sağlayacaktır.

Türkiye, TÜFE



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, TCMB

Türkiye, reel faiz



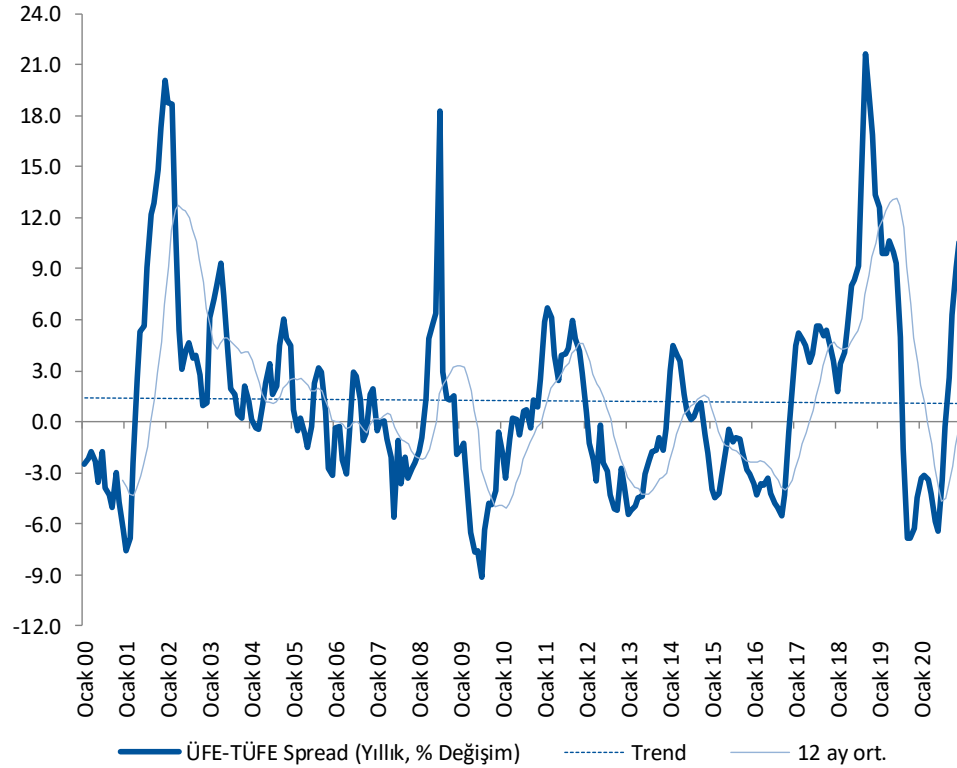
Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, TCMB, TÜİK, Bloomberg

Reel faiz hesaplaması için $((1 + \text{Ort. Nom Bench 2y}) / (1 + \text{Enf. Bek.}) - 1) * 100$ formülü kullanılmıştır.

Türkiye Enflasyon

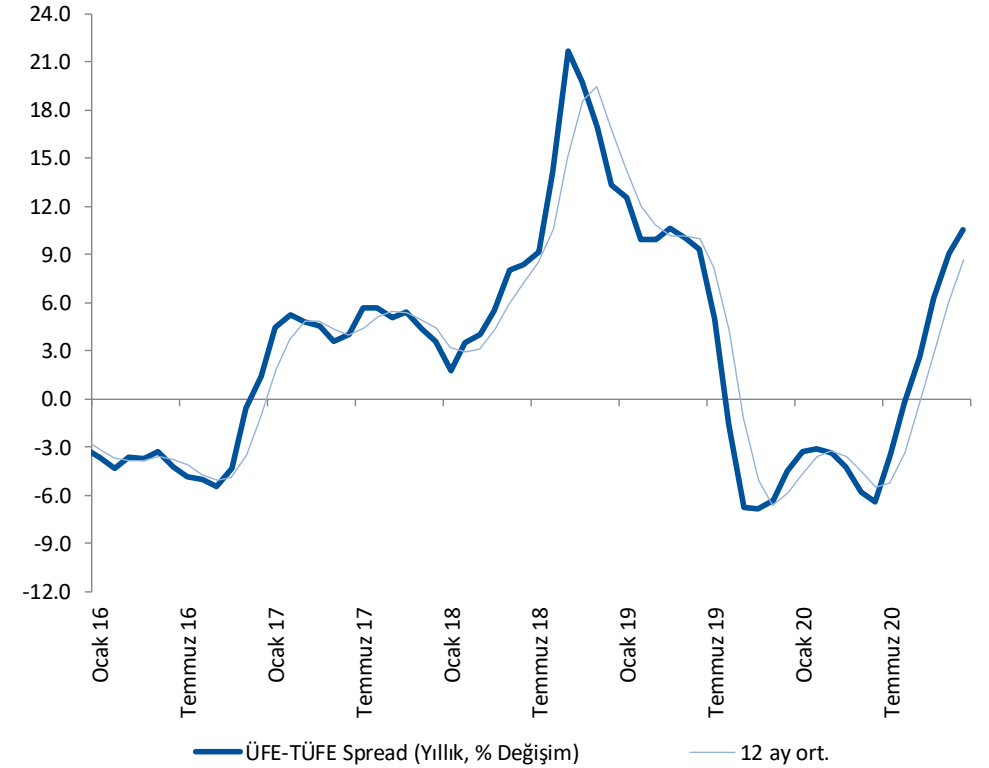
Türk lirasındaki zayıflama kaynaklı oluşan kur geçişkenliğinin önemli bir kısmını 2020 yılına ait enflasyon rakamlarında takip ettiğimizi değerlendiriyoruz. Ancak, düşük hızda da olsa yansımaları ilk çeyrekte devam edecek. ÜFE-TÜFE makasının talepteki olası toparlanma ve şirketlerin maliyet yönetimi kapsamında ne zaman kapanacağı ise baz etkisi kaynaklı geri çekilme ihtimali açısından yukarı yönlü risk.

ÜFE-TÜFE spread



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, TÜİK

ÜFE-TÜFE spread

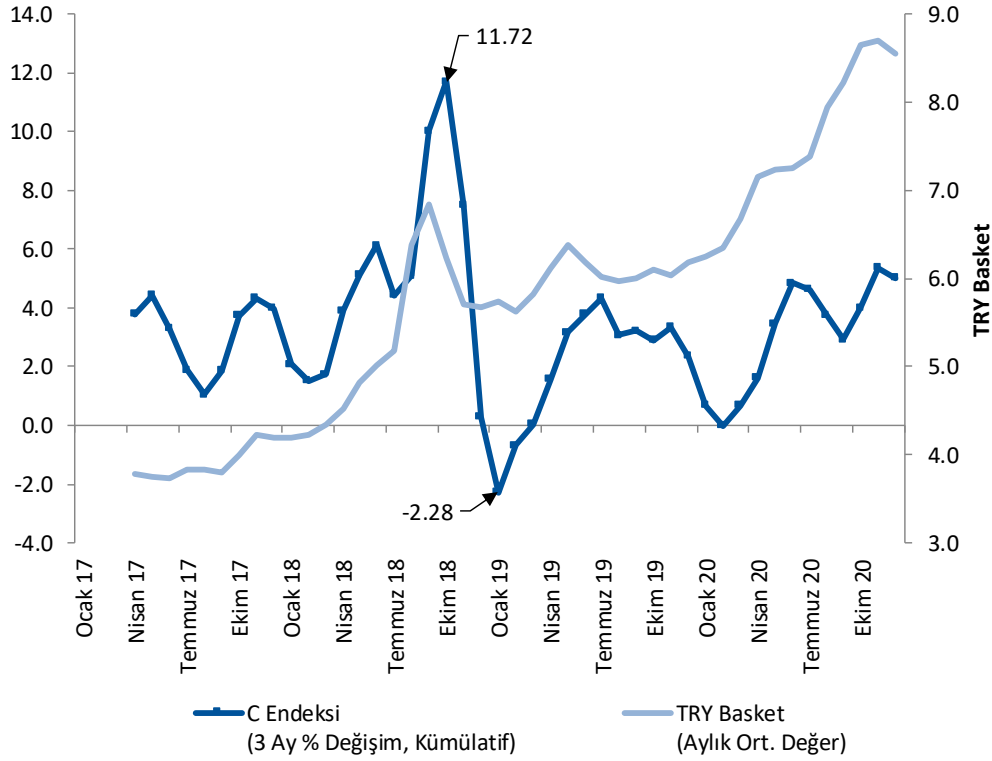


Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, TÜİK

Türkiye Enflasyon

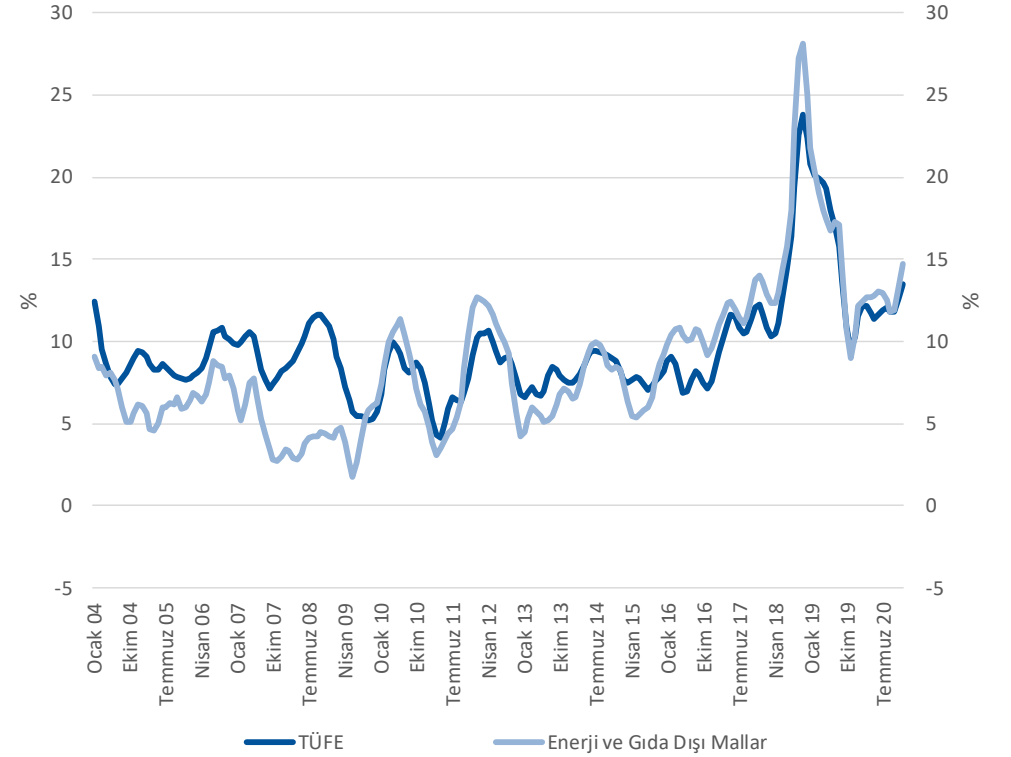
Türk lirasındaki zayıflık çekirdek C endeksindeki fiyatlama eğilimlerinde yukarı yönlü baskı kuruyor.

Çekirdek C endeks & TRY sepet kur



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, TÜİK, Bloomberg

TÜFE & enerji ve gıda dışı mallar, 3 ay hareketli ortalama, yıllık değişim

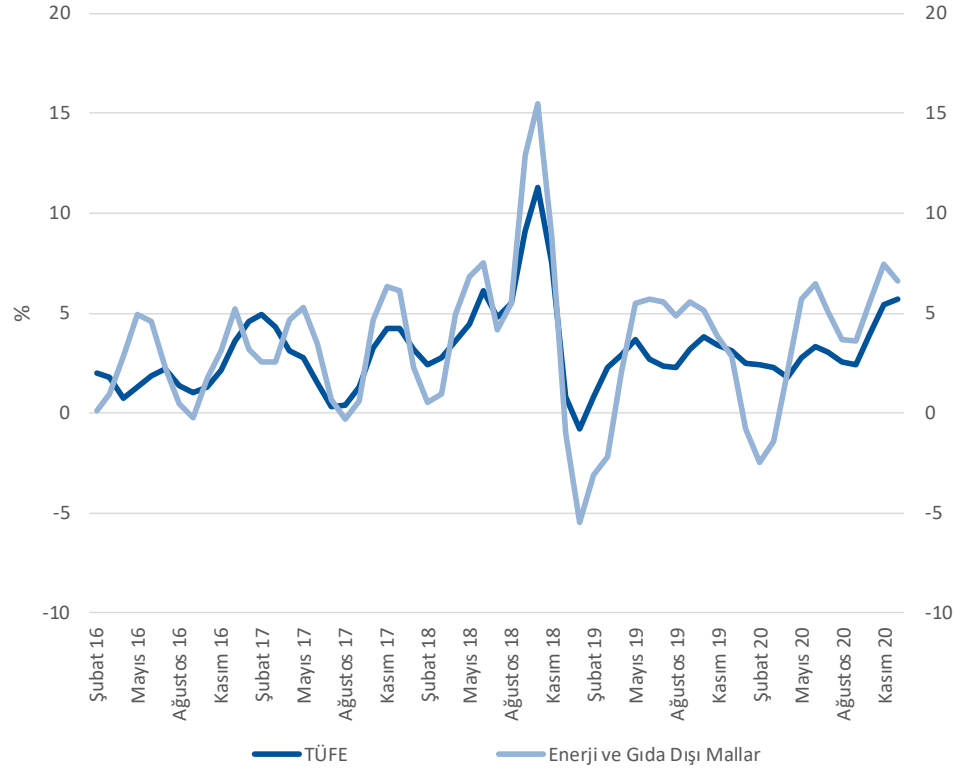


Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, TÜİK

Türkiye Enflasyon

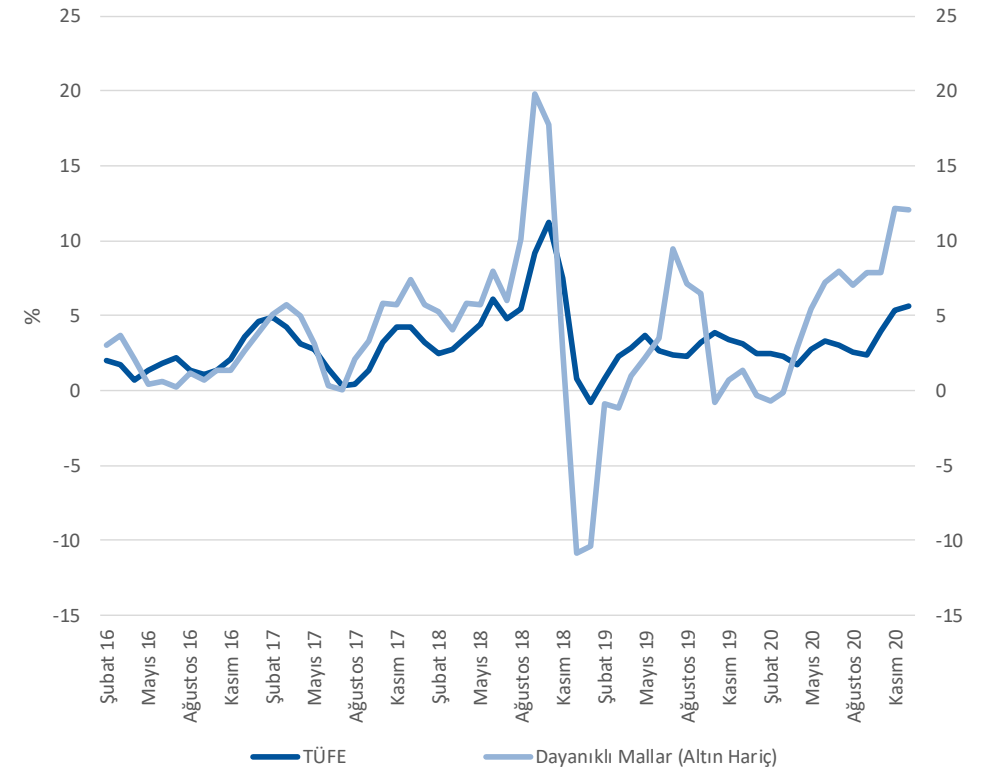
Seçilmiş çekirdek alt göstergelerde kur geçişkenliğinin etkisi yakından gözlemleniyor.

TÜFE, seçilmiş çekirdek gösterge, 3 ay kümülatif değişim



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, TÜİK

TÜFE, seçilmiş çekirdek gösterge, 3 ay kümülatif değişim

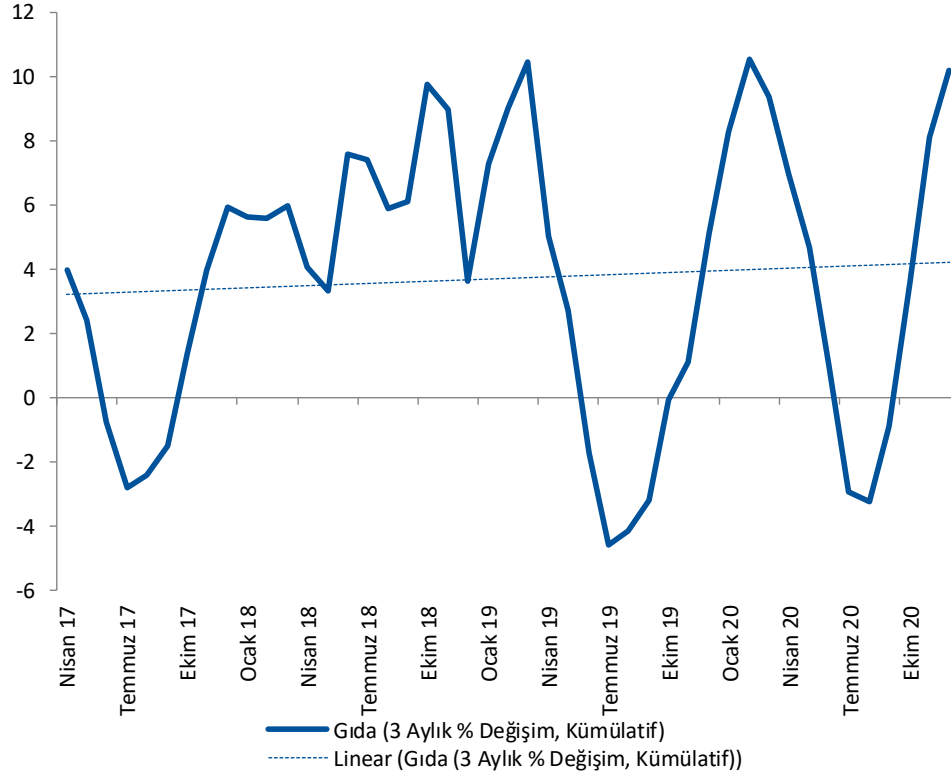


Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, TÜİK

Türkiye Enflasyon

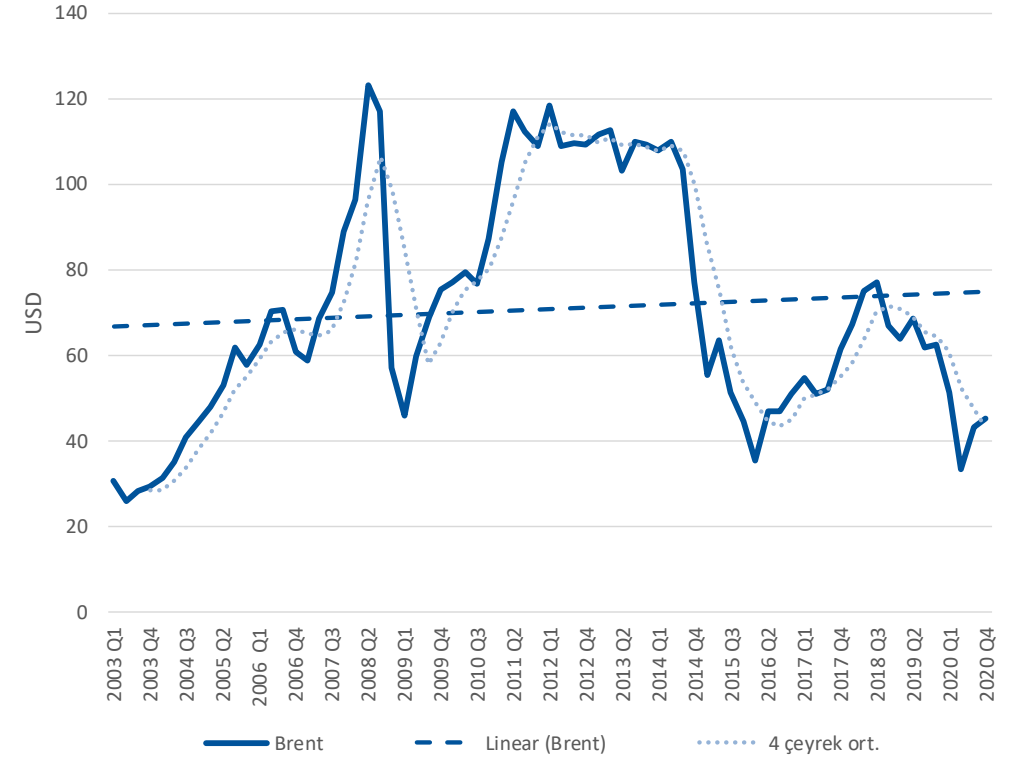
2 önemli risk: Gıda fiyatlarında oynaklık ve petrol fiyatlarındaki yükseliş senaryosu. Gıda nezdinde değişim farklı dinamiklerden güç buluyor. Yurtiçinde liranın performansı, girdi maliyetlerindeki değişim, talep ve kuraklık riski serinin oynak seyretmesine neden oluyor. 2021'de global ekonominin toparlanma beklentisi ve spekülasyon eğilimi emtia grubu üzerinde fiyatları yukarı yönde baskılayabilir.

Gıda fiyatları değişimi, TÜFE



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, TÜİK

Brent petrol, çeyrek dönem ortalama

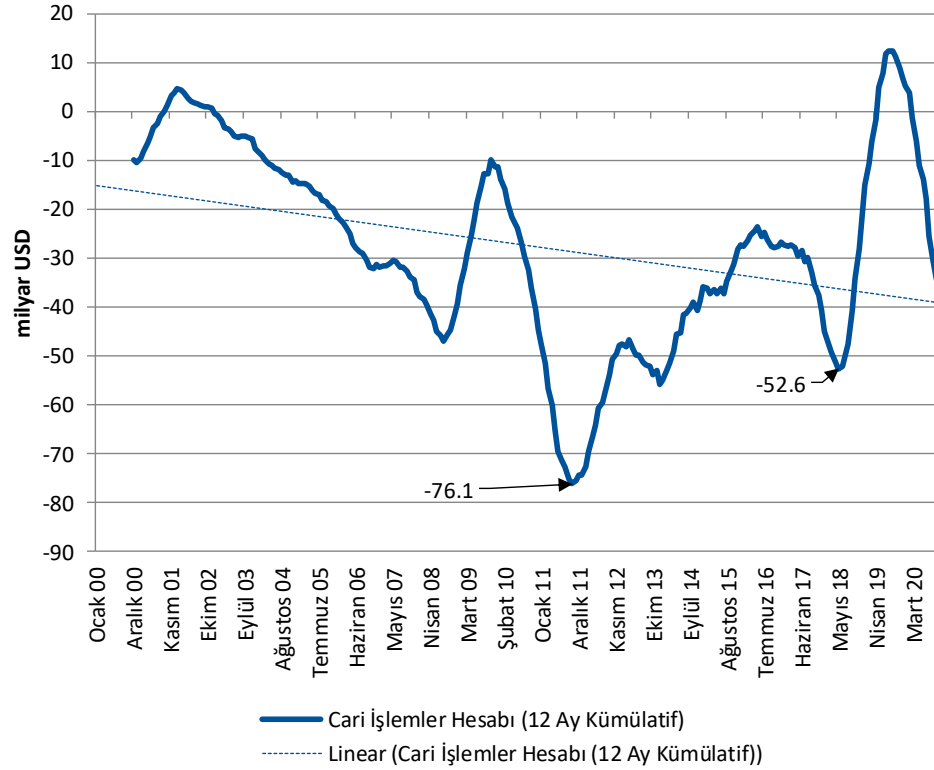


Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

Türkiye Ödemeler Dengesi

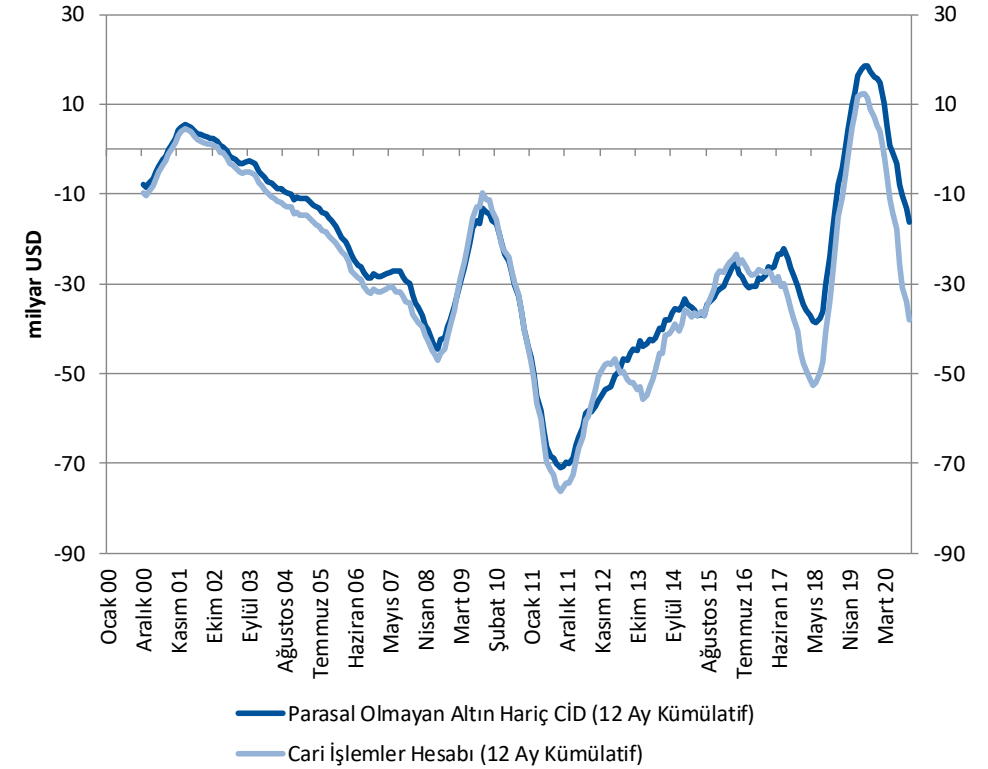
2020 yılı ödemeler dengesi finansmanı açısından farklı zorluklarla karşılaştığı bir dönem oldu. Salgının negatif etkilediği alanların başında gelen turizm sektöründeki ani duruş döviz girişini sınırlarken, dolarizasyonun global altın fiyatlarındaki eğilimden ivme kazanması altın ithalatını geçmiş dönem ortalamalarının üzerine taşıdı. Son olarak yurtdışı yerleşiklerin çıkışı da eklenince cari açık \$40 milyara yakınsadı.

Cari işlemler hesabı, 12 ay kümülatif



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, TCMB

Cari işlemler hesabı & parasal olmayan altın, 12 ay kümülatif

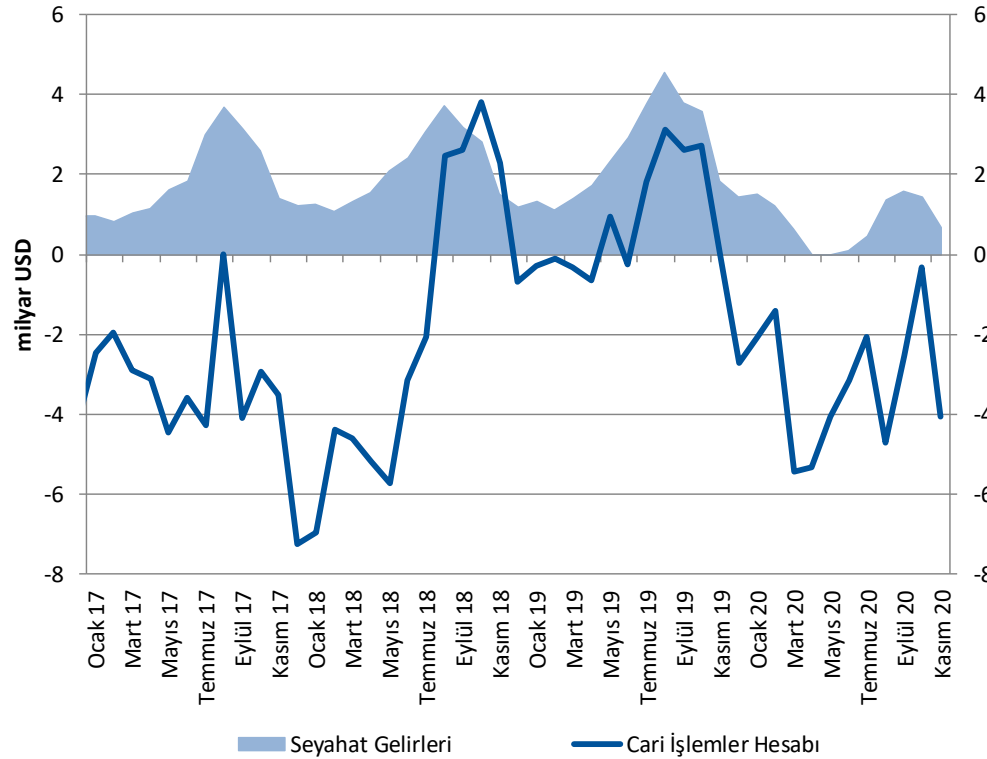


Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, TCMB

Türkiye Ödemeler Dengesi

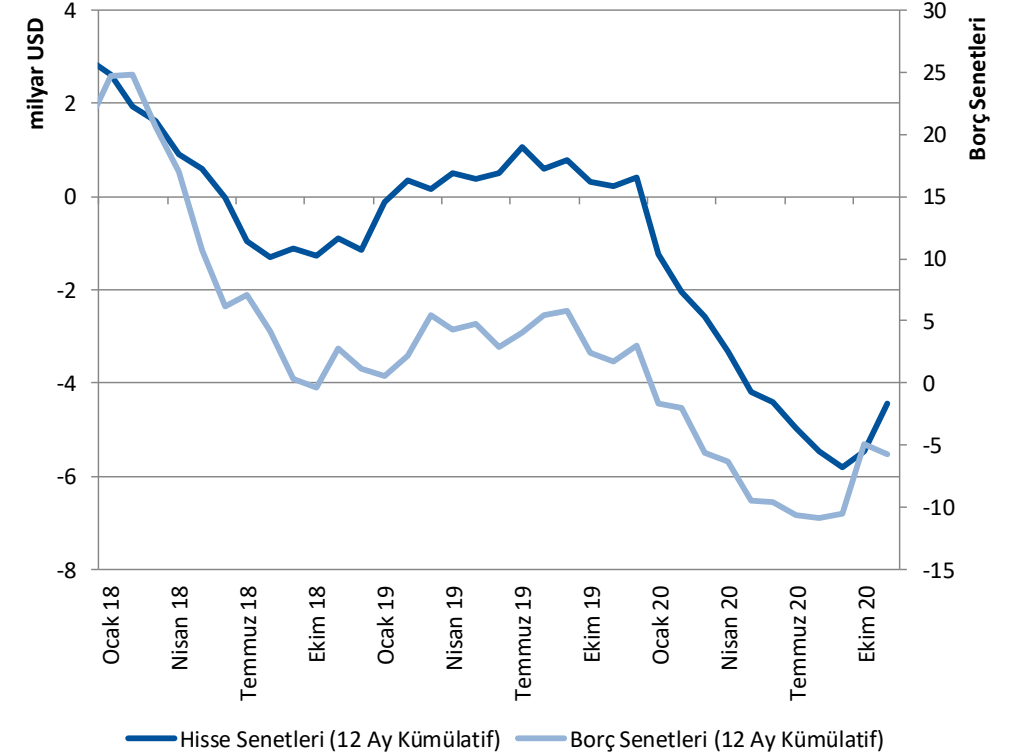
Global ve yerel çapta hali hazırda pandemiye karşı alınan önlemler Mart-Mayıs dönemindeki şiddette ekonomik kapanma şeklinde gerçekleşmiyor. Şayet tüm gelişmeler beklendiği ölçekte iyimser şekilde olursa aşılama sürecinin doğal yansımaları olarak küresel hareketlilik 2021'de 2020'ye kıyasla daha fazla olabilir. Bu durum Türkiye açısından 20 milyon kişi civarı turist sayısına işaret edebilir.

Cari işlemler hesabı & Seyahat gelirleri



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma, TCMB

Portföy yatırımları, 12 ay kümülatif

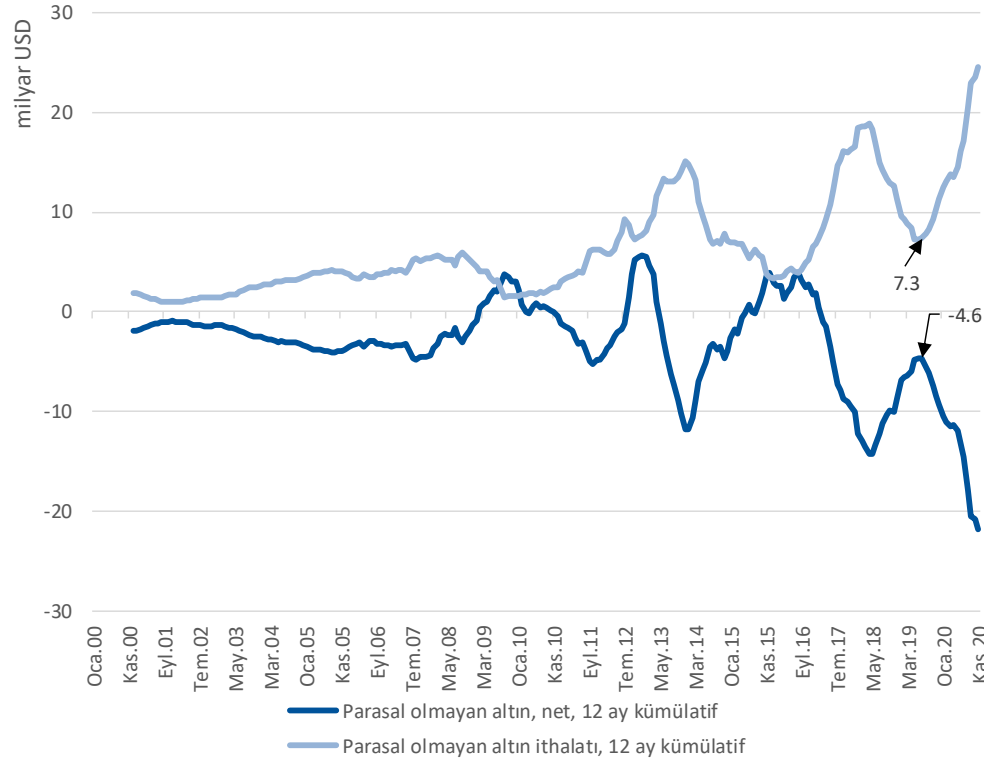


Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, TCMB

Türkiye Ödemeler Dengesi

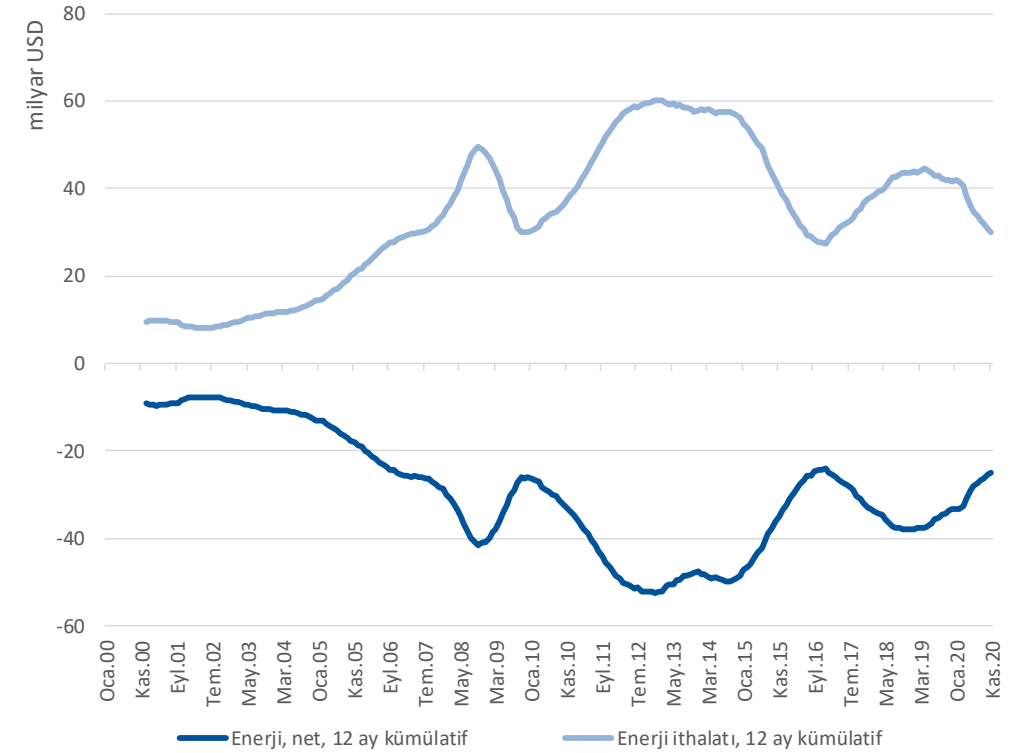
Çekirdek cari denge göstergeleri ise manşete kıyasla farklı bir görüntü ortaya koyuyor. 2021 yılında ihracatın ne ölçekte toparlanacağı, iç tüketimin yavaşlama düzeyi, altına olan talepteki seyir ve portföy akımlarının seyri ödemeler dengesi üzerinde belirleyici rol üstlenecek. Petrol fiyatlarındaki yukarı yönlü risk ise dengenin en önemli baskı unsurlarından birisi konumunda.

Parasal olmayan altın net kalem & parasal olmayan altın ithalatı



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma, TCMB

Enerji net kalem & enerji ithalatı

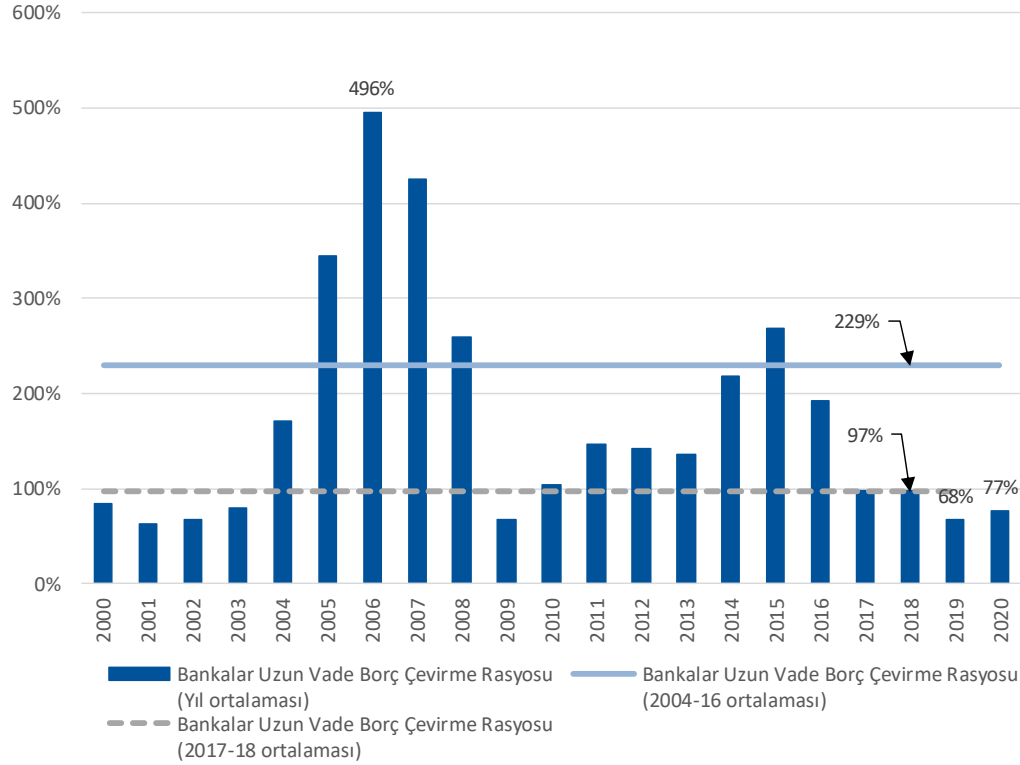


Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma, TCMB

Türkiye Ödemeler Dengesi

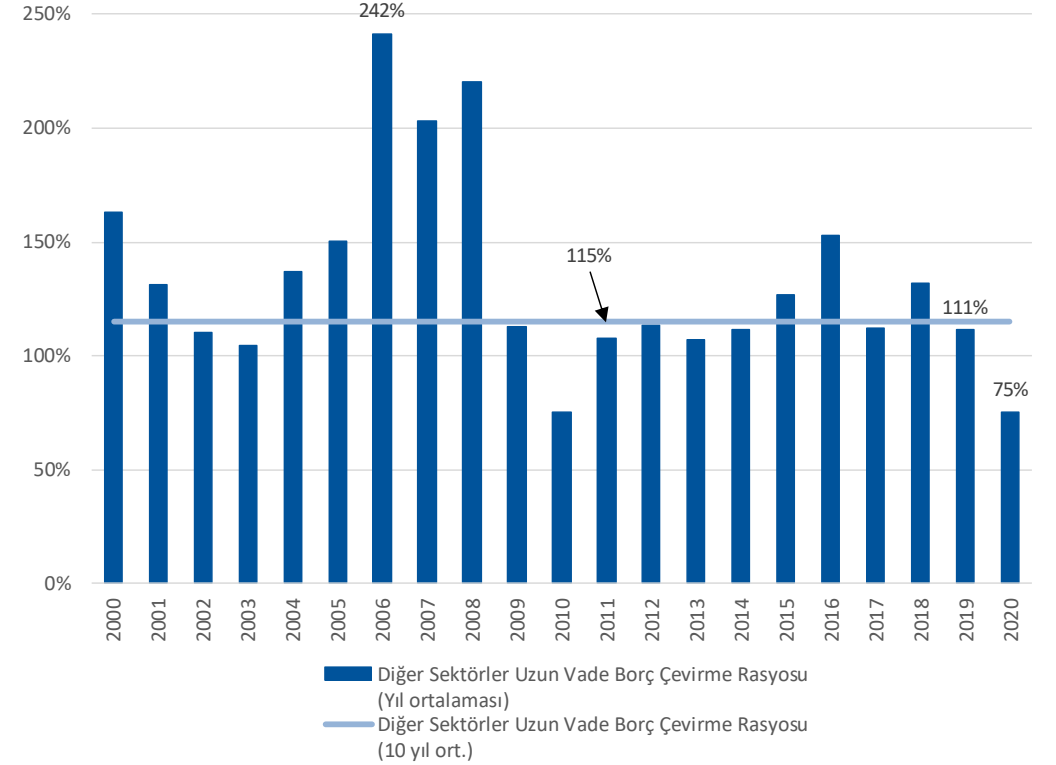
2020 yılı borç çevirme rasyoları açısından bankalar ve diğer sektörlerin başarı ile süreci yönettiği bir başka dönemi işaret etti. YP mevduatlardaki artış ölçeğinde kredi gelişimi olmaması ve regülasyon tarafında atılan adımlar bankacılık sisteminin daha kontrollü roll over yaratmasına imkan, yine de 2019'un üzerinde rakamlar izlendi. Özel sektör ise temkinliydi. Böylece toplamda kaldıraç oranı azalmış oldu.

Bankalar borç çevirme rasyosu, uzun vade



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, TCMB

Diğer sektörler borç çevirme rasyosu, uzun vade



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, TCMB

Türkiye Özel Sektör Kredi Ödemeleri, 1 Yıla Kadar

Özel sektörün yurtdışından sağladığı kredi borcunun 1 yıla kadar olan vade dağılımı incelendiğinde 2021 yılında bu cepheden önemli ölçekte baskı gelmeyeceğini düşünüyoruz. Bilhassa Şubat-Mart döneminde aylık ortalama ödeme tutarı \$2.61 milyar ve şirketler kesimi gerek YP mevduat birikimini önden yaparak gerekse kaldıraç düşürerek gelecek vade kur oynaklığına karşı 2018 yaz dönemine kıyasla daha hazırlıklı.

ÖZEL SEKTÖRÜN YURT DIŞINDAN SAĞLADIĞI KREDİ BORCUNUN 1 YILA KADAR OLAN VADE DAĞILIMI			
Vade	Uzun vadeli	Kısa vadeli (*)	1 yıla kadar olan toplam
Ara.20	3,076,525,237	1,927,373,958	5,003,899,195
Oca.21	1,216,370,554	768,438,186	1,984,808,740
Şub.21	1,476,345,795	831,220,426	2,307,566,221
Mar.21	2,412,646,214	514,266,193	2,926,912,407
Nis.21	2,694,548,180	648,744,762	3,343,292,943
May.21	2,487,571,890	1,105,062,480	3,592,634,370
Haz.21	5,867,117,607	536,894,868	6,404,012,475
Tem.21	1,478,092,786	403,824,075	1,881,916,860
Ağu.21	1,720,591,217	512,840,426	2,233,431,643
Eyl.21	2,179,319,584	489,224,768	2,668,544,351
Eki.21	2,604,124,995	317,423,114	2,921,548,110
Kas.21	5,385,013,530	509,751,876	5,894,765,407
Toplam	32,598,267,590	8,565,065,132	41,163,332,722

Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma, TCMB

(*) Ticari krediler dahil değildir.

ABD doları

Türkiye Özel Sektör Kredi Ödemeleri, 1 Yıla Kadar

Finansal kuruluşların borç çevirme pozisyonlarındaki başarılı durumun 2021 yılında da devam edeceğini düşünüyoruz. Ülke risk primindeki azalış, lira üzerindeki stresin azalmış olması, öngörülebilirlik katsayısındaki artış ve bankalar kesiminin yurtdışı ortakları ile geçmişten gelen karşılıklı güven esasına dayalı ilişkileri düşüncemize pozitif katkı sağlıyor.

ÖZEL SEKTÖRÜN YURT DIŞINDAN SAĞLADIĞI KREDİ BORCUNUN 1 YILA KADAR OLAN VADE DAĞILIMI			
Vade	Finansal kuruluşlar	Finansal olmayan kuruluşlar	1 yıla kadar olan toplam
Ara.20	3,690,524,776	1,313,374,418	5,003,899,195
Oca.21	1,115,989,529	868,819,211	1,984,808,740
Şub.21	1,618,789,916	688,776,305	2,307,566,221
Mar.21	1,921,068,576	1,005,843,831	2,926,912,407
Nis.21	2,382,282,333	961,010,610	3,343,292,943
May.21	2,694,656,599	897,977,772	3,592,634,370
Haz.21	4,702,094,142	1,701,918,333	6,404,012,475
Tem.21	1,299,823,043	582,093,818	1,881,916,860
Ağu.21	1,126,999,722	1,106,431,921	2,233,431,643
Eyl.21	1,388,126,341	1,280,418,010	2,668,544,351
Eki.21	2,390,140,583	531,407,527	2,921,548,110
Kas.21	4,526,967,476	1,367,797,931	5,894,765,407
Toplam	28,857,463,036	12,305,869,686	41,163,332,722

Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma, TCMB

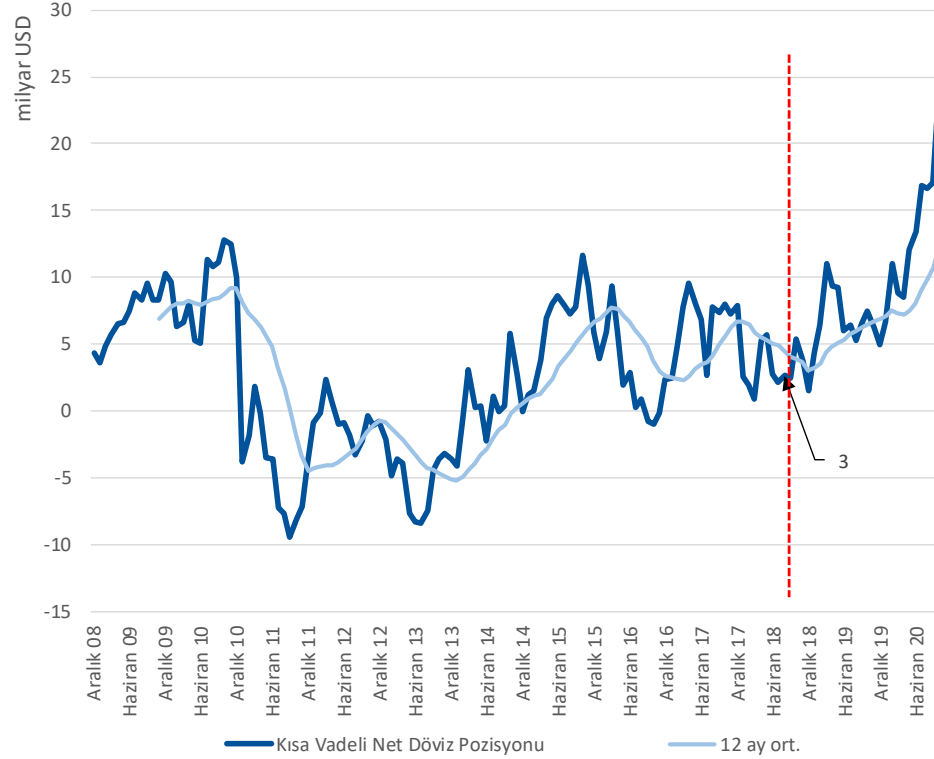
(*) Ticari krediler dahil değildir.

ABD doları

Türkiye Finansal Kesim Dışı Firmalar Döviz Pozisyonlanması

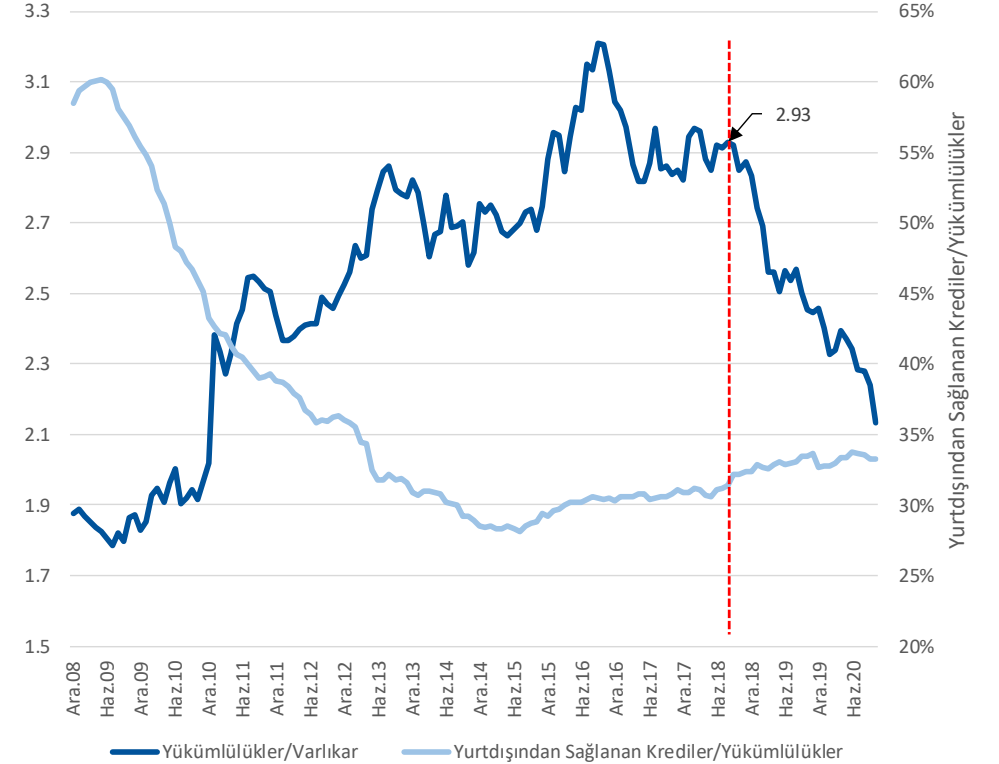
Finansal kesim dışı firmalar Ağustos 2018'deki kur şokuna kıyasla net döviz pozisyonu ve kaldıraç oranı açısından daha dirençli ve hazırlıklı pozisyonda bulunuyorlar. YP mevduatlardaki artışın önemli bir kısmının tüzeller nezdinde gelecek dönem dış borç ödemeleri gözetilerek önden satın alma isteği kaynaklı olduğu kanaatindeyiz. \$25 milyar seviyesine ulaşan pozisyon fazlası ise tampon oluşturuyor.

Finansal kesim dışı firmalar, kısa vadeli net döviz pozisyonu



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, TCMB

Finansal kesim dışı firmalar, döviz varlık-yükümlülük gelişmeleri, yurtdışı krediler



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, TCMB

Türkiye Hazine Finansman Programı 2021

Salgın kapsamında atılan mali genişleme adımlarının yarattığı borçlanma gereksinimine rağmen 2020 yılında bütçe açığındaki genişleme endişe edici boyutlara ulaşmadı ve %3-4 aralığında gerçekleşme eğilimi sergiledi. 2021 yılında ise bir önceki yıldan devralınan resmin ciddi anlamda değişmemesi nedeniyle borçlanma ihtiyacı azalmakla birlikte yüksek seviyelerdeki durumunu koruyacak.

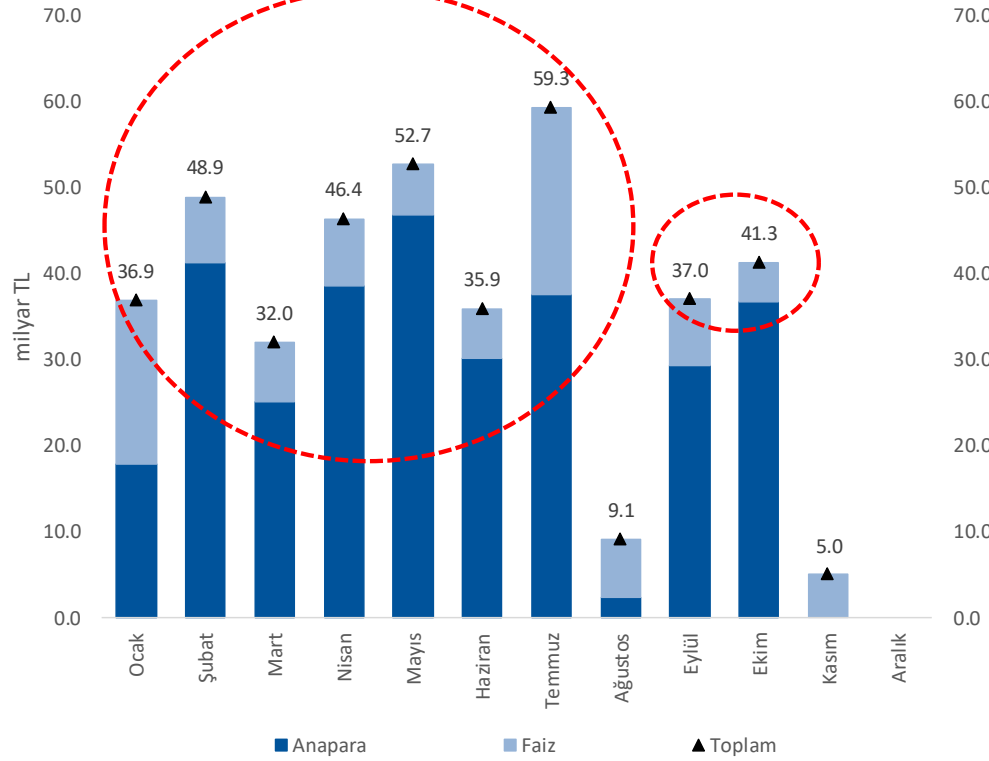
Hazine Finansman Programı		2021
Toplam Borç Servisi (milyar TL)		547
İç Borç Servisi (milyar TL)		449
Dış Borç Servisi (milyar TL)		98
İç Borç Servisi		82%
Dış Borç Servisi		18%
Finansman (milyar TL)		547
Borçlanma Dışı Kaynaklar (milyar TL)		-71
Toplam Borçlanma (milyar TL)		619
İç Borçlanma (milyar TL)		541
Dış Borçlanma (milyar TL)		78
Toplam Borçlanma		113%
Dış Borçlanma		13%
İç Borçlanma		87%
İç Borç Çevirme Rasyosu		120%
Dış Borçlanma		10 milyar USD karşılığı

Deniz Yatırım Araştırma, Hazine ve Maliye Bakanlığı

Türkiye Hazine Borç Ödeme Projeksiyonları, İç & Dış

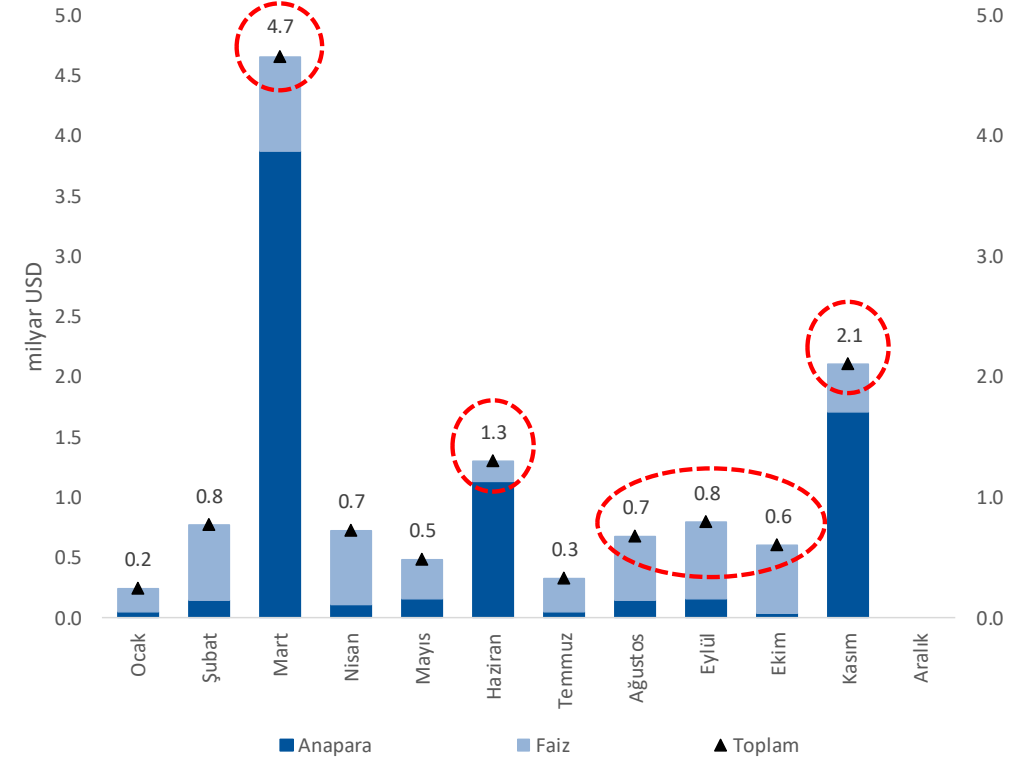
2021'de yurtiçi borçlanma hadleri aylar bazında yüksek seyredecek. Özellikle yılın ilk yarısı bu noktada öne çıkıyor. Bakanlık tarafından başlatılan değişim ihaleleri oluşacak yükü hafifletmek adına önemli. Ülke risk primindeki azalış ve 10y tahvilin süreklilik kazanacak ihracı likidasyona katkı sağlayacak. Dış borçlanmada ise Mart ve Kasım ayları öne çıkıyor. Ocak-Şubat aylarında eurobond ihracı beklentisindeyiz.

Merkezi yönetim iç borç ödeme projeksiyonları, 2021



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma, Hazine ve Maliye Bakanlığı

Merkezi yönetim dış borç ödeme projeksiyonları, 2021



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma, Hazine ve Maliye Bakanlığı

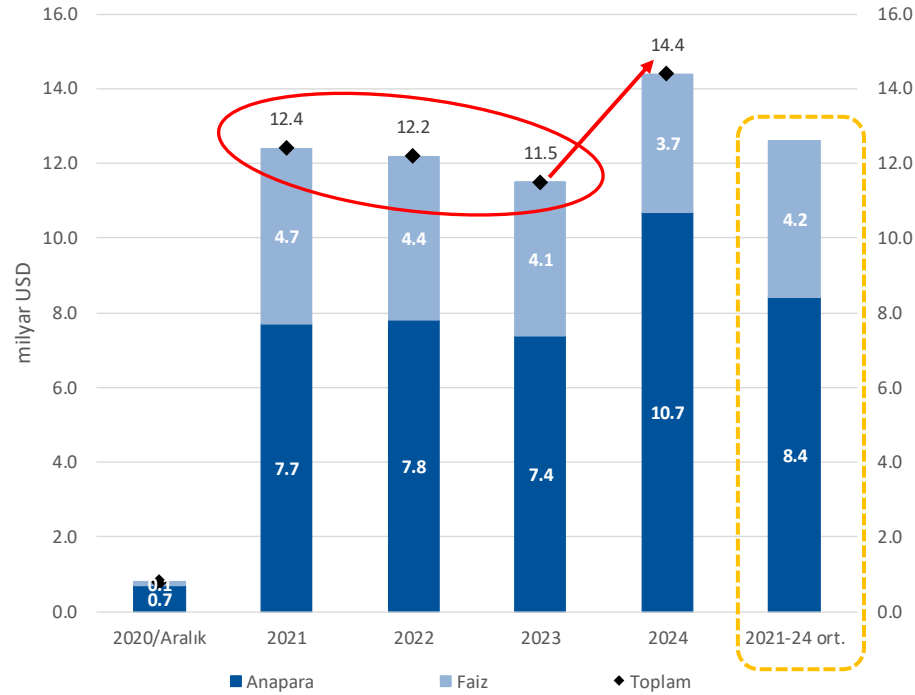
Türkiye Hazine Borç Ödeme Projeksiyonları, Dış

Bakanlık projeksiyonlarına göre (Aralık 2020) 2021-22 döneminde ortalama \$12.3 milyar dış borç ödemesi gerçekleştirilecek. 2023'te yaklaşık \$1 milyar azalacak olan yükümlülük 2024'te ise \$14.4 milyar seviyesinde bulunuyor. Gelecek 4 yılda Türk Hazinesi'nin gerçekleştireceği dış borç ödemesinin \$8.4 milyar dolarlık kısmı anaparadan oluşmakta.

Merkezi Yönetim Dış Borç Ödeme Projeksiyonları	2020/Aralık	2021	2022	2023	2024	2021-24 ort.
Anapara	0.7	7.7	7.8	7.4	10.7	8.4
Faiz	0.1	4.7	4.4	4.1	3.7	4.2
Toplam	0.8	12.4	12.2	11.5	14.4	12.6

Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma, Hazine ve Maliye Bakanlığı
milyar USD

Merkezi Yönetim Dış Borç Ödeme Projeksiyonları

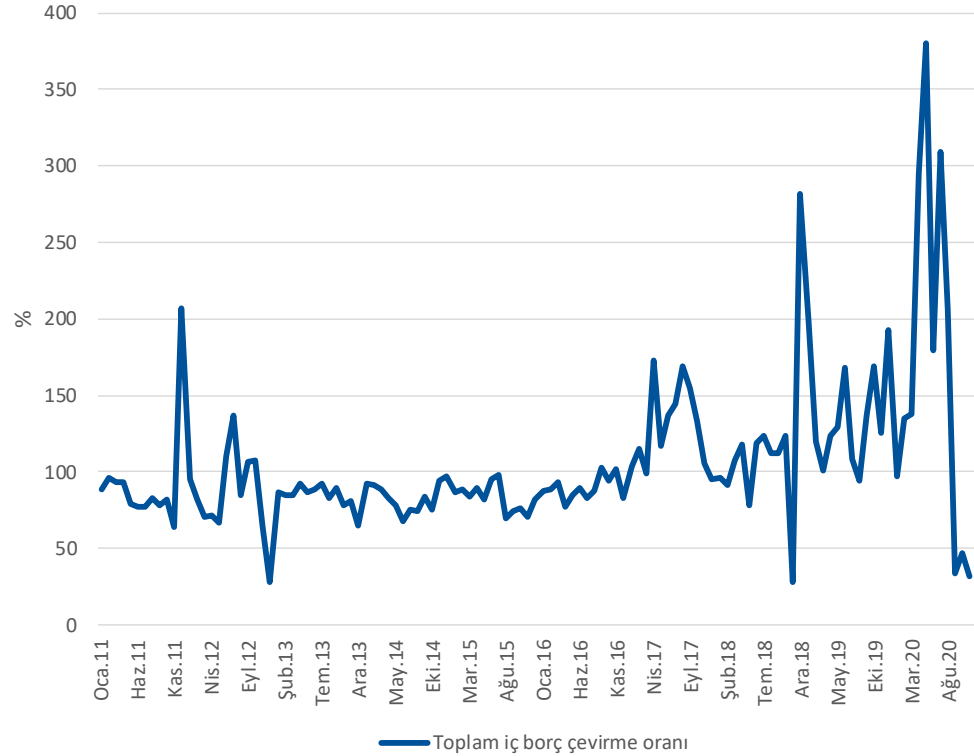


Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma, Hazine ve Maliye Bakanlığı

Türkiye Hazine Toplam Borç Çevirme Oranı, İç

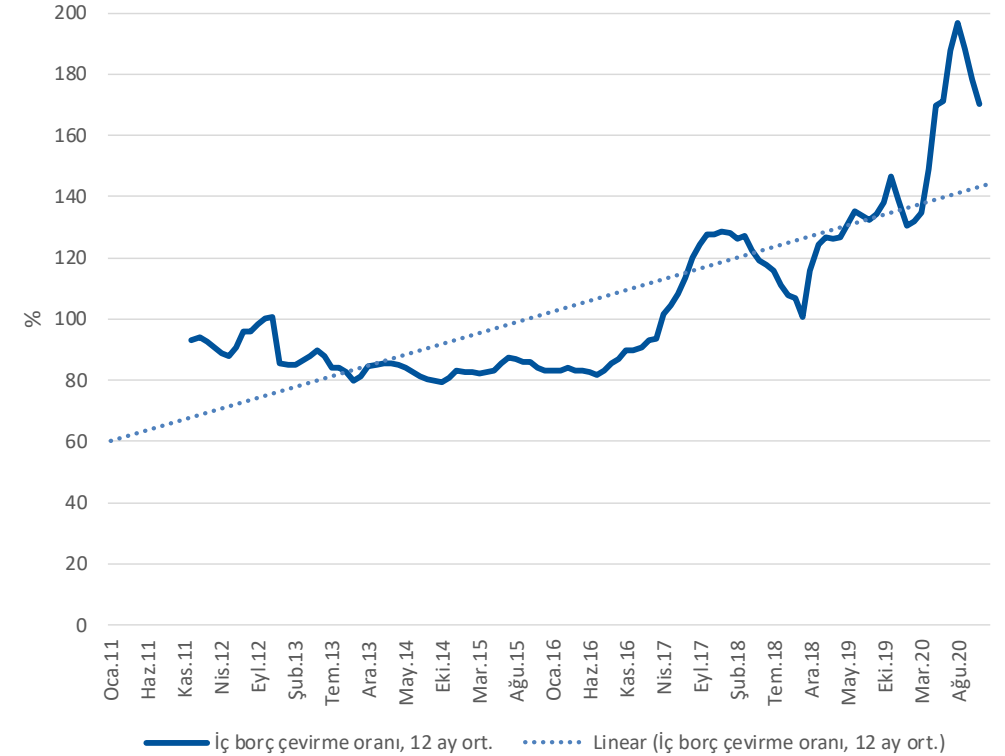
İç borç çevirme oranı 2018'den bu yana yüksek seyrediyor. 2020'nin son çeyreğinde ise daha düşük düzeylerde gerçekleşme gözlendi. 2021'de borçlanma gereksinimi artarken yurtdışı yerleşiklerin uzun vadeli borçlanmalara ilgi göstermesini bekliyoruz. Tahvil piyasasında yabancı payının ciddi düşük seviyelerde bulunması -%4 ile dip seviye test edildi, güncel rakam %5.5- pozisyon için avantaj yaratıyor.

Hazine iç borç çevirme oranı, aylık



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma, Hazine ve Maliye Bakanlığı

Hazine iç borç çevirme oranı, 12 ay ort.

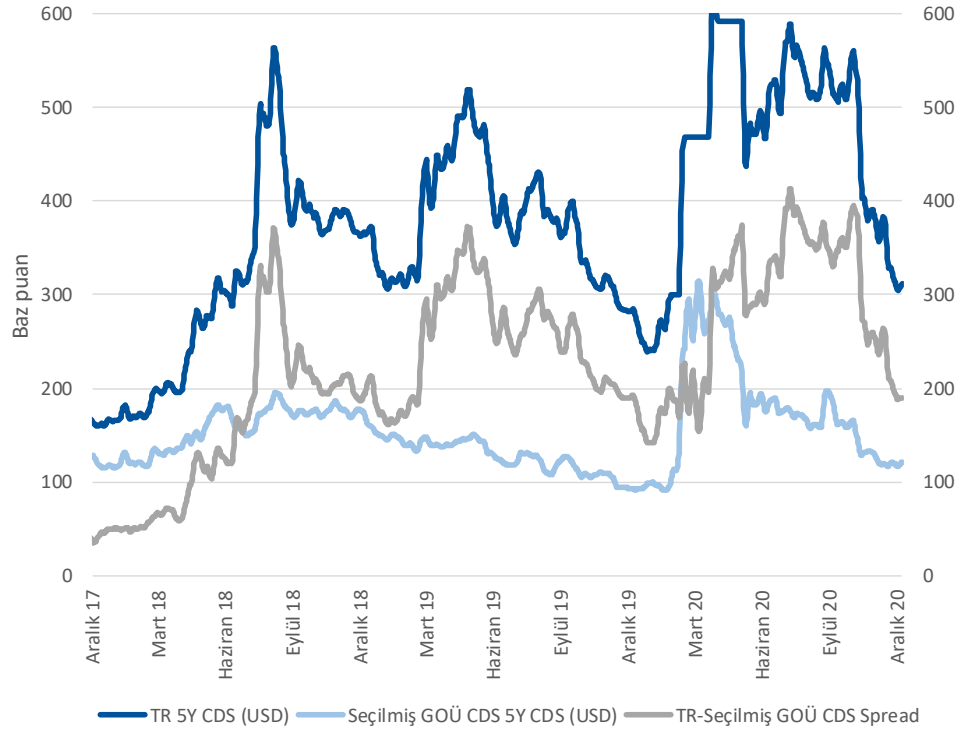


Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma, Hazine ve Maliye Bakanlığı

Türkiye Ülke Risk Primi

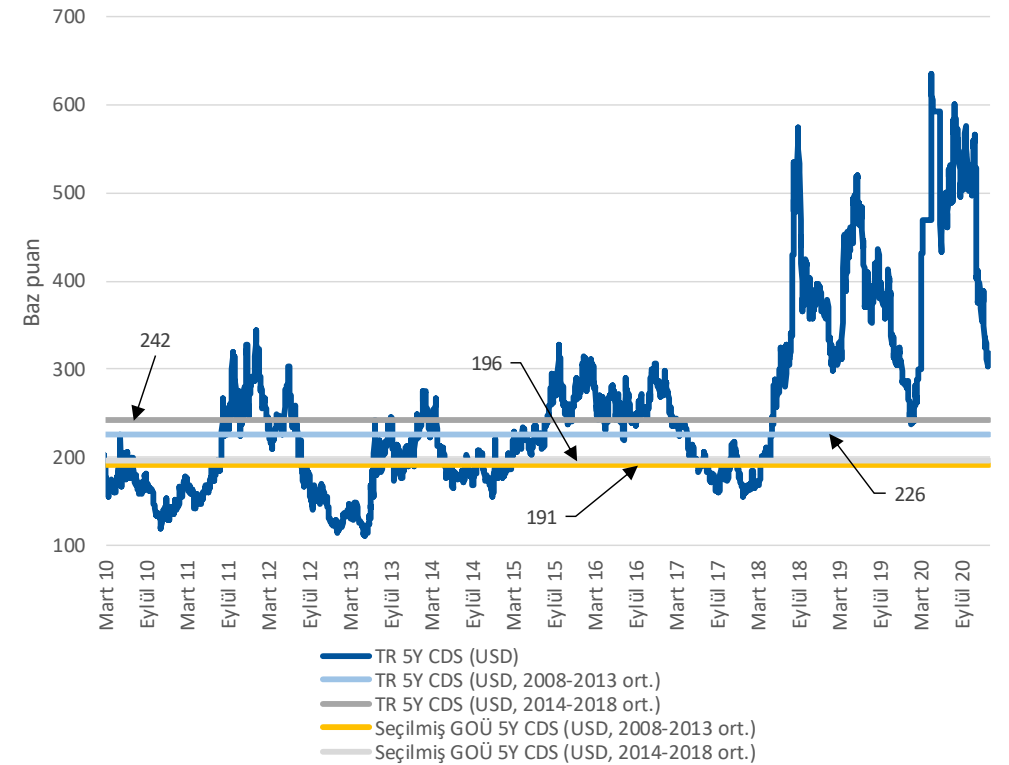
Ekonomi yönetimindeki değişikliğin ardından TCMB & BDDK koordinasyonunda atılan piyasa dostu adımları, enflasyonla mücadele, ters dolarizasyon sürecinin desteklenmesi, şeffaflık, hesap verilebilirlik ve öngörülebilirlik gibi önemli kriterlerin öne çıkarıldığı iletişimin ülke risk primindeki düşüş sürecine olumlu katkı sağlayacağını değerlendiriyoruz. 5y vadeli CDS'in 200bp seviyelerinde dengelenmesi yüksek olasılık.

Türkiye & Seçilmiş GOÜ CDS, 5y, 5 gün ort., USD



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, Bloomberg
Seçilmiş GOÜ: Brezilya, Rusya, Meksika, Endonezya, Güney Afrika

Türkiye CDS, 5y, USD

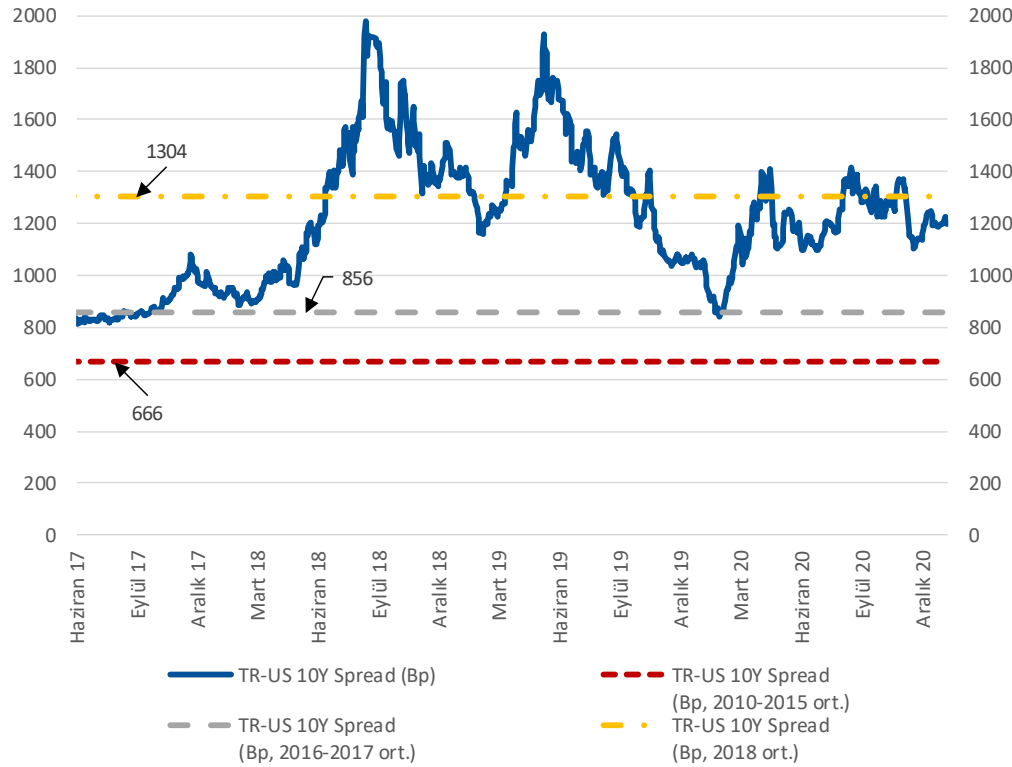


Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

Türkiye Ülke Risk Primi

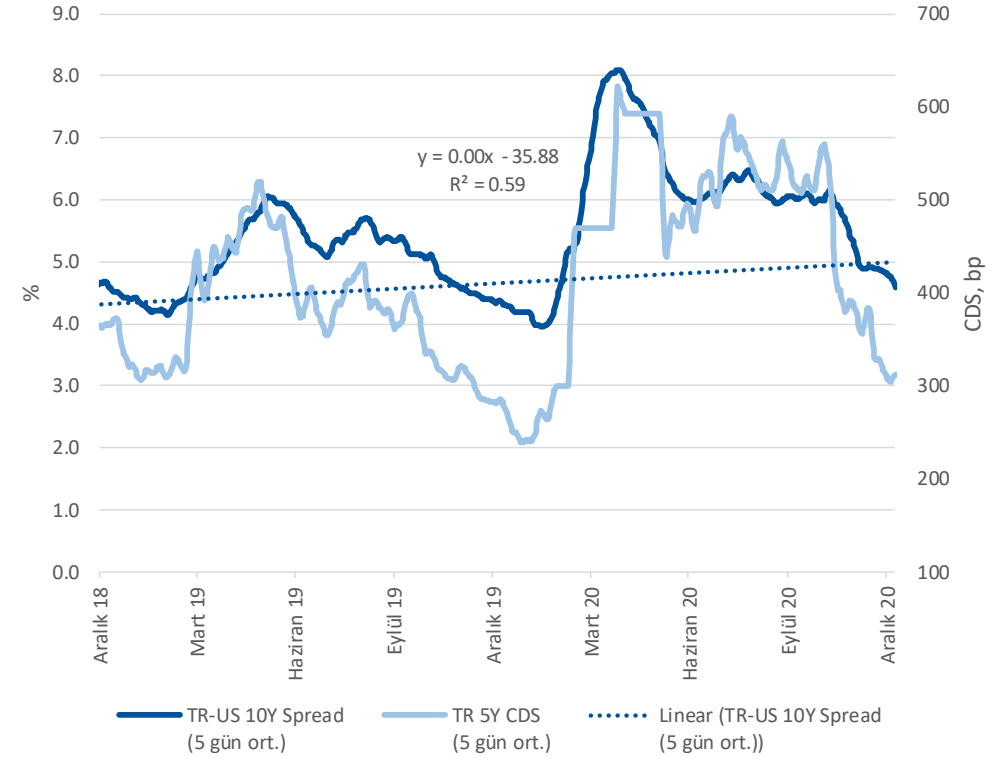
Regülasyon tarafında atılan adımlar yabancı yatırımcıların Türk varlıklarındaki pozisyonlanmasını kısıtlarken, Türk lirası FX işlemlerinde azalan işlem hacmi pozisyon almak isteyen kesimin CDS işlemlerine yönelmesini tetikledi. ABD 10y tahvil faizinde düşük seviyelerin gözlemlendiği dönemde ülke risk primindeki artış nedeniyle aramızdaki spread özellikle yılın ilk yarısında genişledi.

TR-ABD 10y tahvil faizi spreadi



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

TR-US 10Y Spread & TR CDS

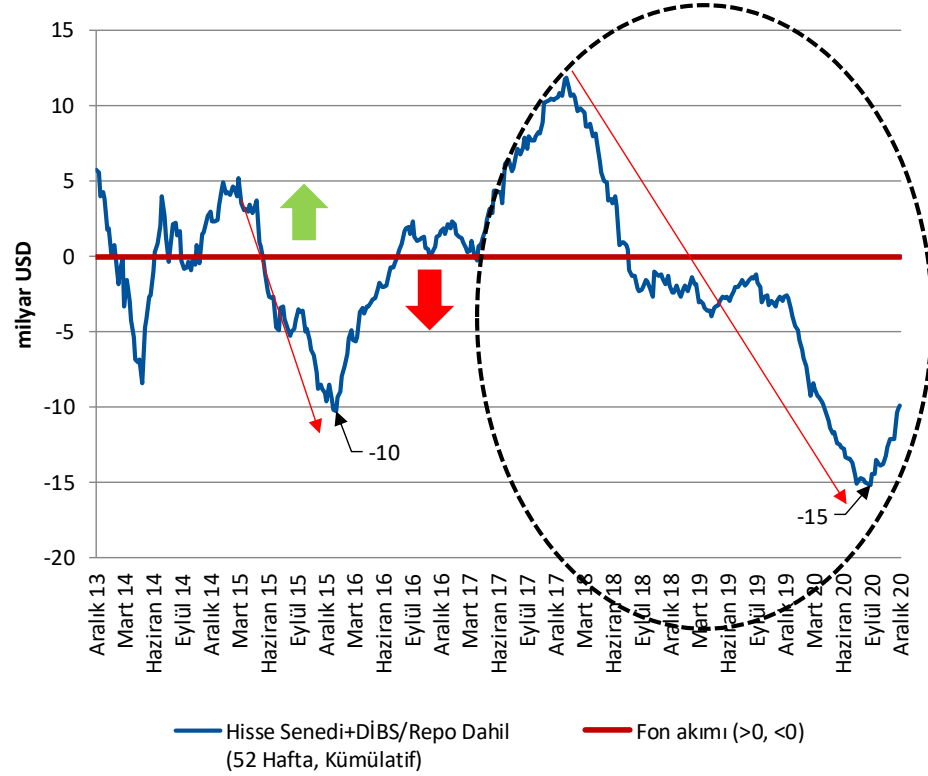


Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma, Bloomberg

Türkiye Yurtdışı Yerleşik Kişi Hareketleri

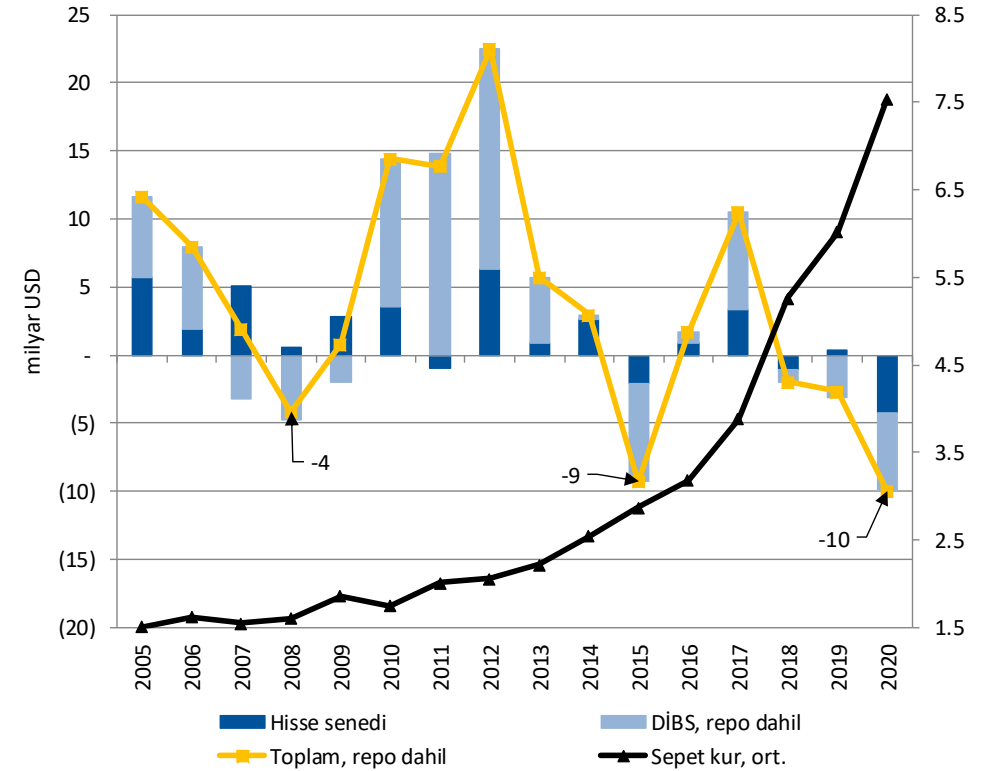
TCMB tarafından açıklanan verilere göre 2020'de 2005 yılından bu yana hesaplanan yurtdışı yerleşik portföy akımlarının \$10 milyar dolar ile en yükseğinde çıkış gerçekleşti. Son 52 haftalık dönem baz alındığında yaz döneminde toplam çıkış \$15 milyar seviyesine ulaşırken, 6 Kasım haftasından bu yana ise repo dahil işlemlerde \$4 milyar dolar üzerinde giriş gerçekleşti. (Swaplar dahil edildiğinde \$15 milyar civarı)

Yurt dışı yerleşik kişi hareketleri, hisse & DİBS (repo dahil), 52 hafta kümülatif



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, TCMB

Yurt dışı yerleşik kişi hareketleri & ortalama sepet kur



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, TCMB

Türkiye Yurtdışı Yerleşik Kişi Hareketleri

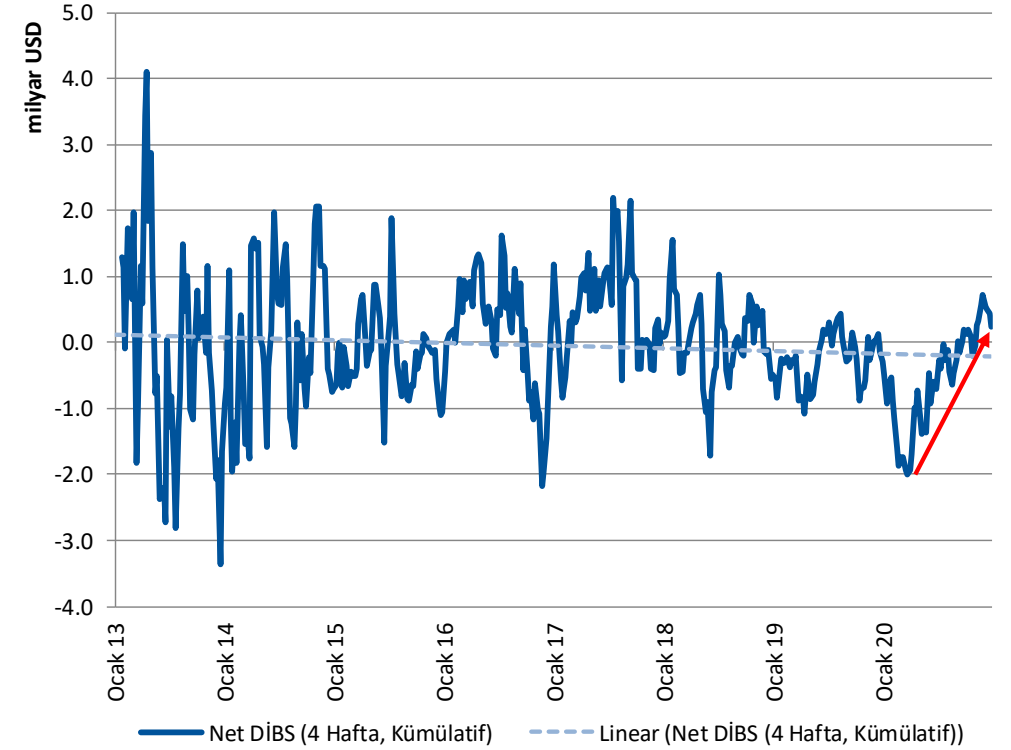
Türk lirası cinsi varlıkların yeniden reel faiz imkanı sunması, enflasyona çıpalı para politikasının ana odak noktası olacağına dair atılan adımlar ve frekansı artan söylemler, politika patikasının sadeleşmesi, regülasyonlarda normalleşme, %5'li seviyelerde bulunan düşük tahvil piyasası yabancı oranı ve 10y tahvilin yeniden ihraç edilmeye başlanması gibi unsurlar yabancı yatırımcı girişini 2021'de destekleyecek.

Yurt dışı yerleşik DİBS payı, sepet kur



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, TCMB, Bloomberg

Yurt dışı yerleşik kişi hareketleri, net DİBS, 4 hafta kümülatif

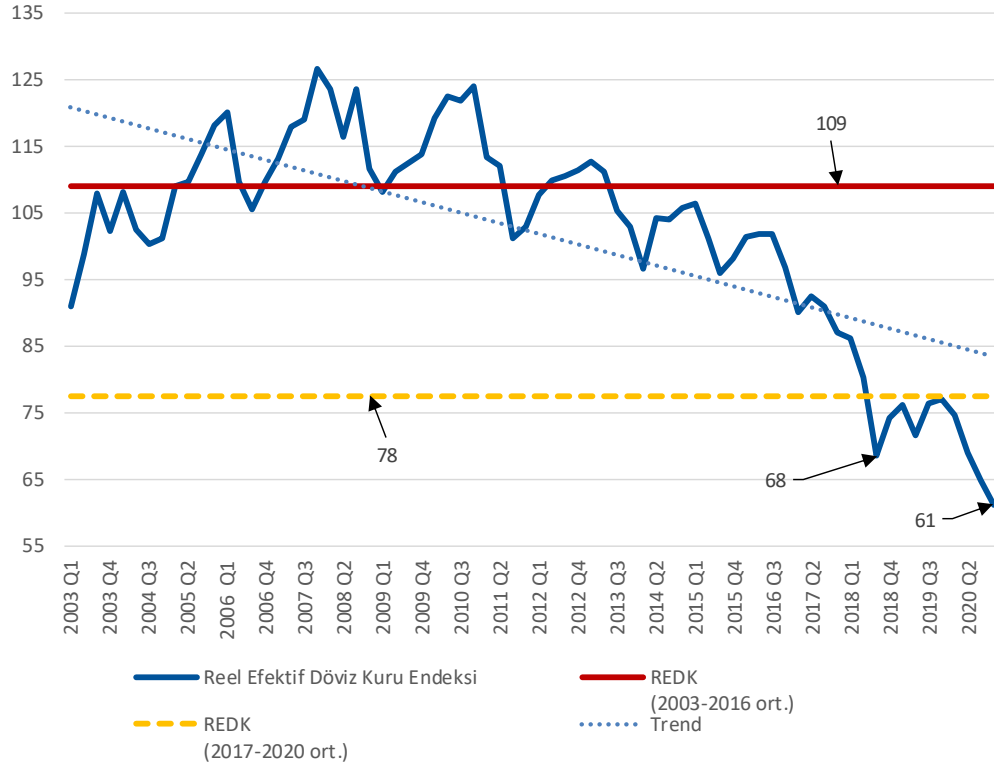


Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, TCMB

Türkiye Reel Kur & YP Mevduat Gelişmeleri

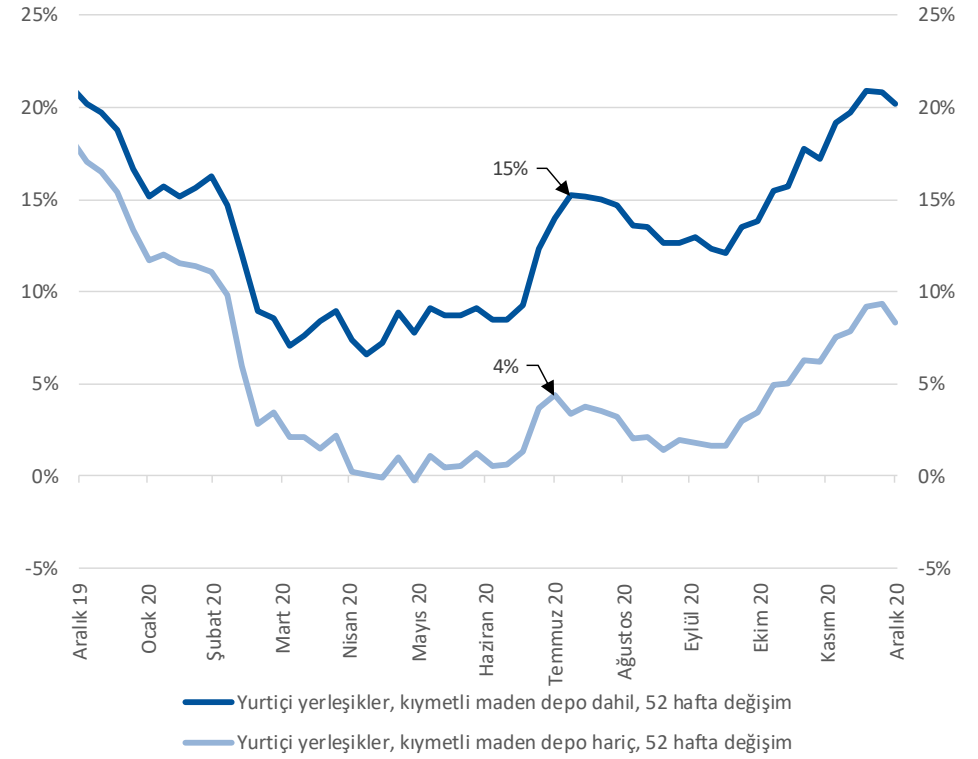
Türk lirası reel bazda (REDK) 2019'u 76.23 seviyesinde tamamlayarak 2020'ye ortalama %2.6 değer kaybına işaret eden bir resim devretti. 2020'de ise endeks kapanışı 61.55, ortalama zayıflama %10.4 oldu. Yabancı para mevduatlarındaki yükseliş eğilimi hız kazanarak devam ederken, yurtdışı yerleşiklerin toplam birikimi \$42 milyar artış gösterdi. Bahse konu rakamın %61'i kıymetli maden depo hesaplarından geldi.

Reel efektif döviz kuru endeksi, çeyrek ortalaması



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, TCMB

Yurtdışında yerleşikler YP mevduat değişimi: Kıymetli maden depoları dahil & hariç, 52 hafta

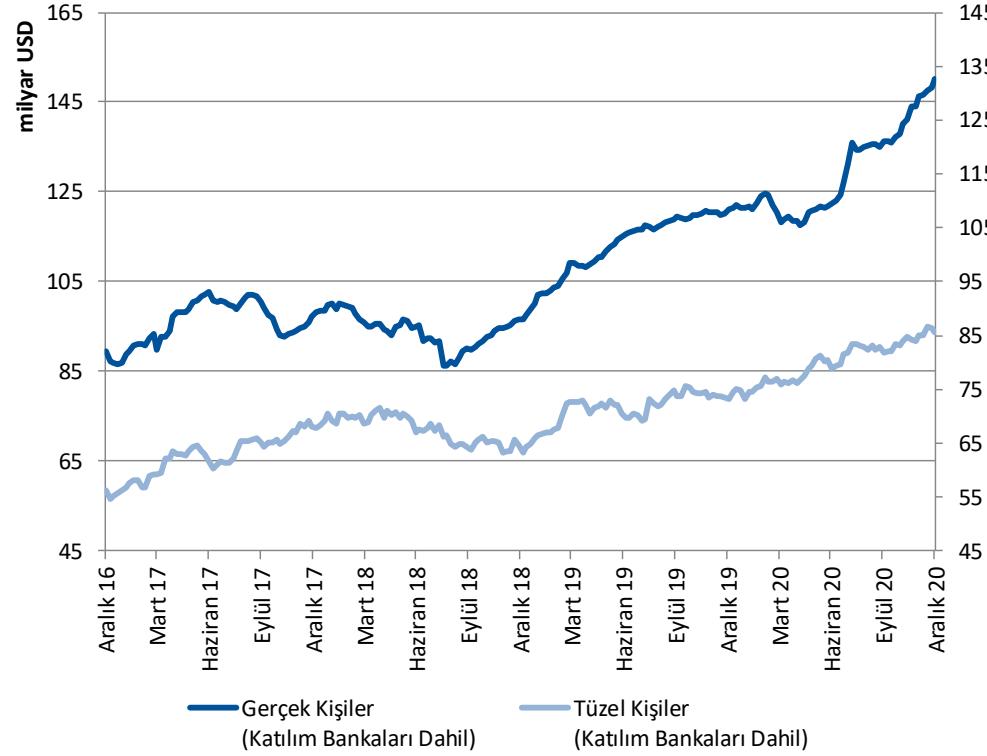


Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, TCMB

Türkiye YP Mevduat Gelişmeleri

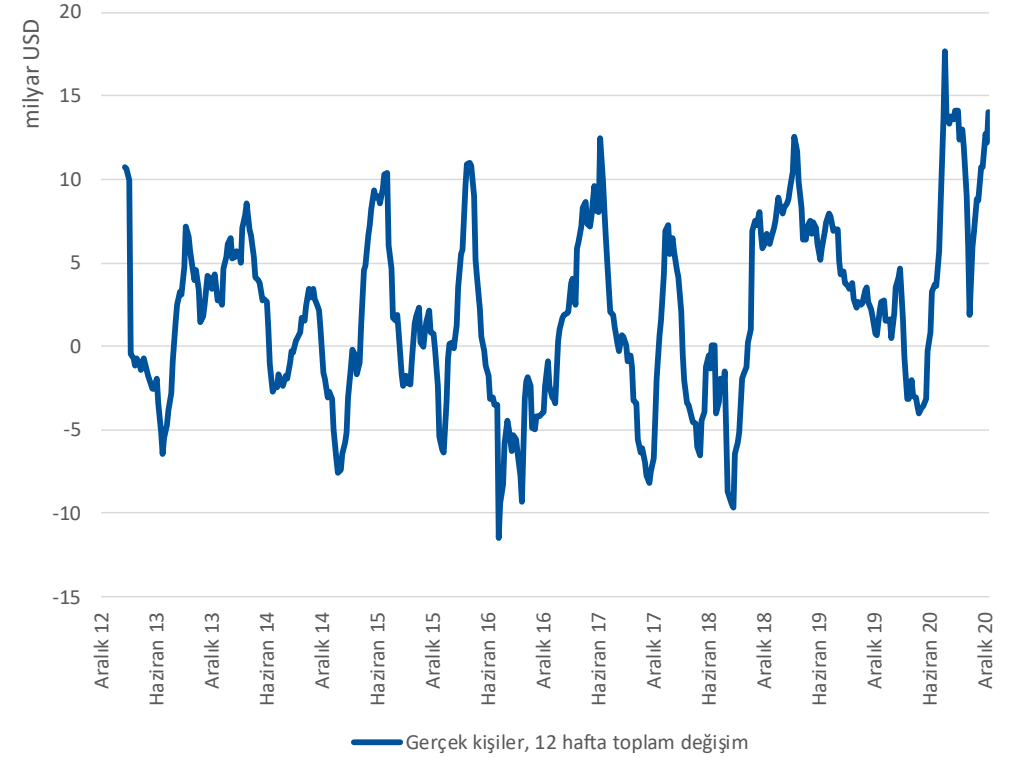
2018'den bu yana yükseliş gösteren dolarizasyon eğilimi 2020'de farklı birçok unsurun bir araya gelmesiyle ivmesini artırdı. Bilhassa portföylerde altın(inzasyon) duruşunun genişlemesi diğer FX'lere geçişle kıyaslandığında bir adım öne çıktı. Kasım ayı ortasından bu yana atılan adımların ters dolarizasyon sürecine imkan tanıyabileceğini düşünüyoruz. Boyutu ise politika duruşuna paralel seyredecek.

YP mevduatlar: Gerçek & tüzel kişiler



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, TCMB

Gerçek kişiler, YP mevduatlar, kümülatif değişim

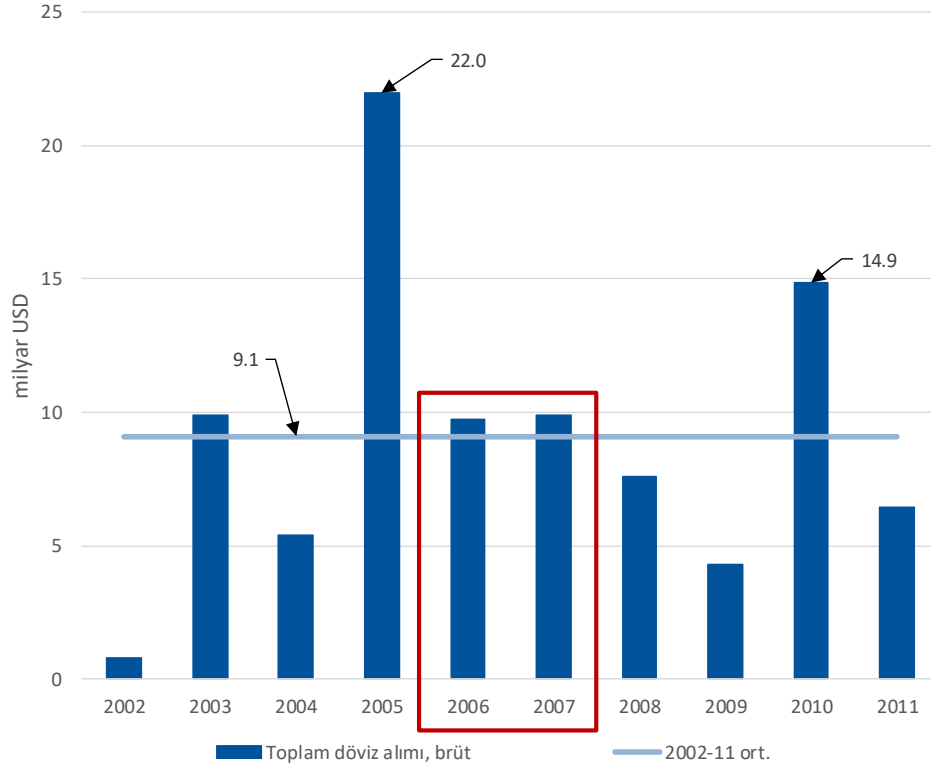


Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, TCMB

Türkiye Resmi Rezerv Politikası

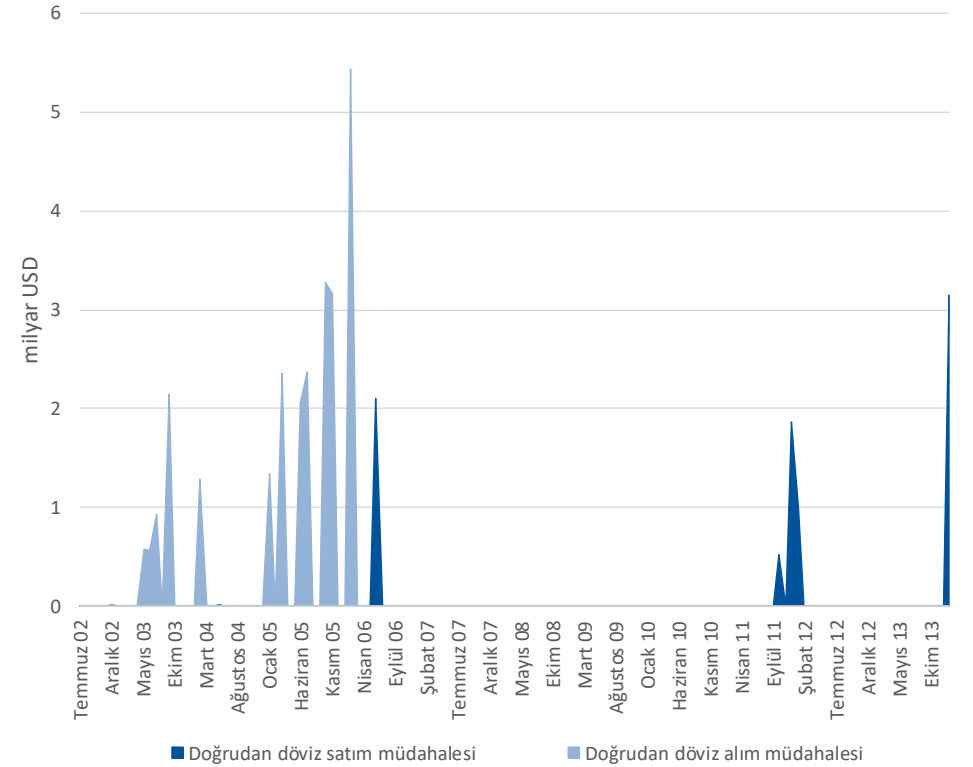
TCMB Başkanı Sn. Ağbal'ın da ifade ettiği şekilde 2021'de döviz alım ihalelerinin başlamasını bekliyoruz. Bu konuya dair düşüncelerimiz rezervlerdeki azalış nedeniyle yaklaşık 2 senedir aynı minvalde. Tahminlediğimiz başlangıç zamanı ise yılın ikinci yarısı. Lokallerin TL'ye olan güvenlerinde artış, FX piyasası işlem hacminde düzelme ve yabancı portföy girişi süreç açısından kritik detaylar olarak öne çıkmakta.

TCMB döviz alım işlemleri, 2002-11 dönemi



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, TCMB

TCMB doğrudan döviz müdahaleleri, alım & satım

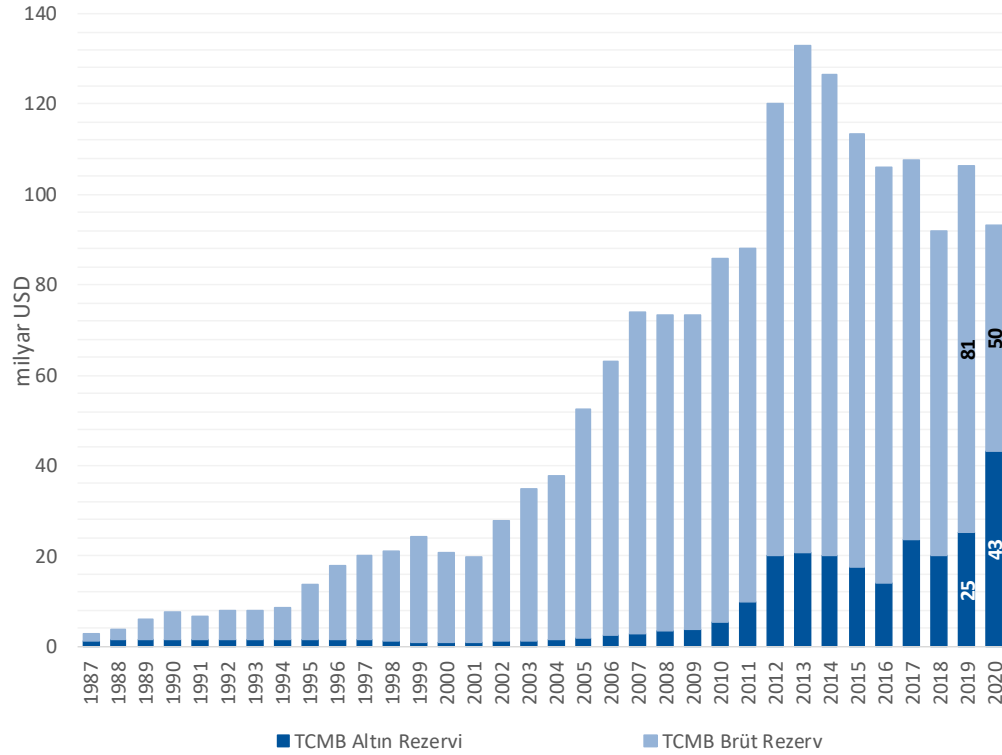


Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma, TCMB

Türkiye Resmi Rezervler

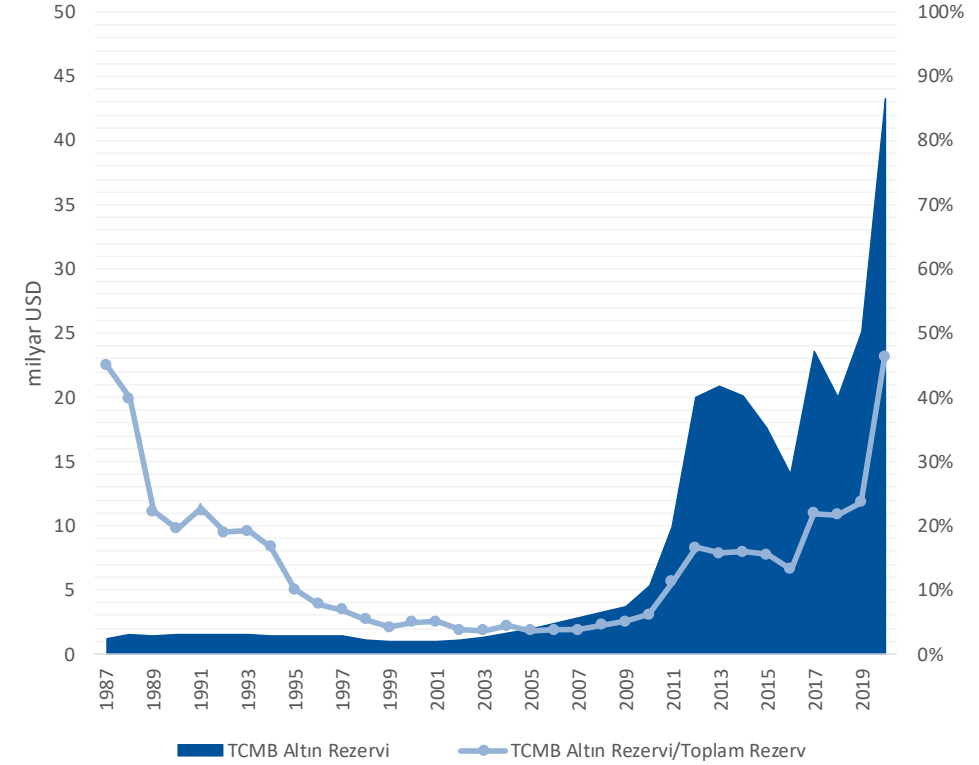
Rezervler içerisinde bankalar ile yapılan swap işlemlerinin artan payı -TCMB açıklaması taraf işlemlerde \$44 milyar- 2021'de yüksek kalmaya devam etmekle birlikte kısmen azalış gösterecek. Brüt rezervler içerisinde altın portföyü ise 2020'yi %46 (USD karşılık) düzeyinde tamamladı ve 2016'da başlayan biriktirilme eğilimini devam ettirdi.

TCMB rezerv dağılımı



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, TCMB

TCMB rezerv dağılımı

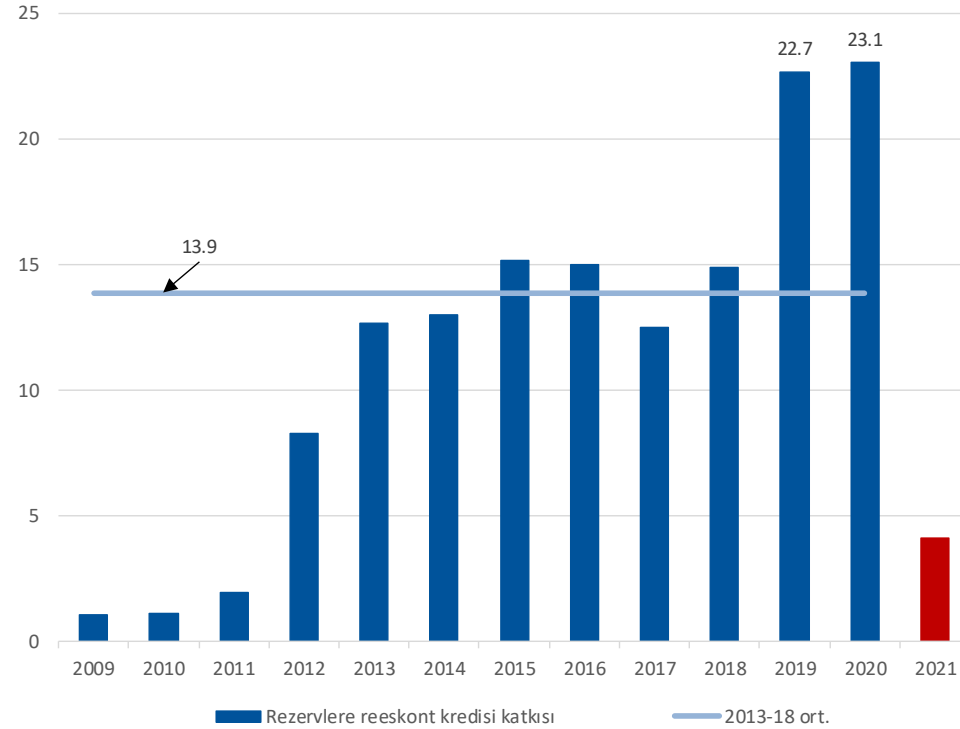


Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, TCMB

Türkiye Resmi Rezervler

2021 yılında resmi rezervlere yine en önemli katkının kullandırılan reeskont kredilerinin geri dönüşleri üzerinden olmasını bekliyoruz. Söz konusu kalem rezervlere 2013-18 döneminde ortalamada \$14 milyar giriş olmasına imkan tanıdı. 2020 yılı performansı ise \$23 milyar.

Rezervlere reeskont kredisi katkısı, yıllık toplam



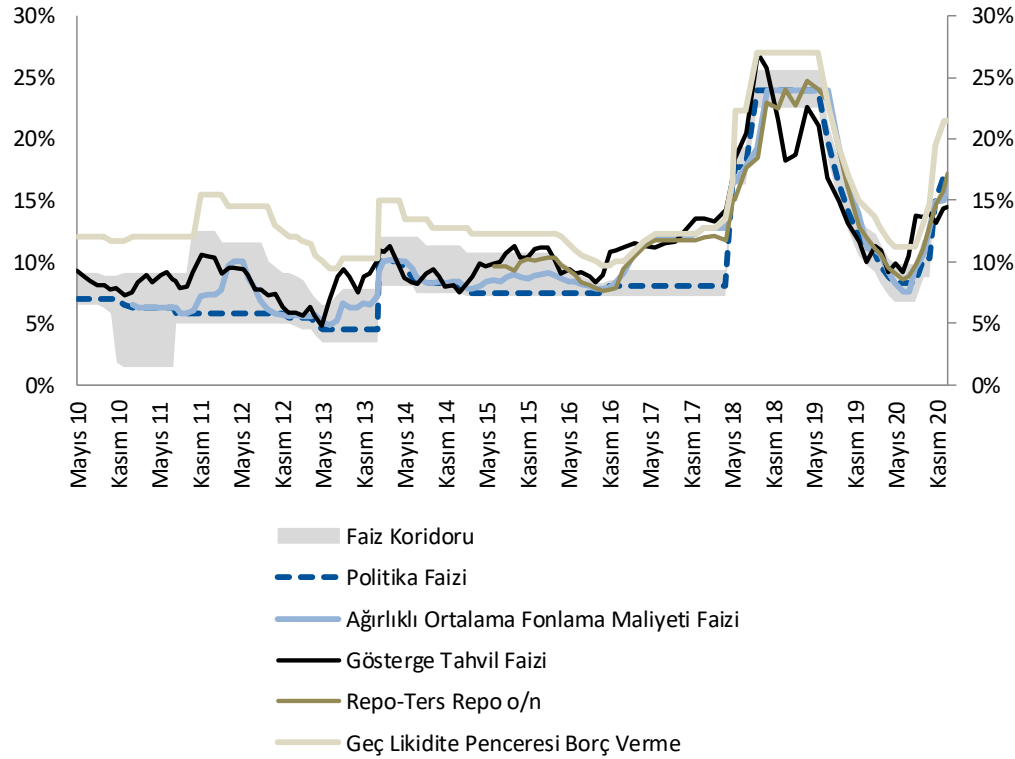
Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, TCMB

2021 yılı için son 4 aya ait geçici veriler kullanılmıştır. Ocak-Nisan aylarını kapsamaktadır.

Türkiye Para Politikası

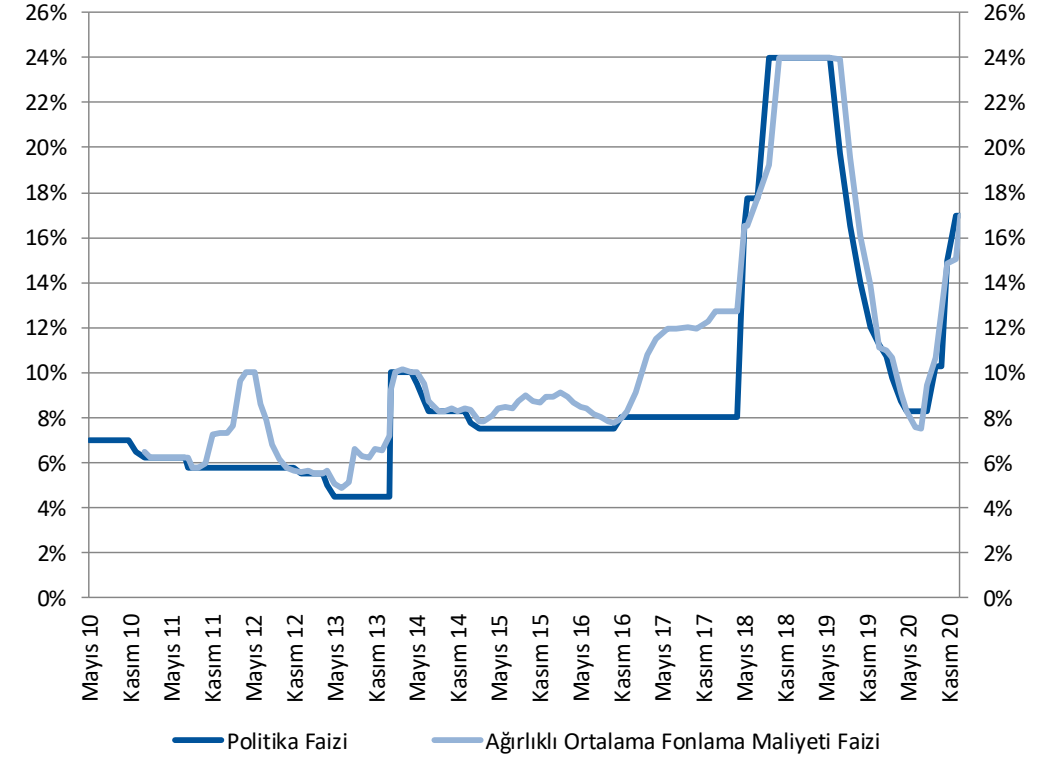
Türk para politikasının 6 Kasım sonrası süreçte son yıllarda olmadığı ölçekte Ortodoks faza geçtiğini düşünüyoruz. Artan iletişim, sıkı para politikası vurgusu ve enflasyona olan kuvvetli atıf başta yabancı yatırımcılar olmak üzere yeniden ilginin Türk varlıklarına dönmesine zemin hazırladı. 2021'de politika faizini %12.50 seviyesinde tahmin ederken, ilk faiz indirimi için adımı ise yılın ikinci yarısında öngörüyoruz.

TCMB politika faizleri, AOFM



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma, TCMB

TCMB politika faizi & AOFM

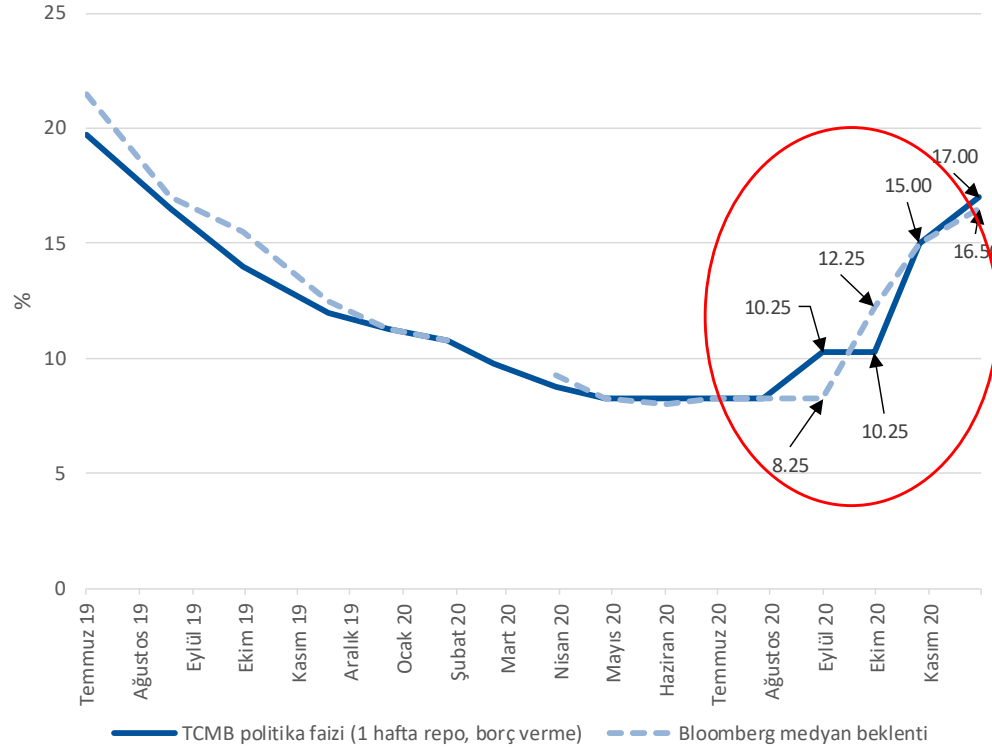


Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma, TCMB

Türkiye Para Politikası

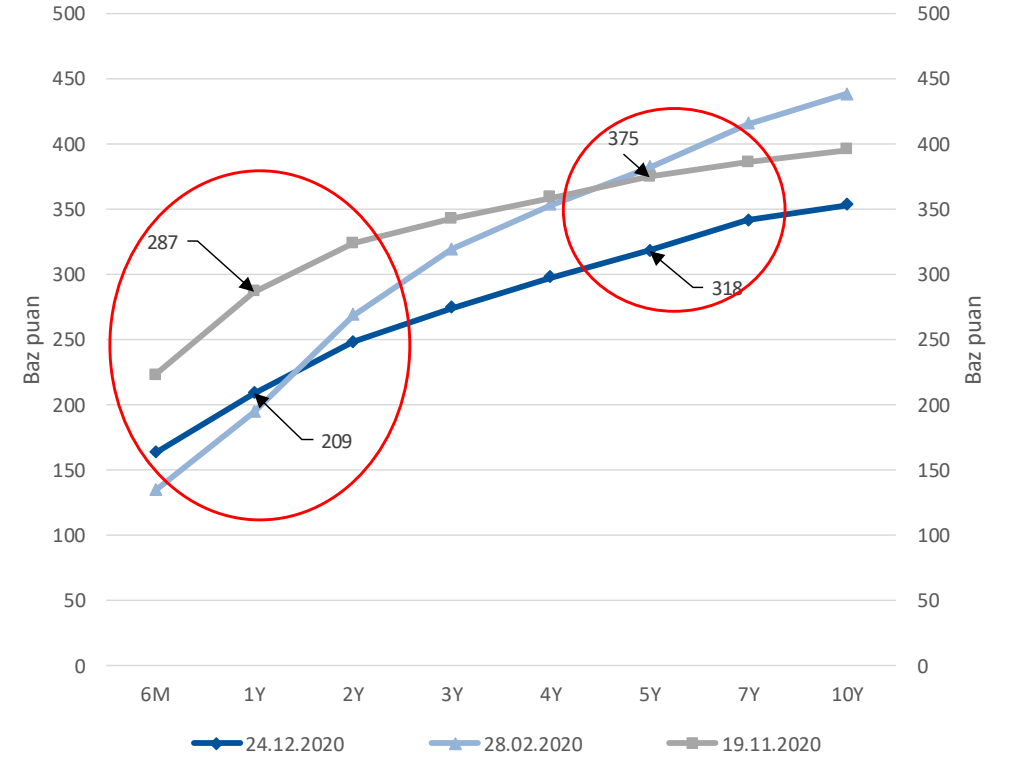
2020 yılını tamamlamaya hazırlanırken takip edilen son iki PPK toplantısında beklenti yönetimi açısından politika faizi cephesinde negatif yönlü sürpriz gerçekleşmemesi ülke risk primindeki azalışa olumlu anlamda katkı sağladı. Öte yandan Türk lirasının çapraz parite işlemlerinde yaz aylarına kıyasla belirli bir stabilizasyona erişmesi para politikasında TCMB'nin enflasyona odaklanmasına imkan tanıdı.

TCMB politika faizi gerçekleşme & beklenti



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma, Bloomberg

Türkiye CDS eğrisi, seçilmiş vadeler

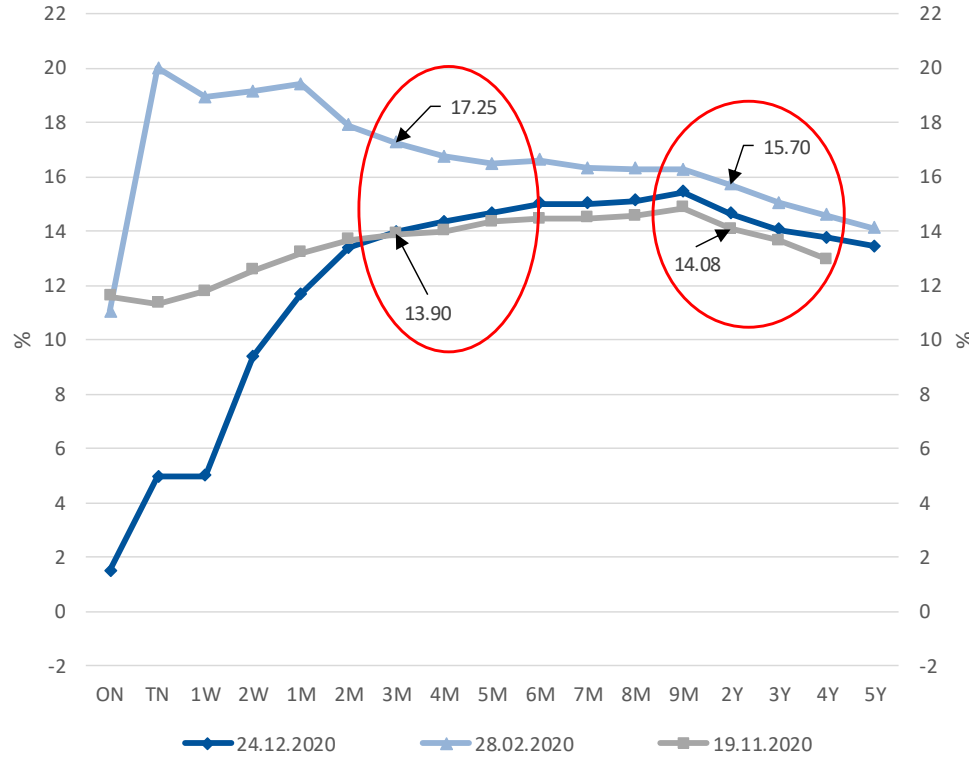


Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma, Bloomberg

Türkiye Para Politikası

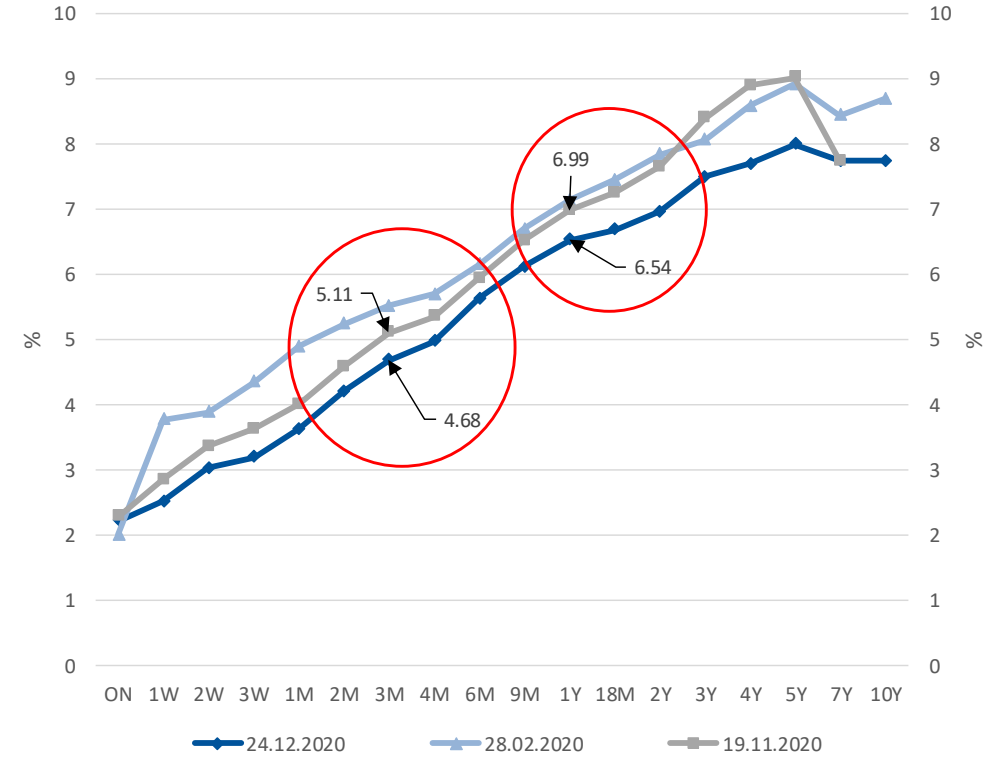
Para politikasında yeniden sadeleşmenin sağlanmasına paralel artan öngörülebilirlik politika faizlerindeki artışa rağmen offshore faizlerin aynı ölçekte yükselmesini sınırladı. Bu noktada regülasyon tarafında alınan önlemlerin azalmakla birlikte devam ediyor olması bir diğer etken konumunda. TL'nin belirli bir stabilizasyona kavuşması ise opsiyon piyasası işlemlerinin Şubat seviyelerine yakınsamasını sağladı.

USDTRY forward implied yield, getiri eğrisi, seçilmiş vadeler



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma, Bloomberg

USDTRY 25D RR eğrisi, seçilmiş vadeler

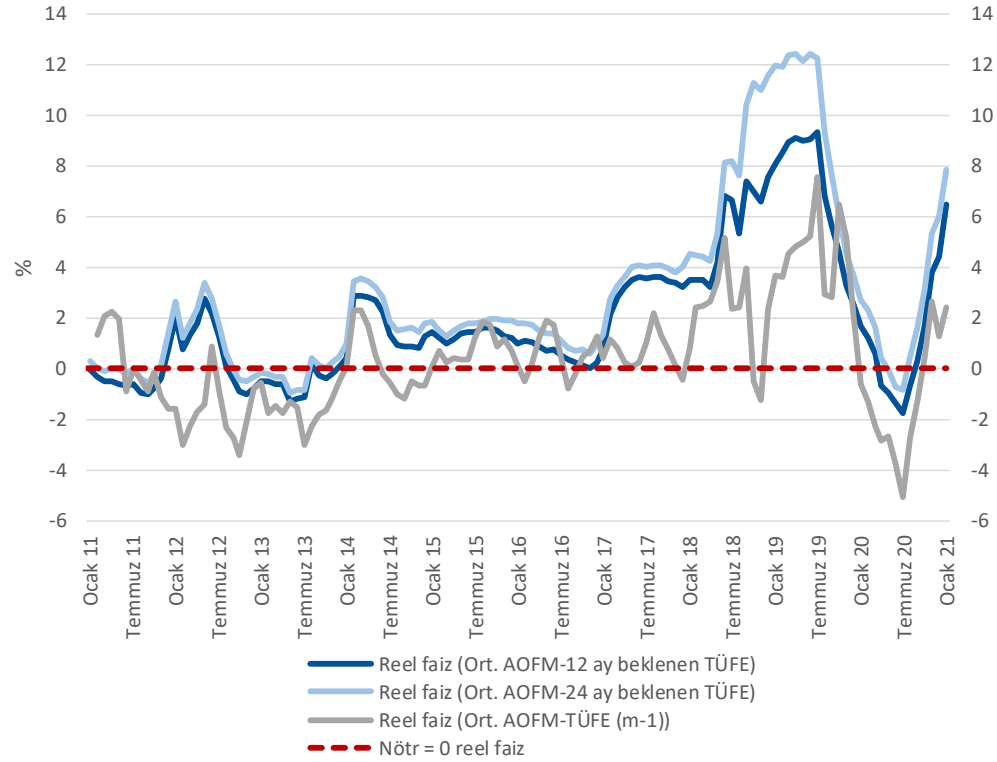


Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma, Bloomberg

Türkiye Para Politikası

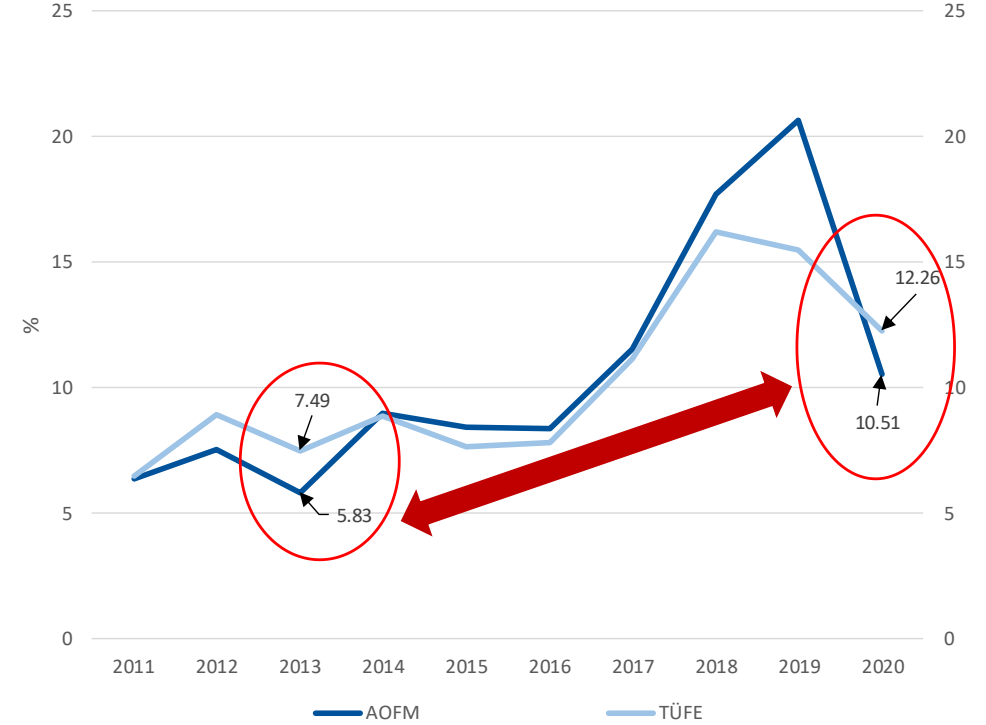
2020'nin yaz aylarında farklı ölçümlenelerde ortaya çıkan negatif reel faizlerin yılın ikinci yarısında yeniden toparlanma eğilimine girmesi ve geçmiş dönem ortalamalarına yakınsaması 2021 yılında Türk lirası ve cinsinden değerlendirilen varlıklar açısından tampon sağlayacak. TÜFE'nin Mart-Mayıs döneminde %15'li seviyelerde zirve yapmasını, mevcut reel faizlerin ise şu aşamada yeterli olduğunu değerlendiriyoruz.

Türkiye, reel faiz



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, TCMB

Türkiye, AOFM & TÜFE



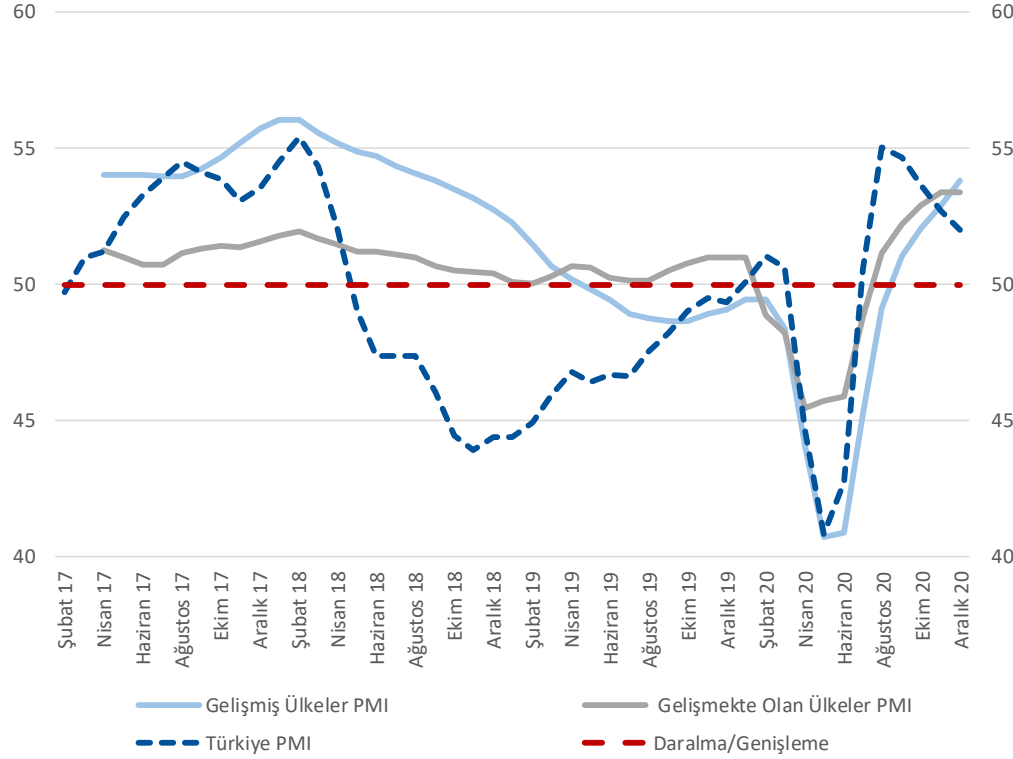
Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, TCMB
Yıllık ortalama değerler kullanılmıştır.

■ Globale bakış

Global Görünüm

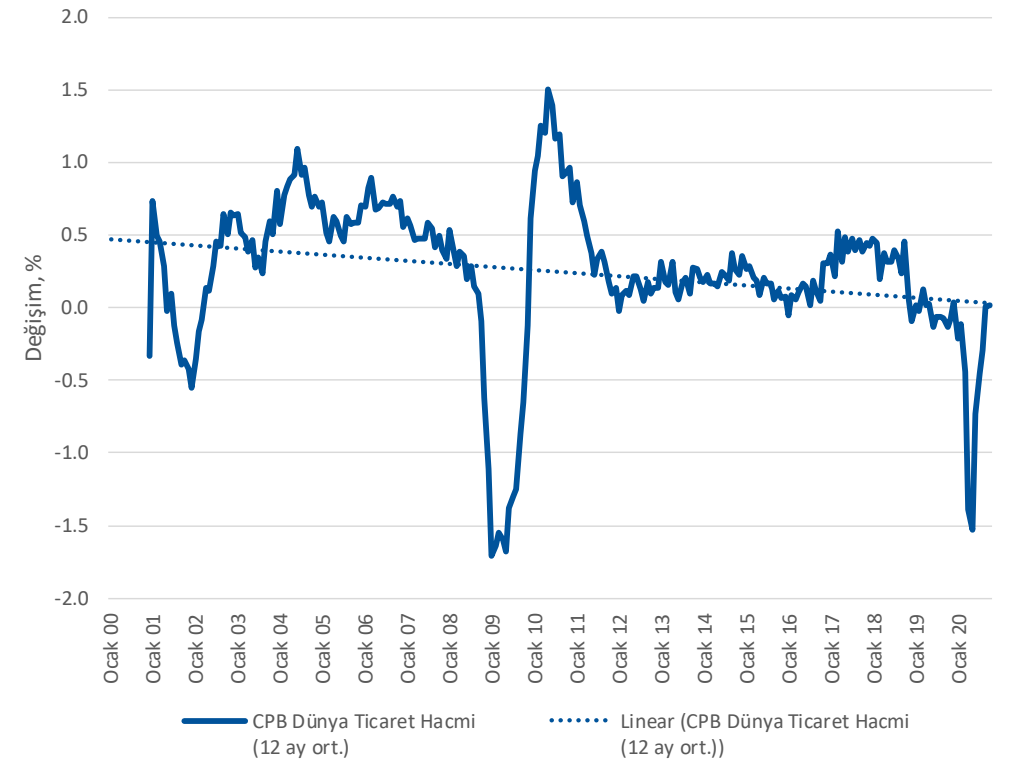
Küresel ekonomi ikinci çeyrekte karşılaştığı pandemi kaynaklı daha önce görülmemiş momentum kaybının ardından alınan para ve maliye politikaları kararları destekli dipten dönüş eğilimi içerisinde. Öncü göstergelerden PMI endeksleri gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler nezdinde genişleme bölgesi üzerinde yer alırken (50.0), küresel ticaret hacmi de toparlanmasını sürdürüyor.

Seçilmiş ekonomik bölgeler, imalat PMI, 3 ay ort.



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma, Bloomberg

CPB dünya ticaret hacmi

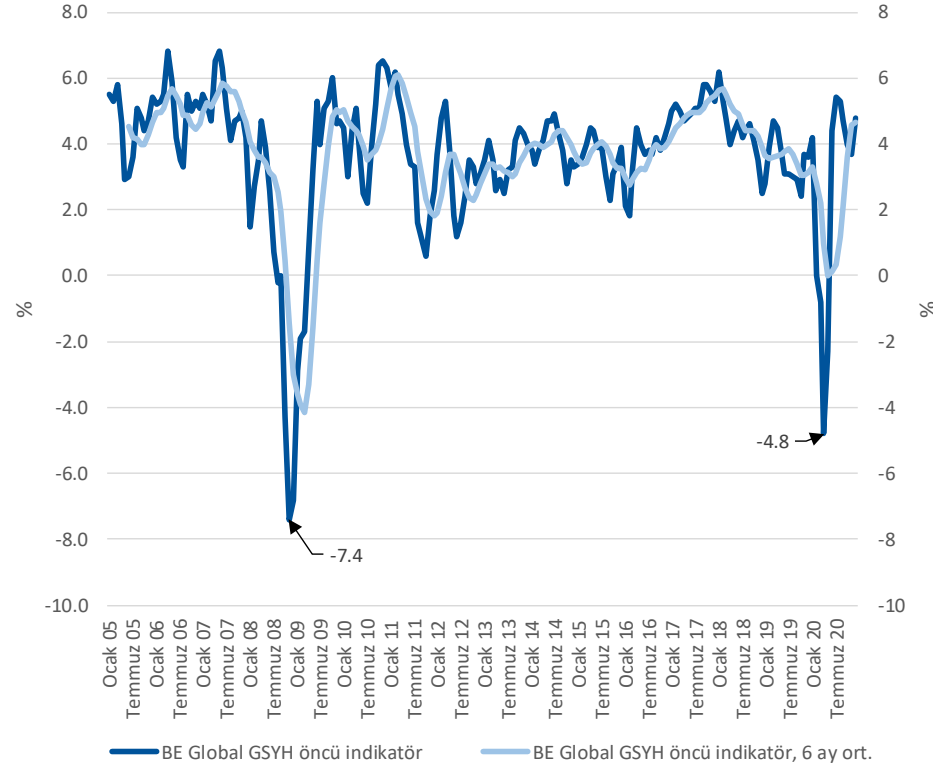


Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma, Bloomberg

Global Görünüm

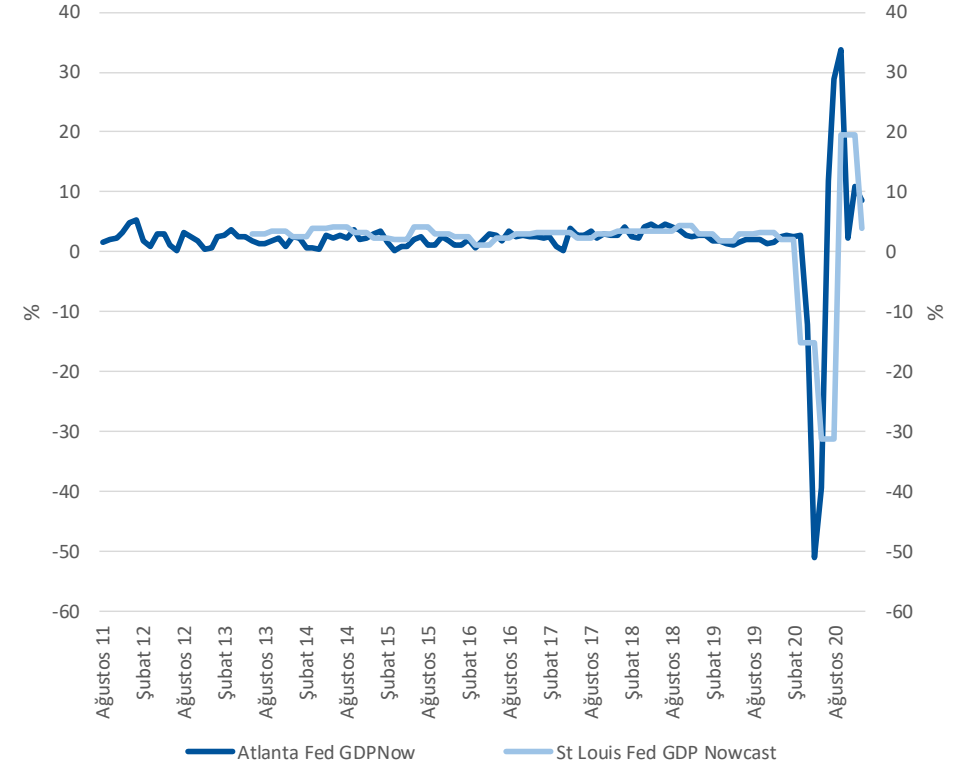
Gerek konsensüs gerekse öncü göstergeler global ekonomideki toparlanma eğilimini teyit ediyor. Benzer durum ABD’de Fed’in farklı şubelerinin ölçülemeleri için de geçerli. Özellikle dünyanın öncü ekonomisi olan ABD’nin korkulan ölçekte daralma göstermemiş olması küresel toparlanmanın da sürmesine imkan tanıdı.

Bloomberg Economics Global GSYH öncü indikatör



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

Atlanta & St Louis Fed GDPNow/ Nowcast

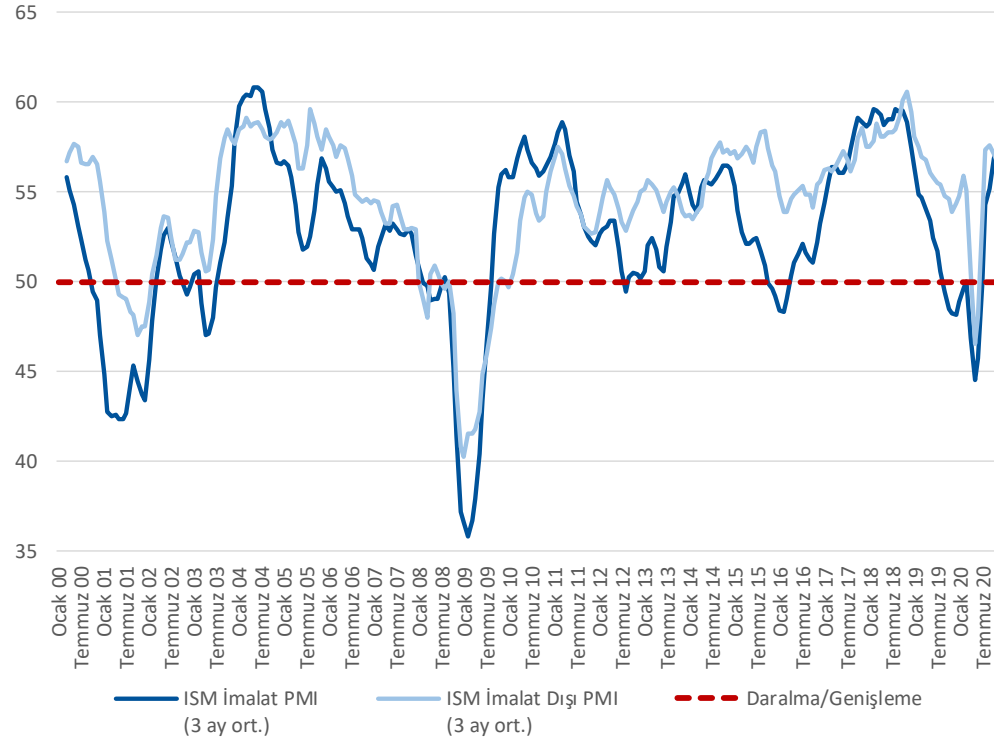


Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

Global Görünüm, ABD

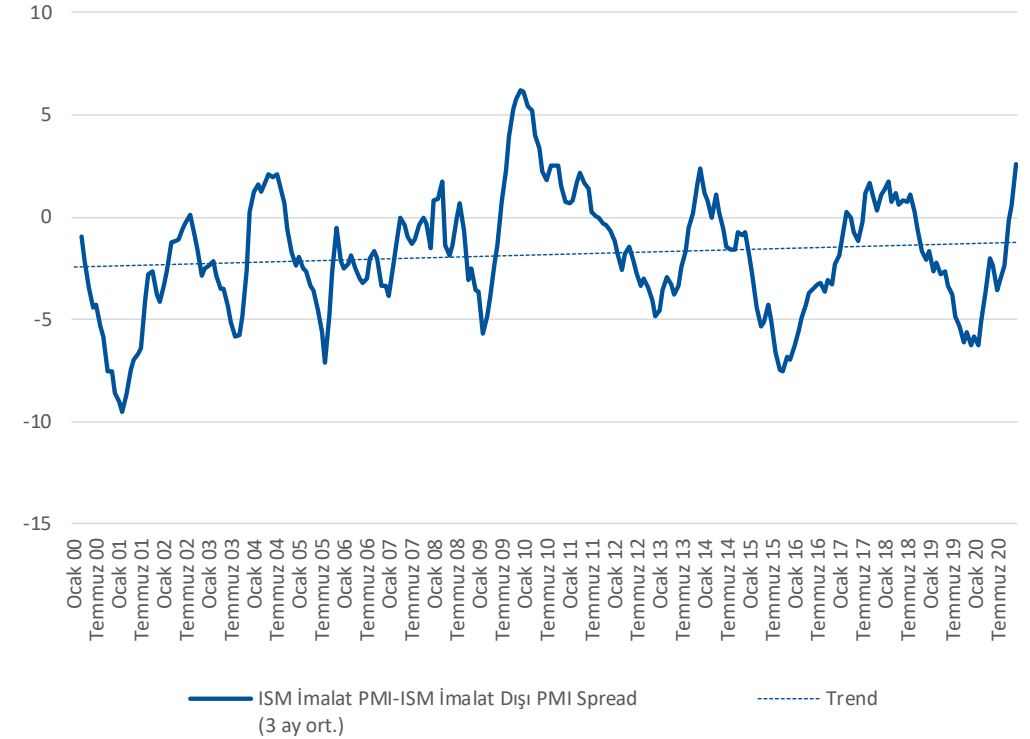
ABD'de ISM endeksleri alt kalemler nezdinde farklılaşma gösterse de toparlanma ivmesini koruyor. İmalat-hizmet ayrışması ise pandemi kaynaklı risklerin şiddeti azalır şekilde de olsa mevcudiyetine imkan tanıyor. Üretilen mal ve hizmetlerin teslimat sürelerinde arz kaynaklı risklerin belirmesi nedeniyle yükseliş söz konusu. Keza fiyatları gösterir endeksler için de aynı durum söz konusu.

ISM imalat & imalat dışı PMI



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

ISM İmalat PMI-ISM İmalat Dışı PMI Spread

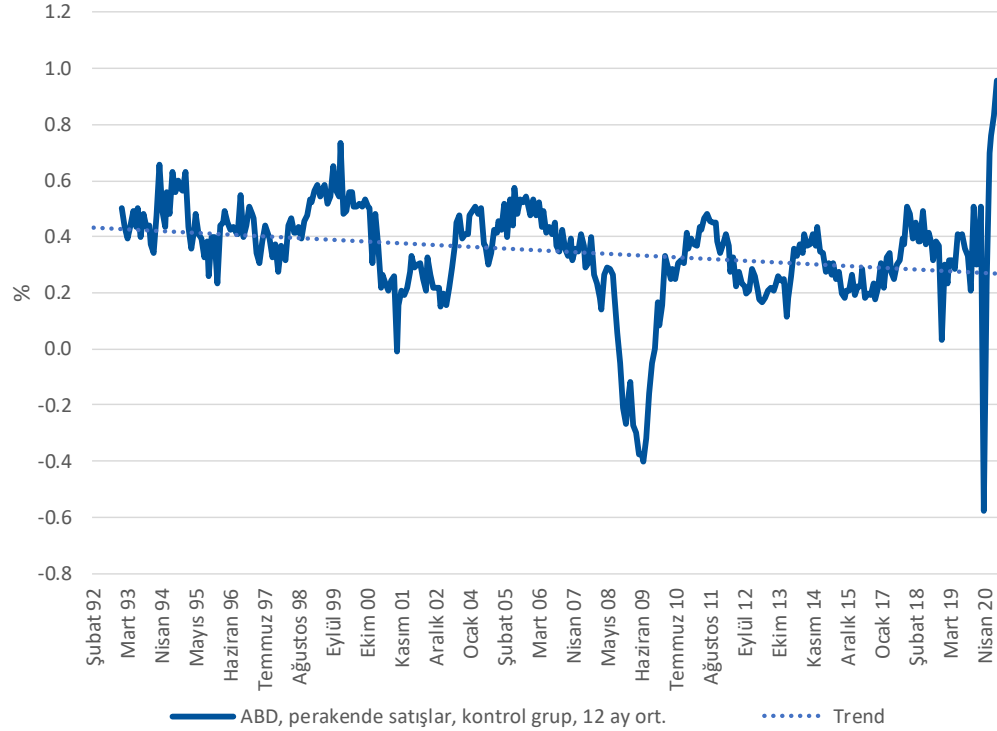


Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

Global Görünüm, ABD

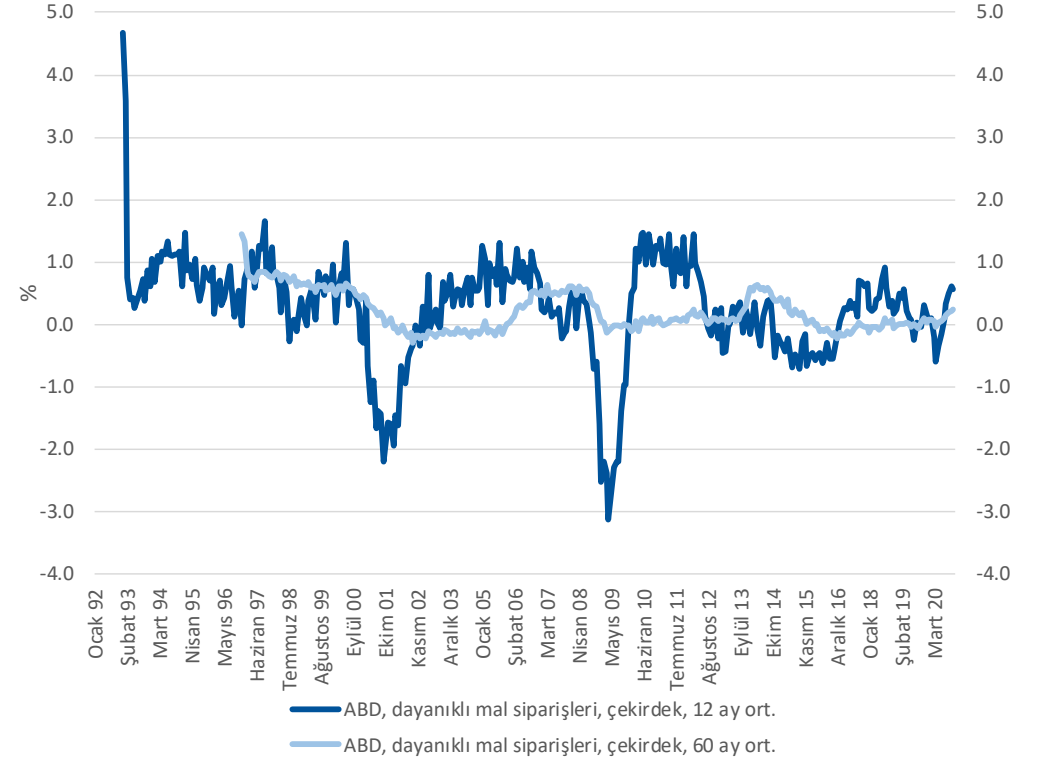
İç tüketimin canlı olmaya devam etmesi ve uzun vadeli ortalamalarının üzerinde kalması üretim tarafını da destekliyor. Alınan kapanma ve sosyal mesafe önlemlerinin etkisi son çeyrek verilerinde karışık sinyallere işaret ederken, zayıflamanın ilk çeyrek ile kıyaslandığında sınırlı düzeyde kaldığını ve fakat hissedildiğini düşündürüyor. Nitekim perakende satışların çekirdek hesaplaması bu durumu teyit ediyor.

ABD, perakende satışlar, kontrol grup



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

ABD, dayanıklı mal siparişleri, çekirdek

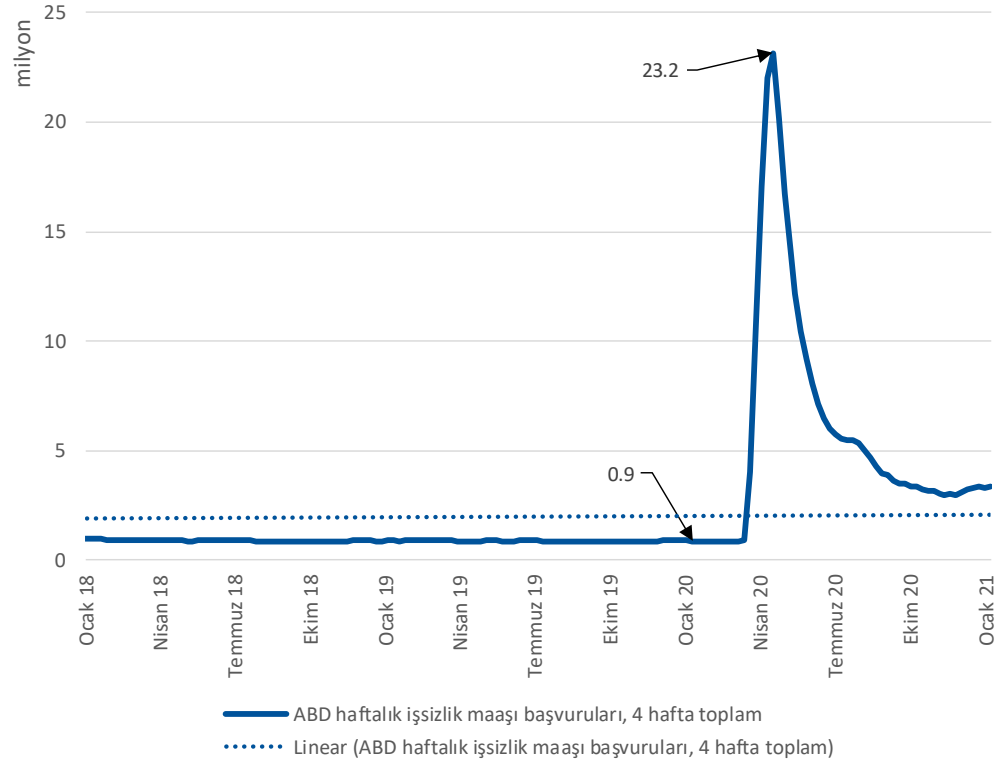


Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

Global Görünüm, ABD

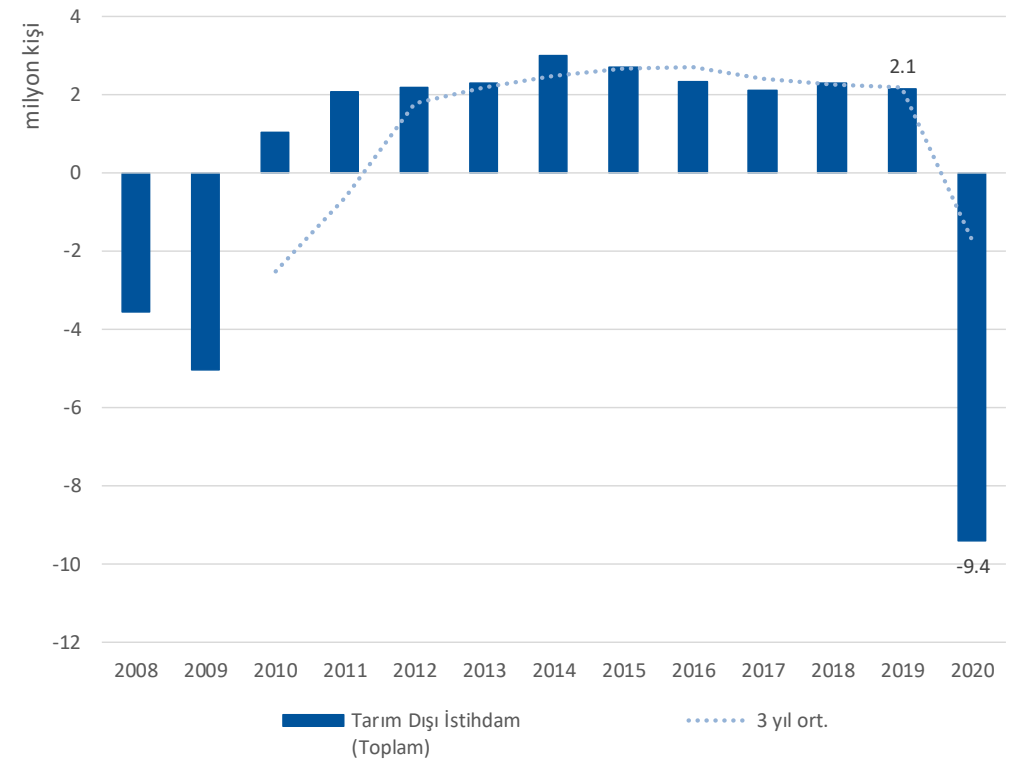
COVID-19 salgınının ekonomi üzerinde yarattığı en şiddetli baskı hizmet sektörü ve istihdam piyasaları nezdinde gerçekleşti. Haftalık işsizlik maaşı başvuruları Nisan ayı içerisinde zirve yaparken, 2Ç ve 3Ç dönemlerinde toparlanmaya paralel işe geri dönüş süreci başladı. Ancak, tarım dışı istihdam 2020'yi 9.4 milyon kişi azalışla tamamlamak zorunda kaldı ve 2008-09 sonrası ilk kez eksiye geçti.

ABD haftalık işsizlik maaşı başvuruları, kümülatif



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma, Bloomberg

Tarım dışı istihdam, yıllık

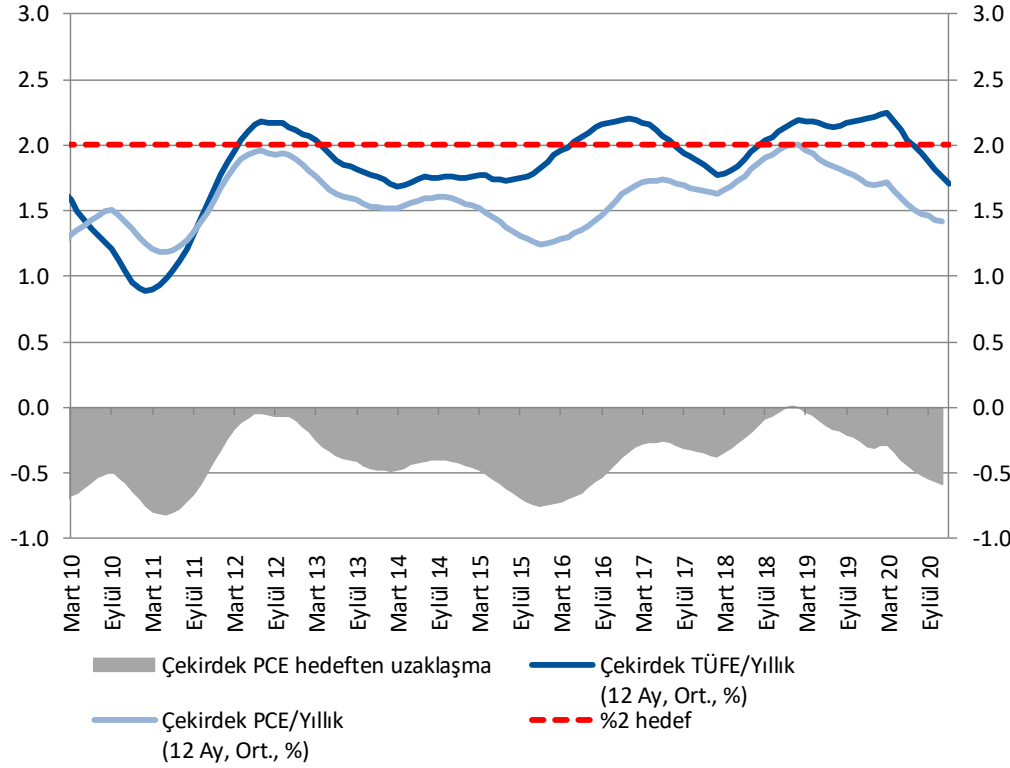


Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

Global Görünüm, ABD

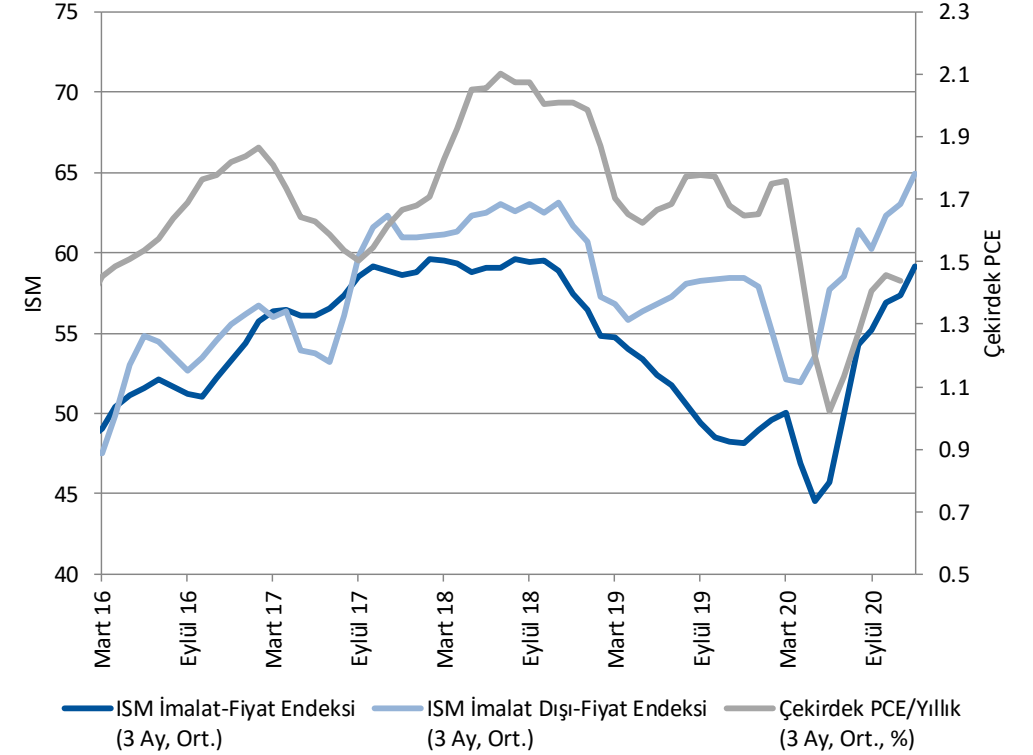
2008-09 krizi sonrasında devreye alınan parasal teşviklere rağmen korkulan olmadı ve enflasyonda kalıcı yükseliş sağlanamadı. Her ne kadar iki kriz süreci arasında farklılıklar olsa da riskler pandemi sonrası için de henüz masadan kalkmış değil. Yılın ilk yarısında (Mart-Nisan dönemi) enflasyonda baz etkisi kaynaklı %2 ve üzeri eğilim gerçekleşecek. Kalıcılığı ise ekonomideki yapısal farklılıklara bağlı olacak.

ABD çekirdek TÜFE, çekirdek PCE, 12 ay ort. , hedeften uzaklaşma



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

ISM imalat fiyat endeksi, ISM imalat dışı fiyat endeksi, çekirdek PCE

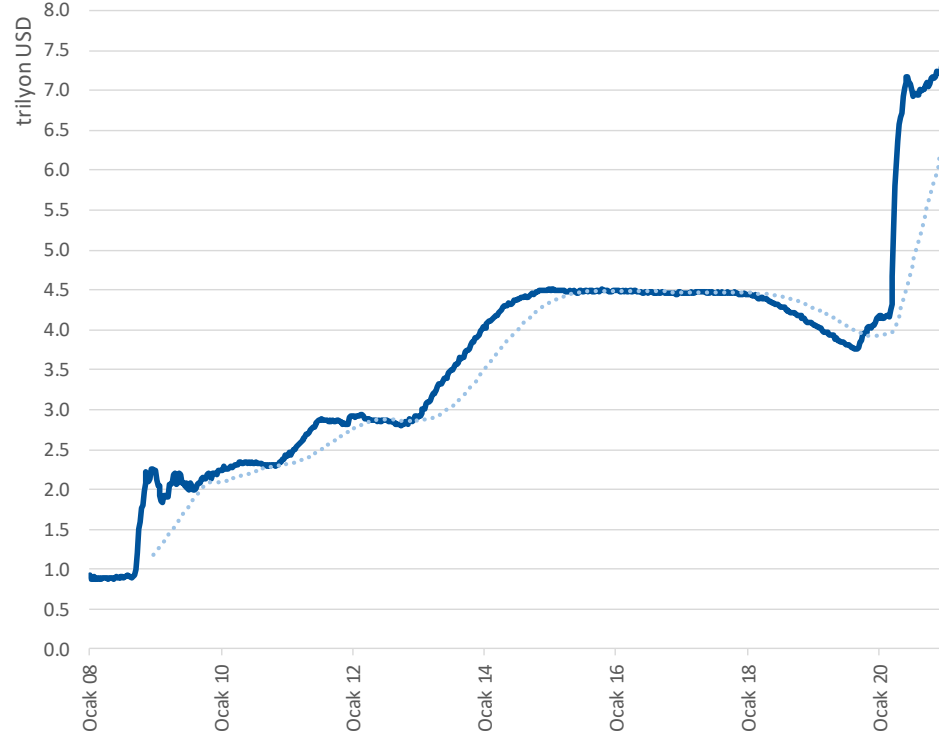


Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

Global Görünüm, ABD

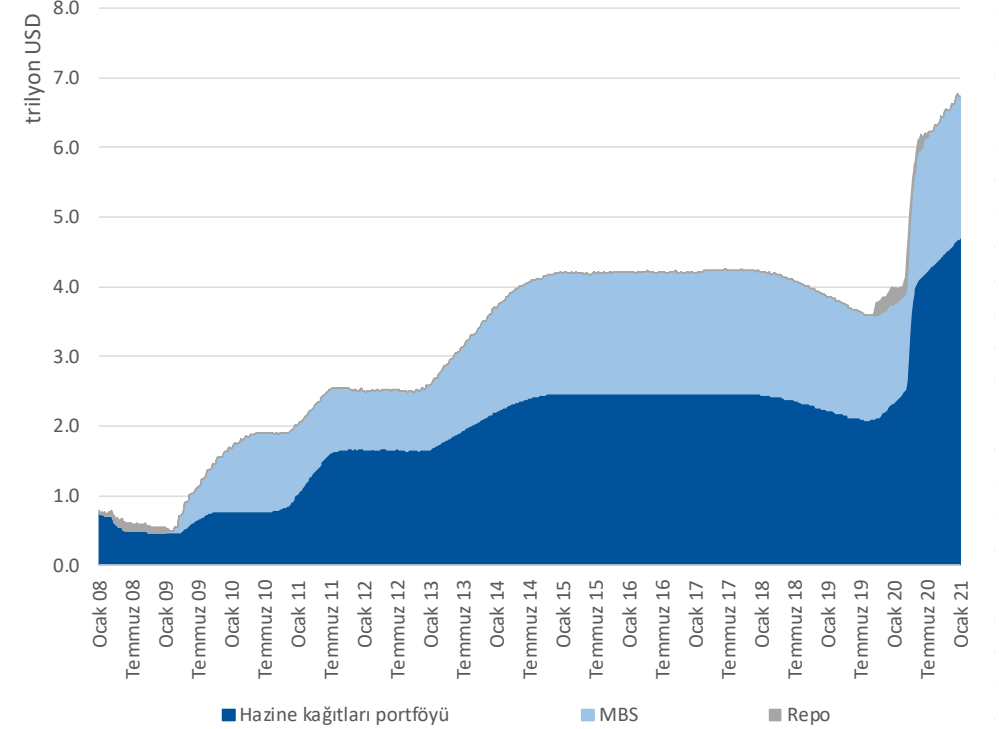
Fed'in bilanço üzerinden başlattığı miktar genişlemesi finansal koşulların global çapta stres azalımı göstermesine imkan tanıdı. Ağustos ayında Jackson Hole Sempozyumu'nda ilan edilen yeni enflasyon rejimi (ortalama hedefleme) faizlerin öngörülebilir gelecekte 2022-23 döneminden önce artırılmasını sınırlayacak. Varlık alımlarının 2021'de mevcut hızında devam etmesi (\$120 milyar) yüksek olasılık.

Federal Reserve bilançosu



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma, Bloomberg
İkinci seri 52 hafta ortalamayı ifade etmektedir.

Fed bilançosu, seçilmiş varlıklar

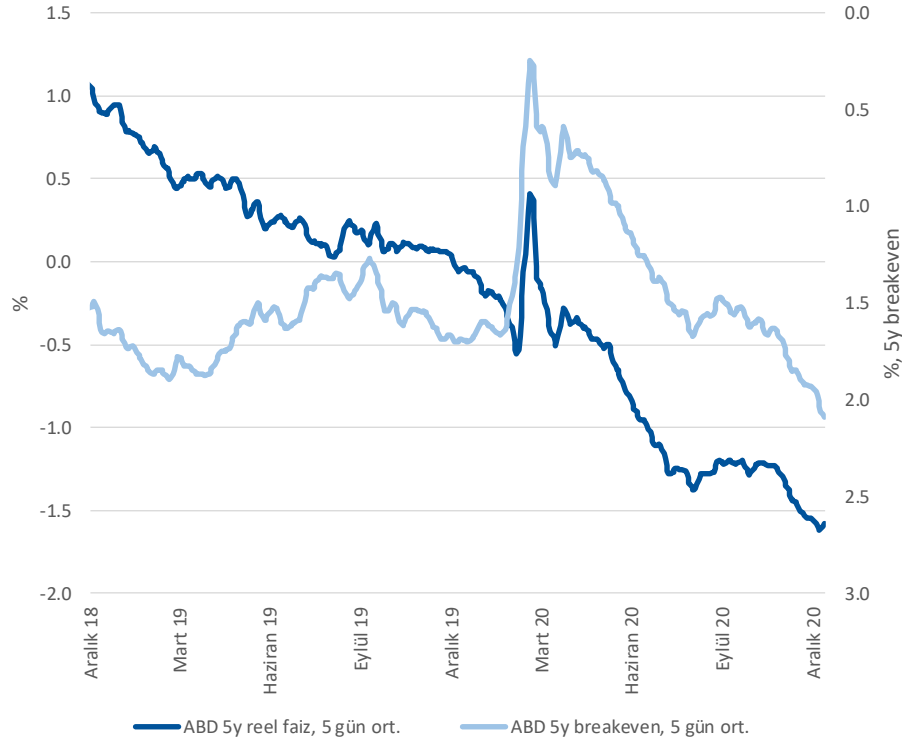


Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma, Bloomberg

Global Görünüm, ABD

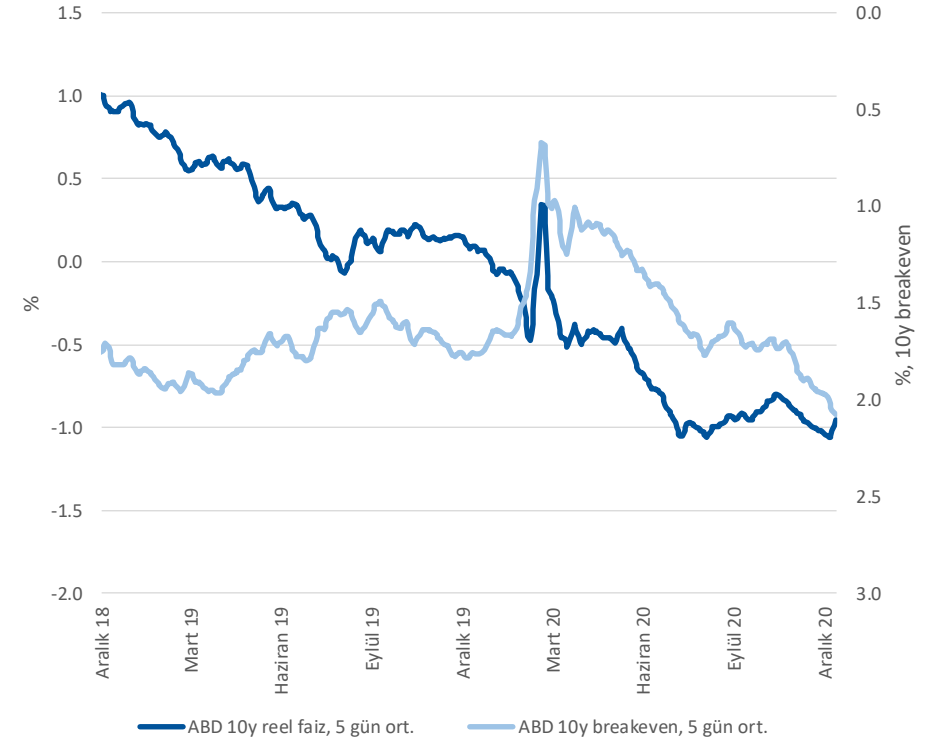
Global ekonomide nominal tahvil faizlerinin enflasyon beklentilerindeki toparlanma ile *-tarihi düşük seviyelerden-* 2021'de yükseliş patikasında ilerlemesini öngörüyoruz. Öte yandan reel faizlerin ise düşük seviyelerde kalma eğilimini muhafaza edeceği kanaatindeyiz. Yılın ilk yarısında faizlerdeki yukarı yönlü ivme enflasyon verilerinin odakta olması ile birlikte kısmen stres artışına neden olabilir.

ABD 5y reel faiz & 5y breakeven



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, Bloomberg
Breakeven değeri ters çevrilmiştir.

ABD 10y reel faiz & 10y breakeven

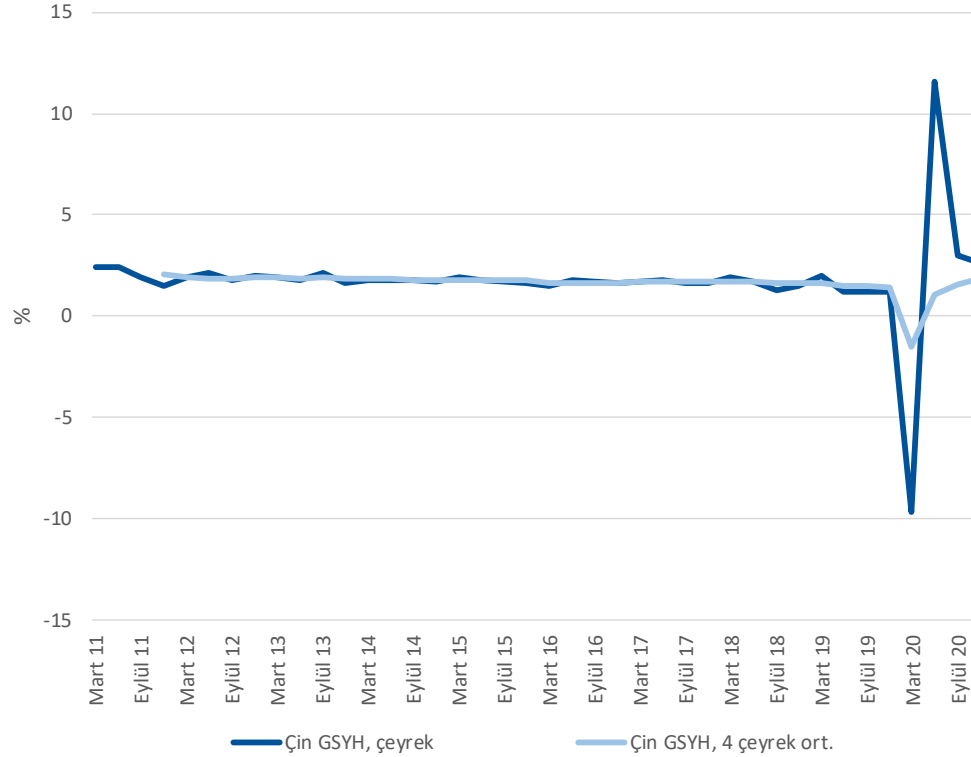


Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, Bloomberg
Breakeven değeri ters çevrilmiştir.

Global Görünüm, Çin

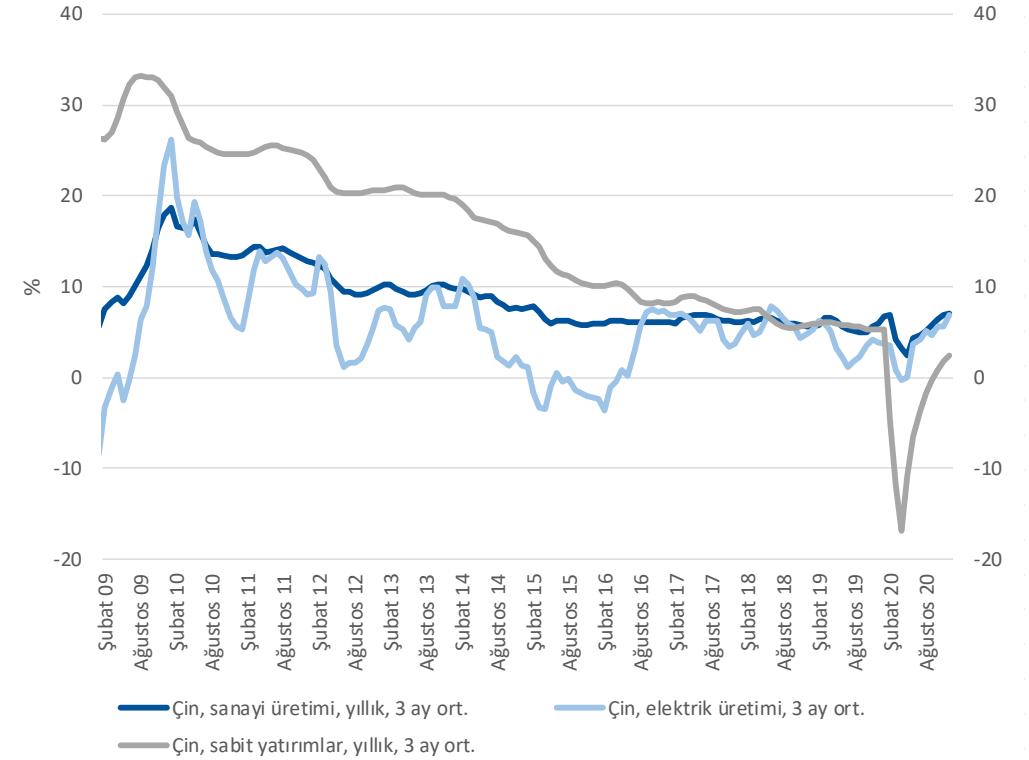
Dünyanın en büyük ikinci ekonomisi Çin, COVID-19 kaynaklı tahribata rağmen 2020 yılını %2'li seviyelerdeki büyüme performansı ile tamamlamayı başaracak. GSYH uzun dönem ortalamasından yaklaşık 2-3 puan aşağı yönde sapmak zorunda kalırken, konsensüs, 2021'de baz etkisinin de yardımıyla %7-8, 2022'de ise %5'li seviyelerde büyüme patikasında hareket etmesi. Üretim, Asya kaynaklı hızlı toparlandı.

Çin GSYH, çeyrek



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma, Bloomberg

Çin, öncü göstergeler

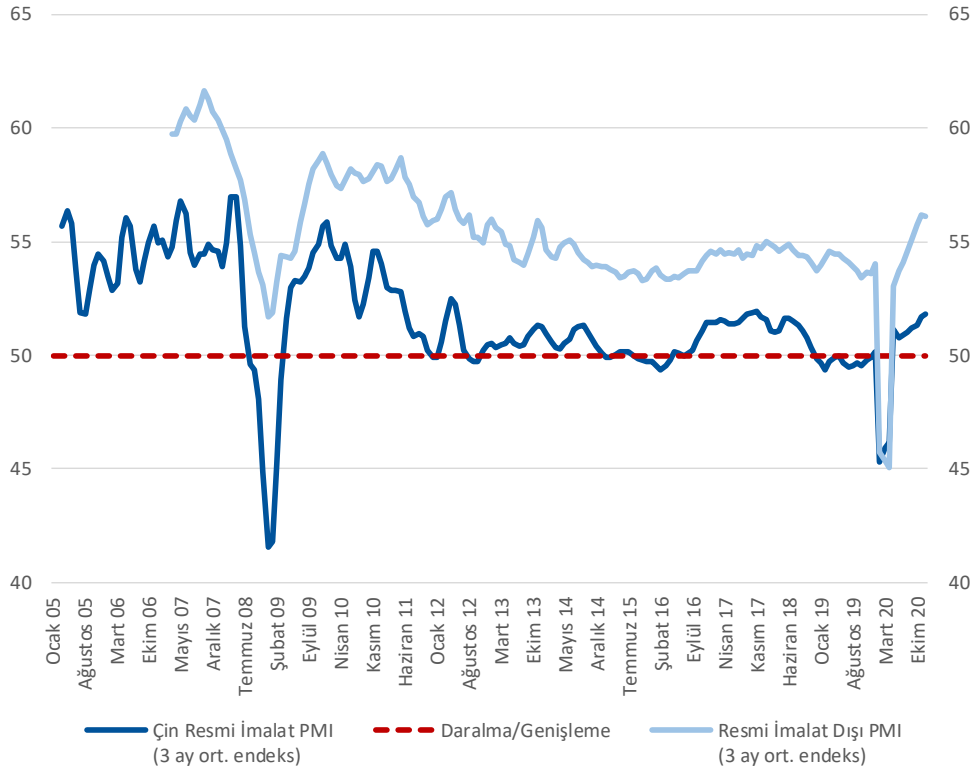


Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

Global Görünüm, Çin

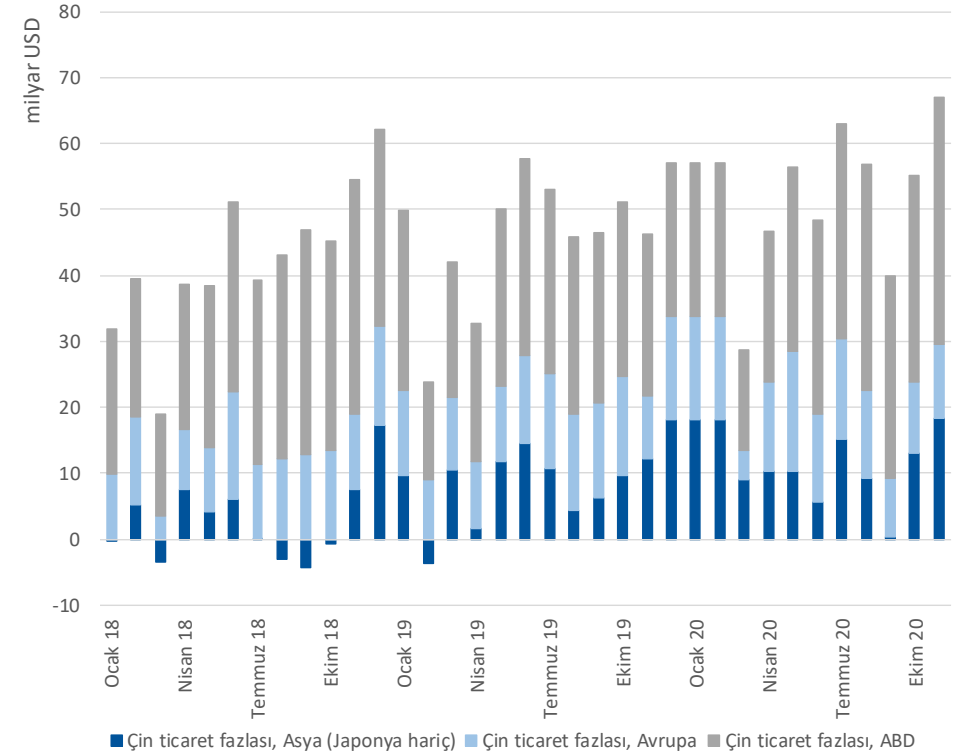
Üretim ve hizmet sektörlerine ait takip edilen göstergeler ekonominin globaldeki eğilimin aksine daha hızlı bir toparlanma süreci içerisinde olduğuna işaret ediyor. Ekonominin pandemi öncesi seviyesine dönüşü ABD ve Euro Bölgesi'nden daha erken olurken, başta Asya bölgesindeki ekonomilerin toparlanmaya katılım sağlaması ve ticaret dengesindeki pozitif durumu olumlu yönde etkiledi.

Çin imalat & yeni ihracat siparişleri PMI, resmi



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma, Bloomberg

Çin ticaret fazlası, seçilmiş bölgeler

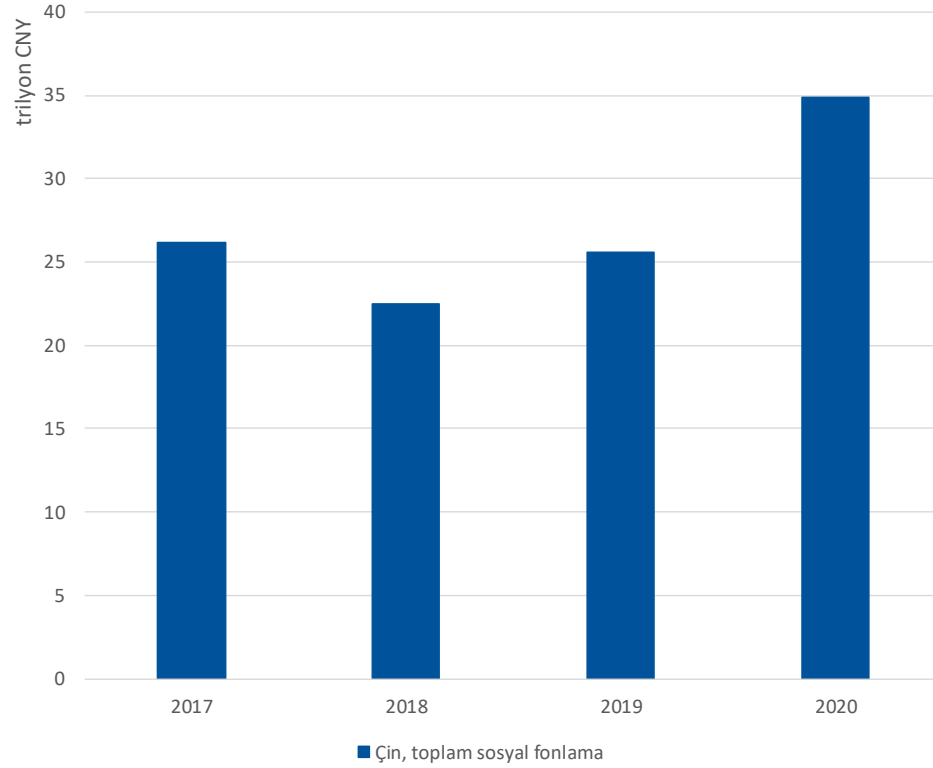


Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma, Bloomberg

Global Görünüm, Çin

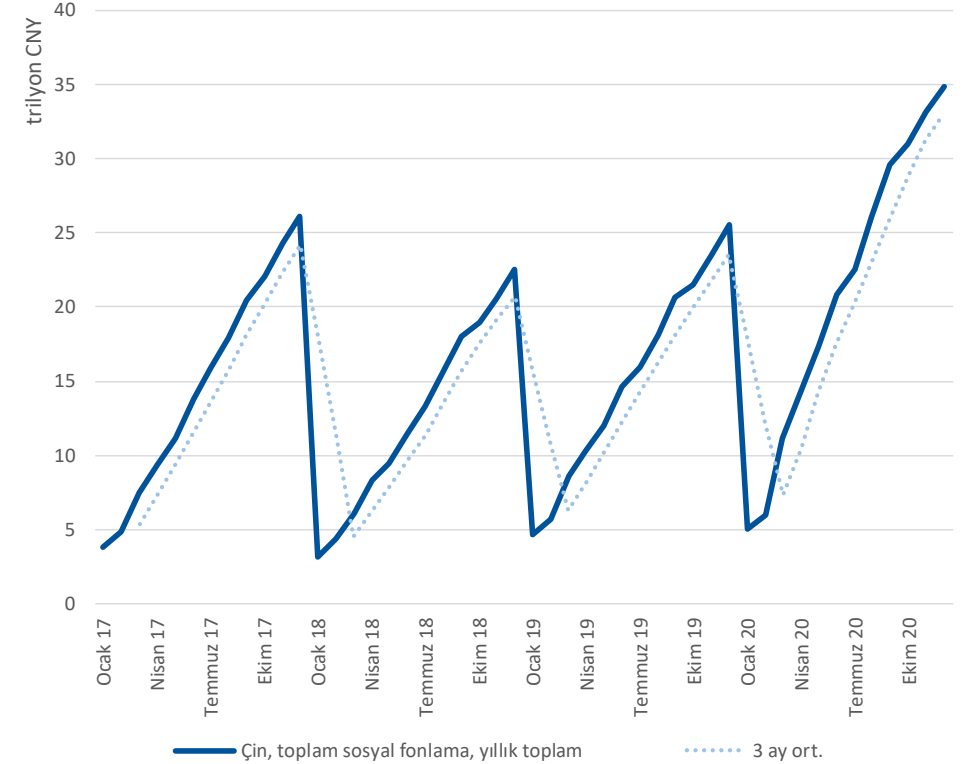
2020'de G10'a kıyasla sınırlı düzeyde teşvik adımları atılmış olsa da yine de yakın vade ile kıyaslandığında rakamlarda yükseliş gözlemlendi. 2021 yılında nispeten daha dengeli bir sürecin yaşanmasını bekliyoruz. Özellikle maliye politikası tarafında bir takım destekleyici önlemler geri alınsa da 2019'un üzerinde, 2020'nin ise gerisinde kalınan bir tablo oluşması yüksek ihtimal.

Çin, toplam sosyal fonlama, yıllık toplam



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

Çin, toplam sosyal fonlama, yıllık toplam

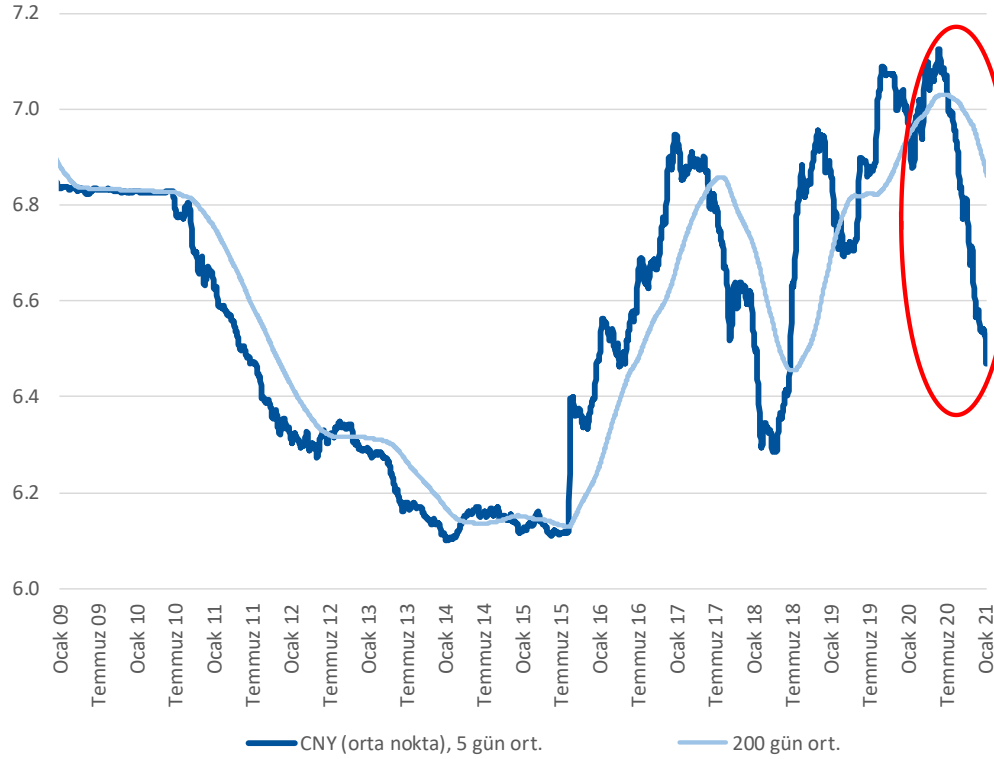


Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

Global Görünüm, Çin

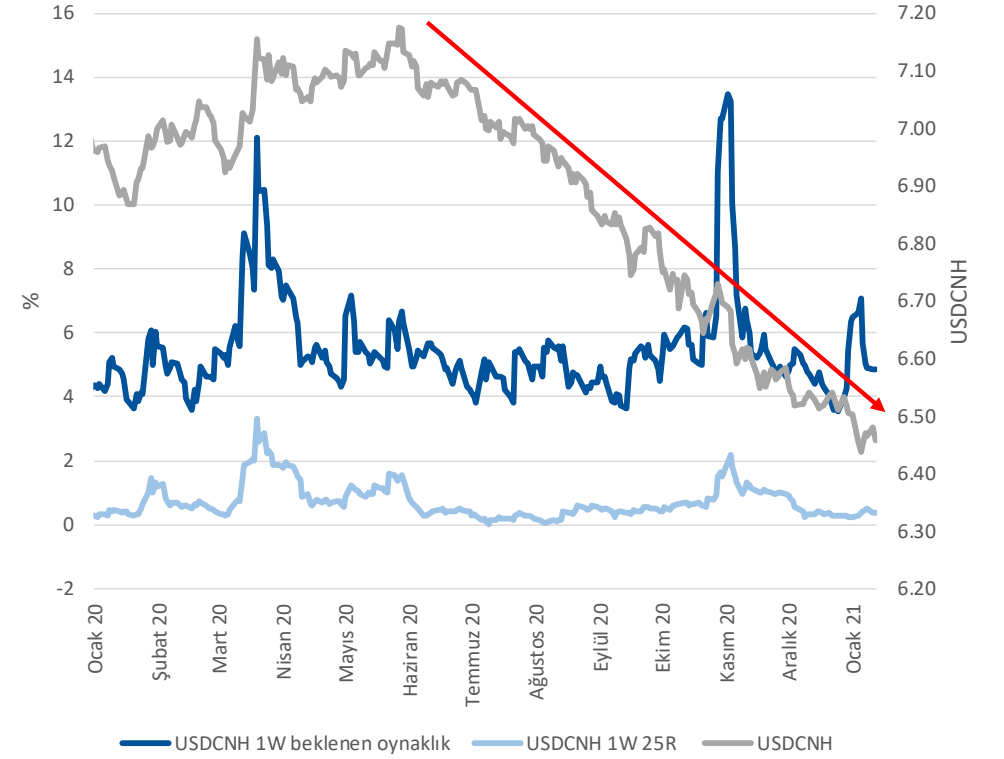
ABD ve Euro Bölgesi gibi önemli emsallerinin ciddi parasal ve mali genişleme adımları attıkları 2020 yılında Çin'de süreç oldukça kontrollü ve kendinden emin bir şekilde yönetildi. İlk çeyrekteki türbülansın ardından pandeminin ciddi tedbirlerle kontrol altına alınması yüksek nominal faizlerin yarattığı cazibeyi hatırlatırken, yabancı yatırımcı girişleri yuan için alan sağladı; parite 2 yılın düşüğüne geriledi.

USDCNY



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

Offshore yuan & seçilmiş opsiyon göstergeleri

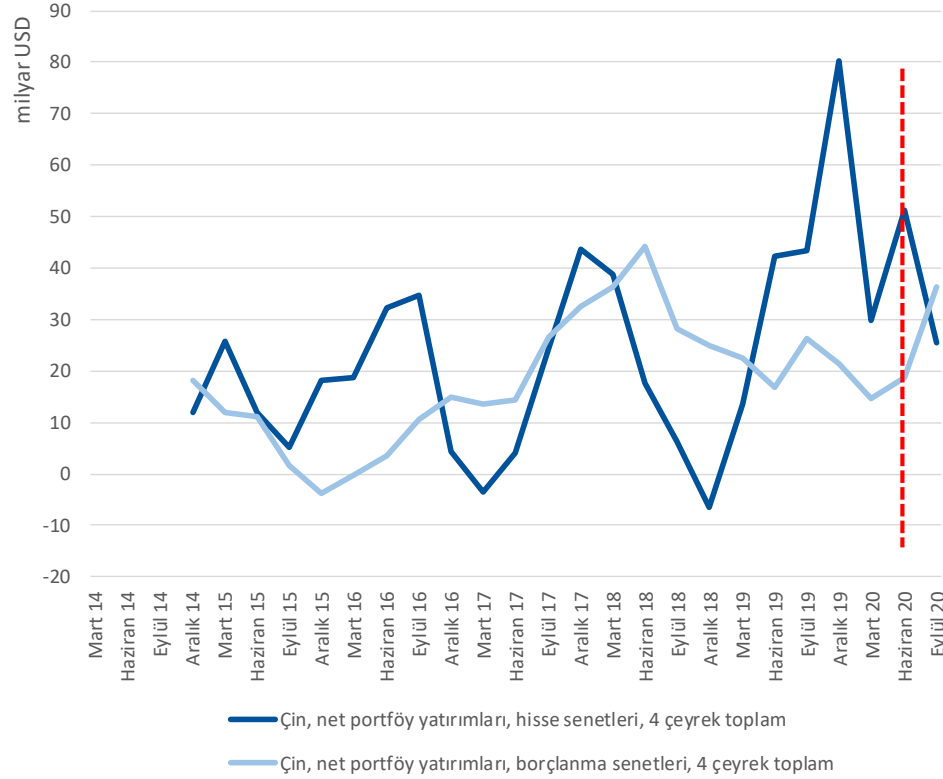


Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

Global Görünüm, Çin

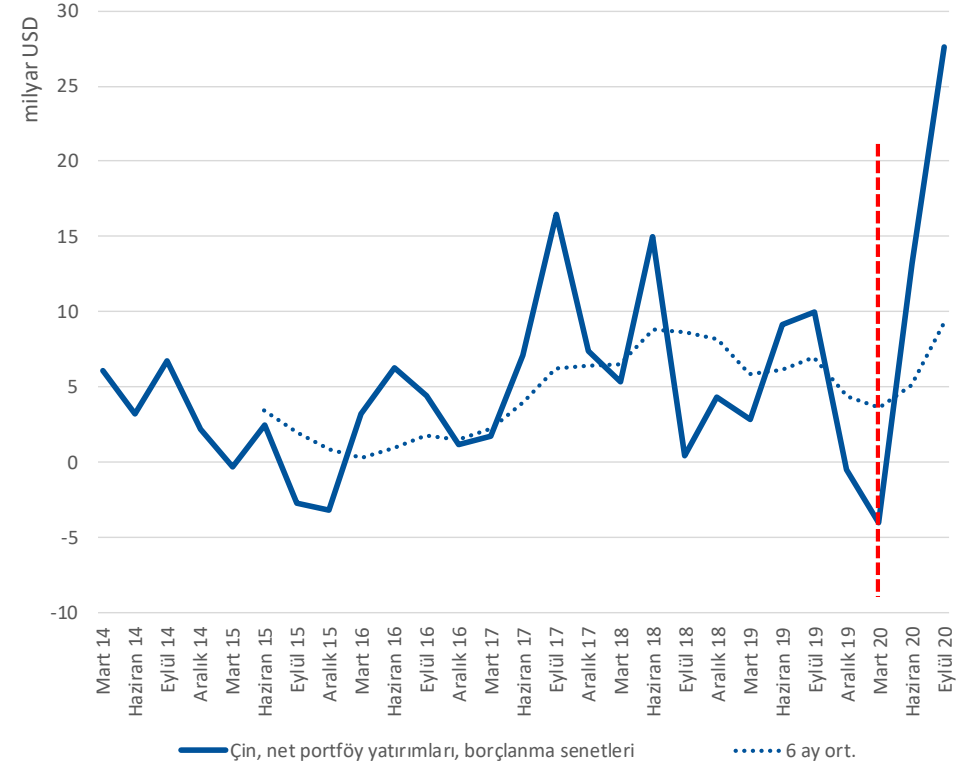
Global eğilimin aksine pandemi kaynaklı problemlerin sınırlı kalması ve yönetilebilir düzeyde gerçekleşmesi kıyaslamalı yüksek faiz ortamında Çin tahvil piyasasına girişleri hızlandırdı. Öte yandan bir diğer önemli unsur da global endekslere giriş ve Çin menkul kıymetlerine ayrılan paylardaki artışın desteklemesi oldu. 2021'de 'zayıf Amerikan doları' teması yuan açısından değerlendirme riski taşıyor. PBOC odakta.

Çin, net portföy yatırımları, hisse & borçlanma senetleri, 4 çeyrek toplam



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

Çin, net portföy yatırımları, borçlanma senetleri

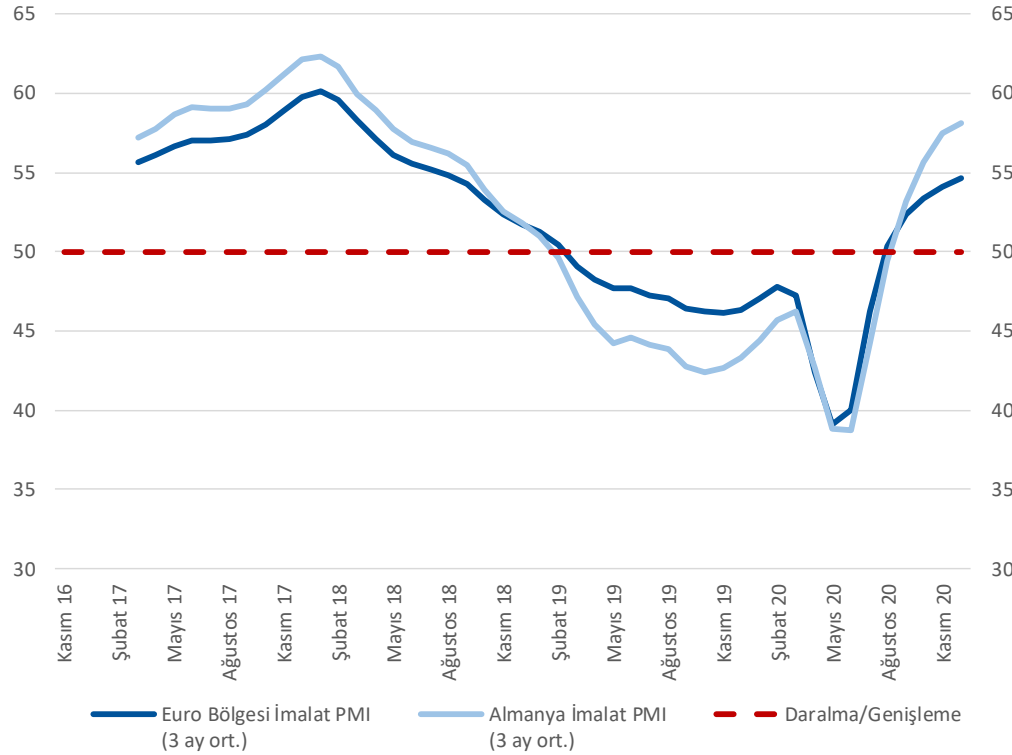


Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

Global Görünüm, Euro Bölgesi

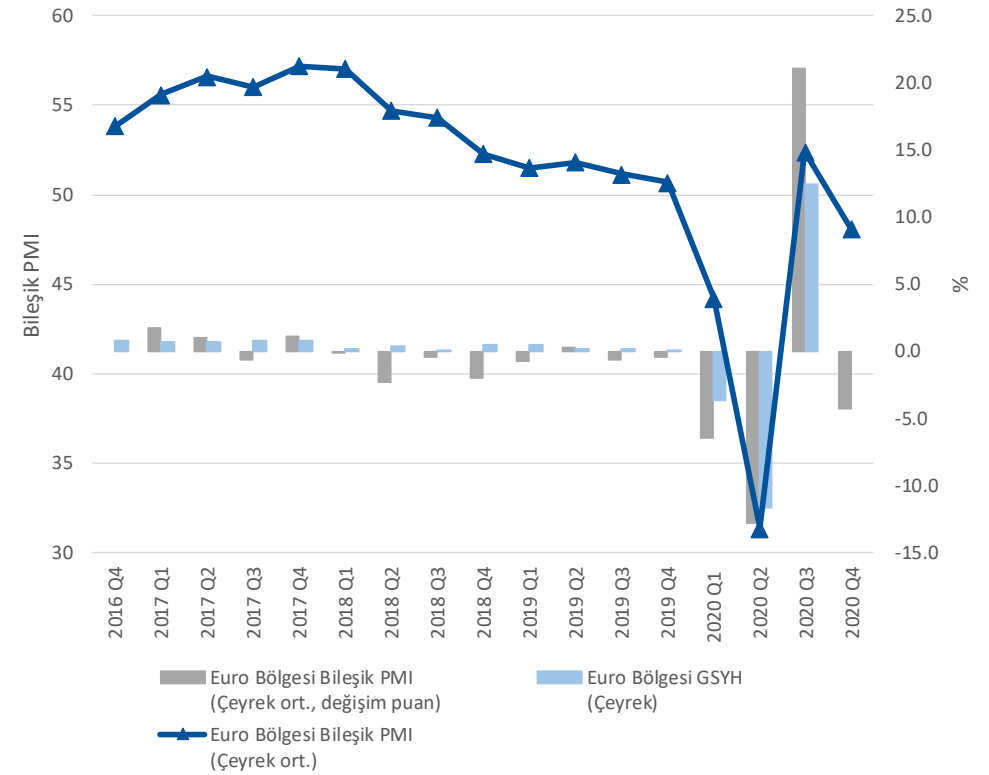
Yaşlı kıta Avrupa'da 2020 yılı daralmasının %7-8 aralığında gerçekleşmesi, 2021 yılı performansının ise baz etkisinin de katkısıyla %4-5 bölgesine toparlanması bekleniyor. Öncü göstergeler dünyanın geri kalan kısmında olduğu üzere imalat-hizmet ayrışmasının devamına işaret ederken, pandemi ile mücadele kapsamında alınan önlemlerin etkileri son çeyrek büyüme rakamını negatif bölgeye doğru ivmelendirmekte.

Euro Bölgesi & Almanya imalat PMI



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

Euro Bölgesi Bileşik PMI & Euro Bölgesi GSYH

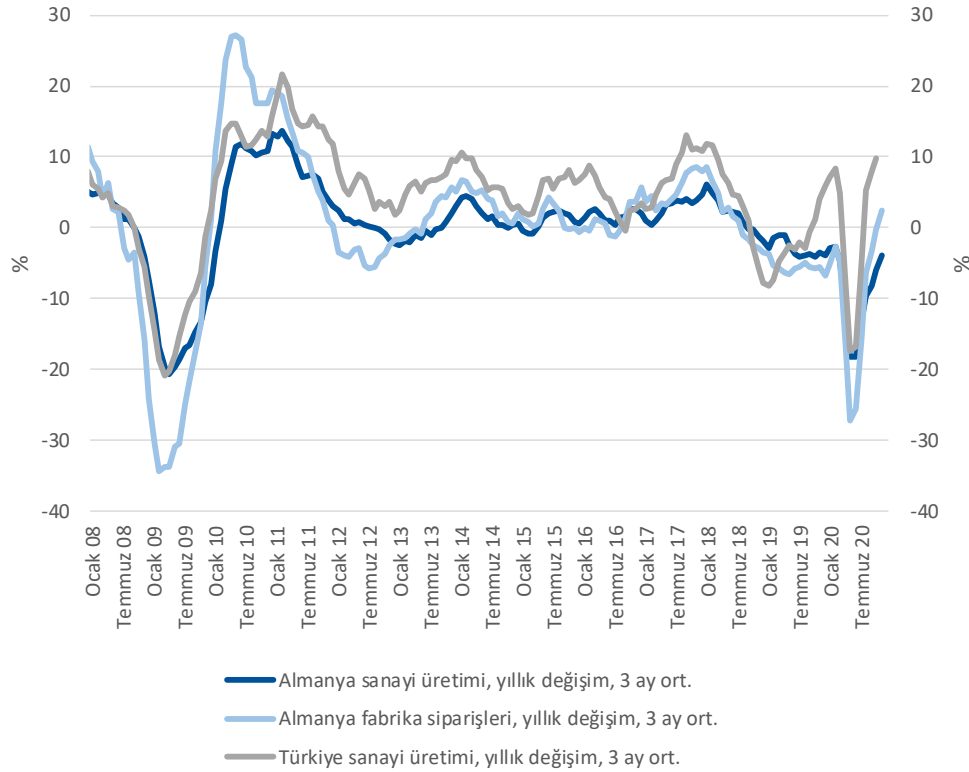


Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

Global Görünüm, Euro Bölgesi

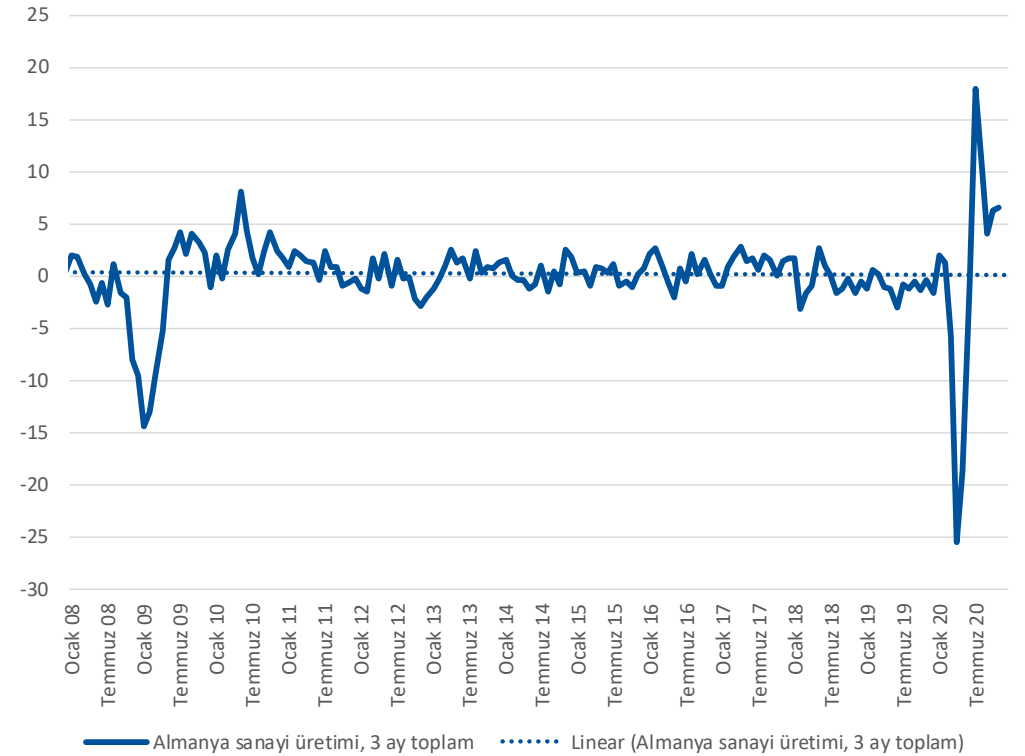
Bölgedeki ekonomik toparlanma için en önemli üye Almanya. 2021-22 dönemlerinde ekonominin ortalamada %4'lü seviyelerde büyümesi bekleniyor. 2021'de Başbakan Merkel uzun bir dönemin ardından siyaset arenasından çekilecek ve son çeyrekte Almanya'da seçimler takip edilecek. Birlik açısından Almanya'daki liderlik ve bölge siyasetinin geleceği gibi konular fiyatlamaları da doğrudan ilgilendiriyor.

Almanya fabrika siparişleri, sanayi üretimi & TR sanayi üretimi, yıllık değişim



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

Almanya sanayi üretimi değişimi, 3 ay kümülatif

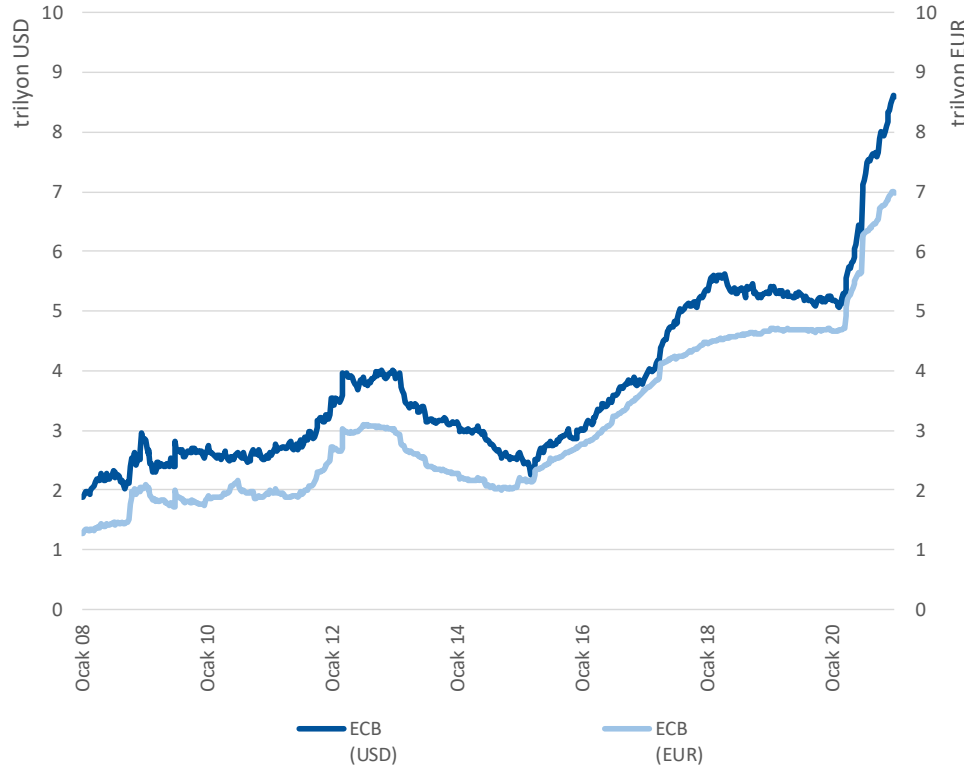


Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

Global Görünüm, Euro Bölgesi

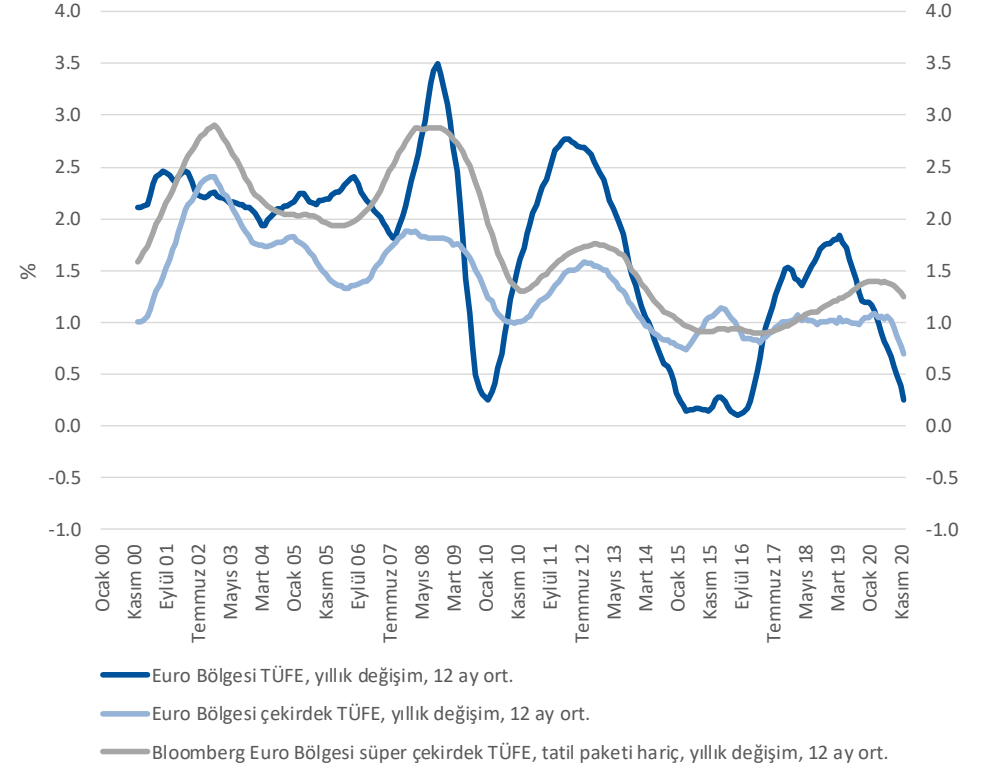
ECB'nin Fed ile koordineli devreye aldığı parasal genişleme süreci bilanço rekor yükseklerde tutmaya devam edecek. Öngörülebilir zaman diliminde bilançoda daralma ve/veya varlık alım programlarının (PEPP, APP) büyüklüğünde azalış beklemiyoruz. Kompozisyon ise değişiklik gösterebilir. Enflasyonun hedeften uzak, düşük seviyelerdeki seyri sürecek. Emtia grubu manşeti yukarı yönde baskılayabilir.

ECB bilanço büyüklüğü



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma, Bloomberg

Euro Bölgesi, enflasyon göstergeleri, yıllık



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

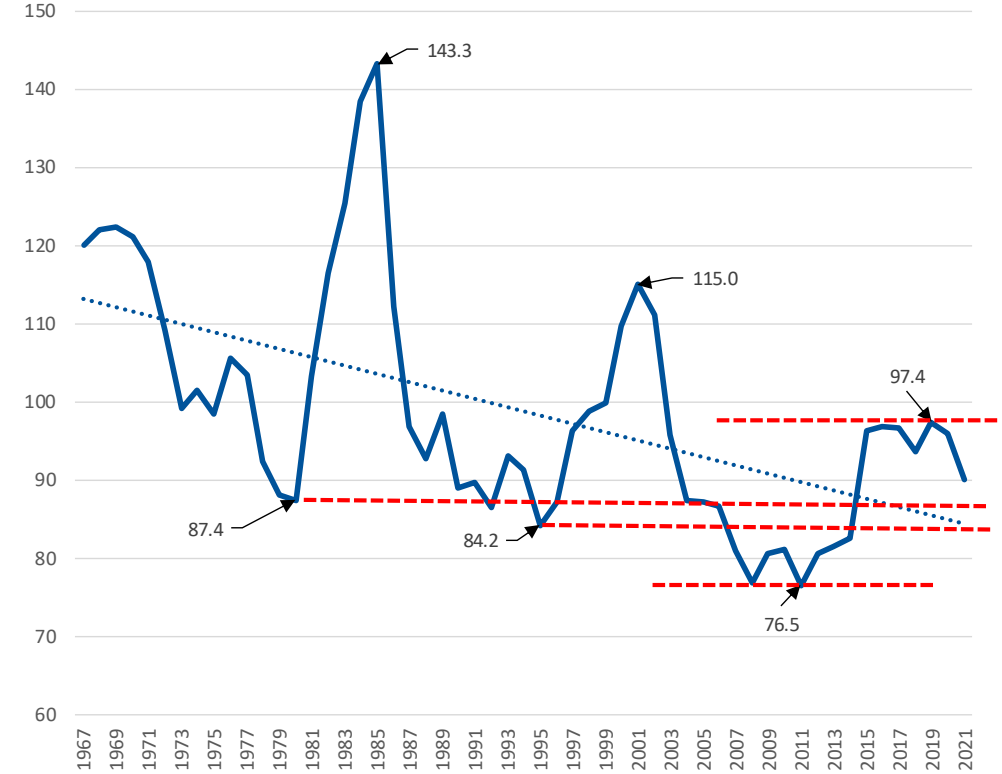
■ Fiyatlamalara bakış

Amerikan doları

Pandeminin şiddetini artırdığı ve belirsizliğin had safhada olduğu Nisan 2020 döneminde ortalama DXY seviyesi Nisan 2017'den bu yana en yüksek rakam olan 99.9'a ulaşırken, global finansal koşulların da sıkılaştırılmasında tetikleyici faktör olarak belirdi. Yılın geri kalan sürecinde ise 'zayıf Amerikan doları' teması eksenli işlemler fiyatlamaların odak noktasına yerleşti. 2021'de eğilimin devamını öngörüyoruz.

- Her ne kadar geçtiğimiz yıl başlangıcında paylaştığımız strateji raporumuzda 2020 içerisinde Amerikan dolarının değer kazanabileceğini düşünen sınırlı kesimde yer almış olsak da pandemi kaynaklı oluşan belirsizlik ortamının desteklediği primlenme şiddetinin bu denli yüksek olması bizler açısından da sürpriz niteliğindedir.
- Geride kalan yılın Mayıs-Haziran döneminde başlayan ve globalin geniş kesimine yayılan 'zayıf Amerikan doları teması' eksenli işlemlerin 2021 yılında da ana odak noktası olarak yoluna devam edeceğini düşünüyoruz.** Başta ABD olmak üzere G10 nezdinde atılan genişlemeci para ve maliye politikası adımlarının kısa vadede geri alınma riski taşıdığı fikrine katılmıyoruz. Her ne kadar yeni bir genişleme süreci beklemesek de mevcut pozisyonların önemli bir çoğunluğu bu yıl içerisinde de devam edecektir. Öte yandan global ekonomik toparlanmanın şiddeti büyük çoğunlukla aşının kapsamı ve hızına paralel şekilleneceği için yıla dair risklerin de tam olarak masadan kalktığını söylemek kolay değil. Bu noktada 2021 için muhtemel 'siyah kuğu' riski beklenenden çok daha erken ve hızlı bir global ekonomik toparlanma karşısında mevcut teşvik politikalarının geri çekilmesine yönelik tartışmaların şiddetlenmesi olacaktır. Daha önce de belirttiğimiz üzere, henüz bu aşamada olduğumuz kanaatinde değiliz.
- 2020'de devreye alınan süreçlerden en önemlisi Fed önderliğinde gerçekleştirilen parasal genişleme adımları oldu. Bu nedenle global varlık fiyatlamalarında da yukarı yönde hareketler geçmiş dönem ortalamaları üzerinde gerçekleşti. Ancak, ağırlıklı pozisyonlanmalar ABD varlıkları özelinde oldu ve dışarı çıkma noktasında inatçı davrandı. İçerisinde bulunduğumuz yıla dair 'zayıf Amerikan doları teması' düşüncemizin esas çıkış noktalarının başında portföy akımlarının ABD dışındaki noktalara hareket etme isteği ve bu durumun getireceği zaruri hedging mekanizması yer almakta. En iyimser senaryoda DXY'nin 2014 yılı seviyeleri olan 80.00, daha dengeli durumda ise 84.00-86.00 bölgesine çekilmesini bekleriz.

DXY, yıl ort.

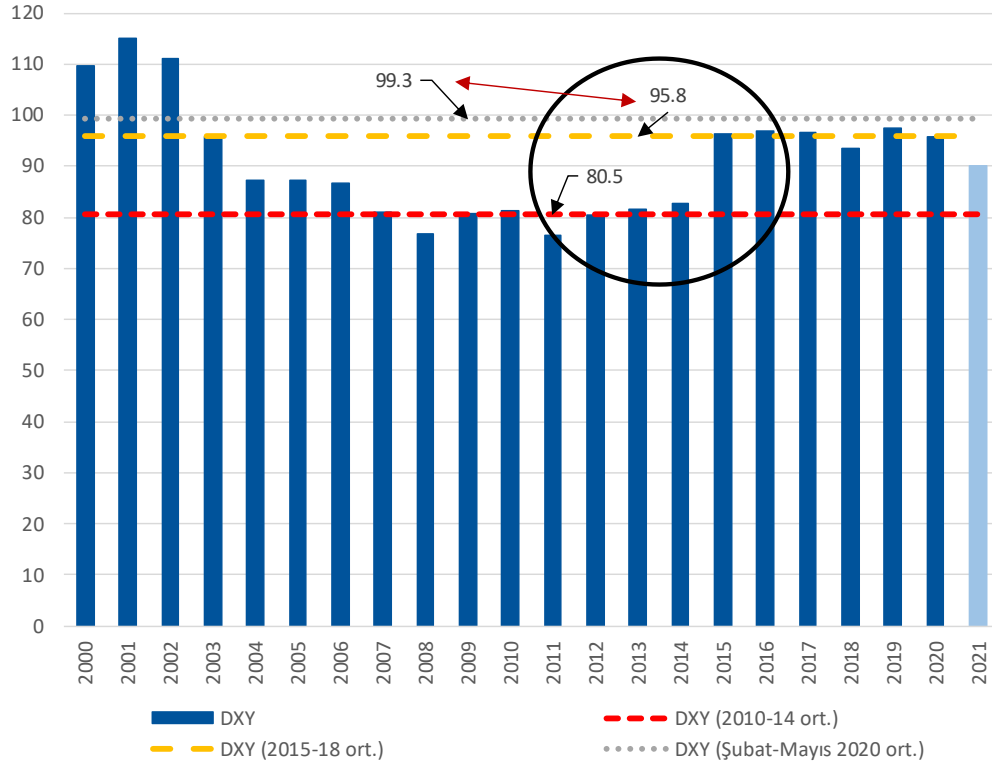


Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

Amerikan doları

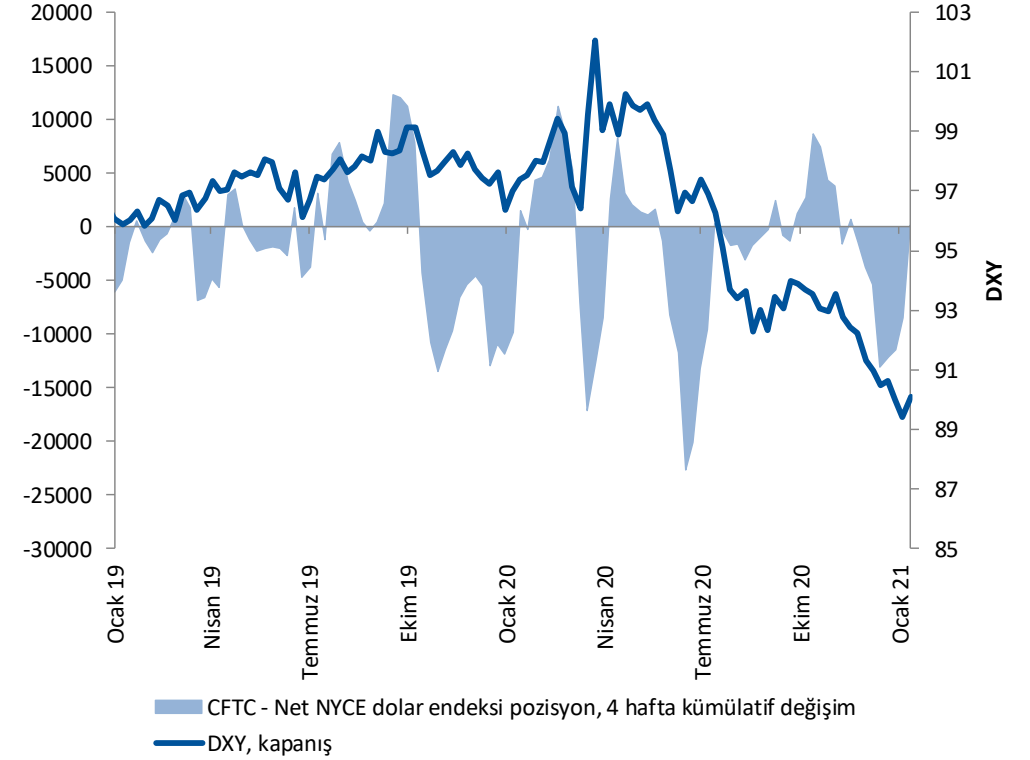
Kısa yönlü spekülasyon USD pozisyonlanmaları yüksek seviyelerde bulunmasına rağmen hala daha oyun alanı olduğu kanaatindeyiz. Yaklaşık \$30 milyar civarı net pozisyonlanmanın önemli bir kısmı EUR kaynaklı. Genele yayılma ve gelişmekte olan ülke varlıklarına yönelme değer kaybı sürecini hızlandırabilir. Küresel toparlanmanın seyri ve merkez bankalarının iletişim sürecini nasıl yöneteceği kritik olacak.

Amerikan doları performansı: DXY, yıl ortalamaları



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

DXY & CFTC spekülasyon pozisyonları

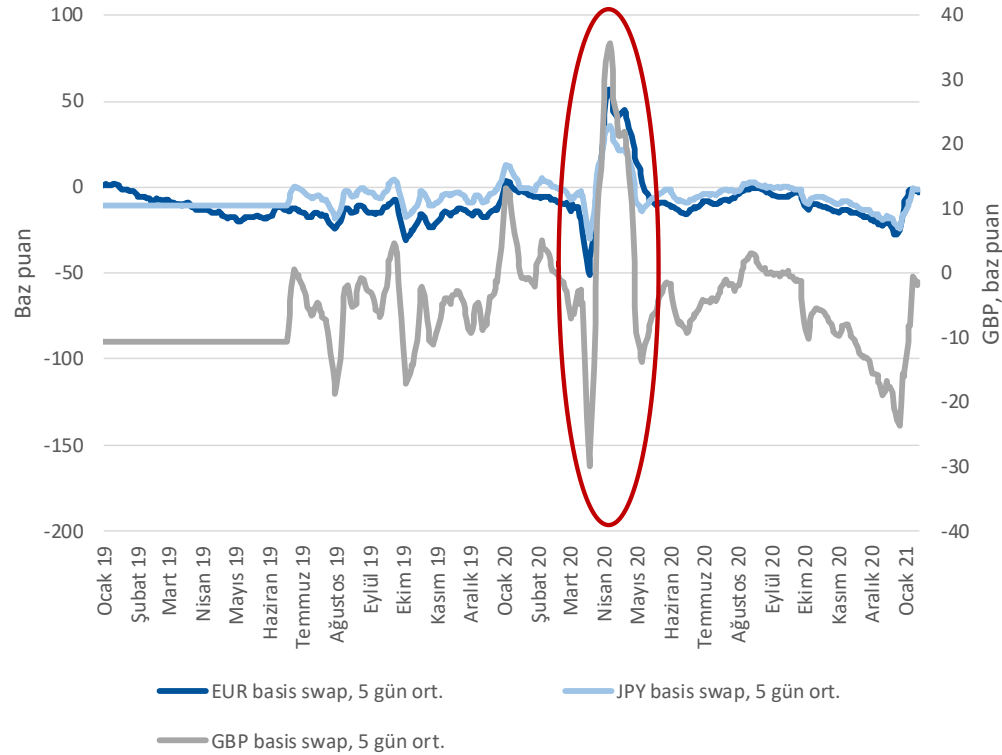


Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

Amerikan doları & Global Fonlama

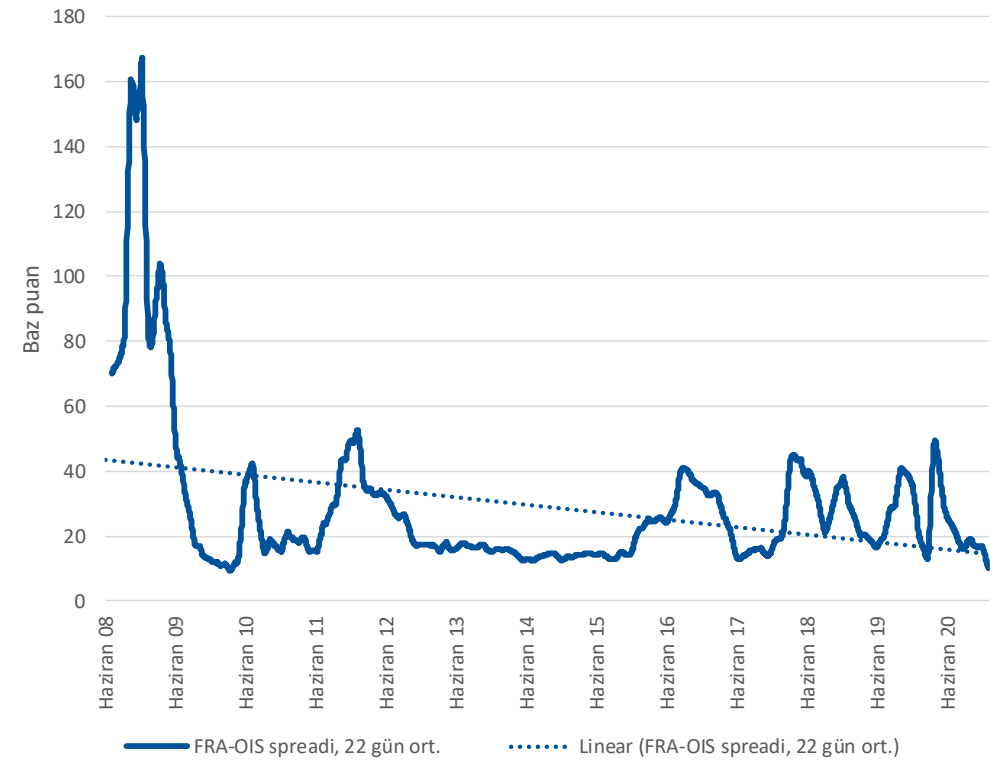
Para piyasaları fonlama endişeleri kaynaklı stresi ciddi ölçekte geride bıraktı. Fed'in farklı merkez bankaları ile devreye aldığı swap operasyonlarına ECB'nin Euro Bölgesi dışına genişletme kararı borçlanma maliyetlerinin düşüşüne imkan tanıdı. Ciddi bir likidite sıkışıklığının yakın vadede olma olasılığı şu aşamada oldukça düşük. Varlık alım programlarının devamı bu nedenle toparlanmada büyük öneme sahip.

EUR, JPY, GBP basis swap



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma, Bloomberg

FRA-OIS spreadi, 22 gün ort.



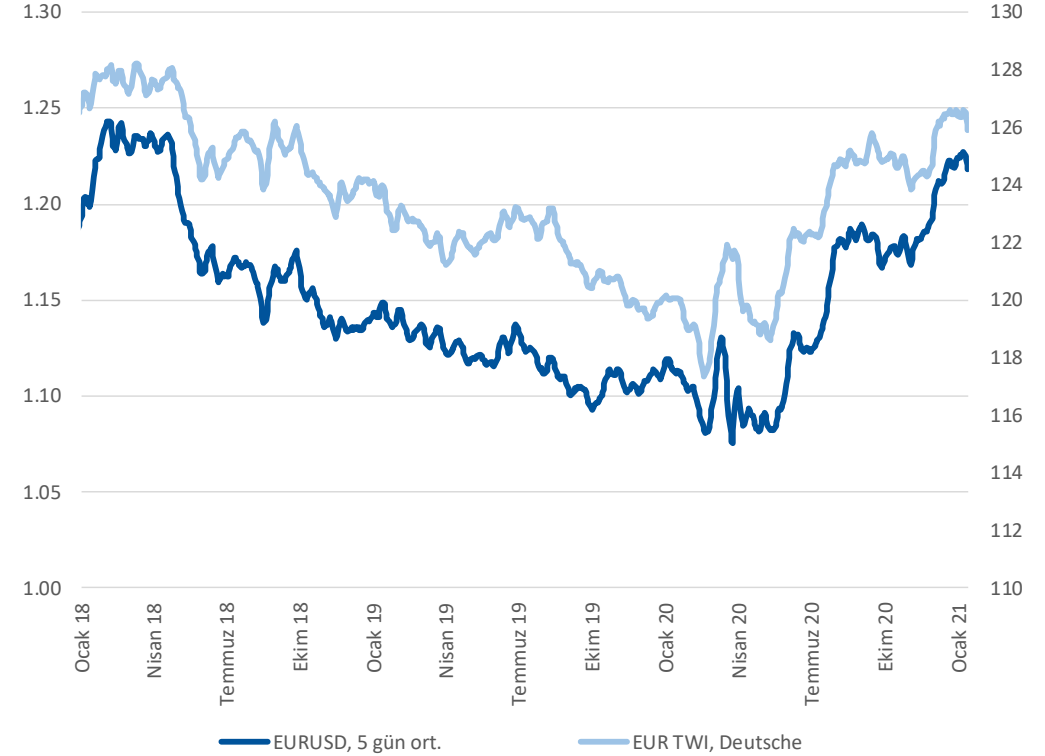
Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma, Bloomberg

Euro, EURUSD

Ortak para birimi EUR için uzun yıllar sonra pozitif yönlü beklentiye sahibiz. Söz konusu düşüncemizin bir kısmı Avrupa kıtası kaynaklı sebepler ile ilişkili olsa da kayda değer bölümü global Amerikan doları zayıflığına yönelik değerlendirmemizden geliyor. 2021 yılında majör çapraz pariteler DXY gerilemesinin genele yayılmasından olumlu etkilenme potansiyeline sahipler. Riskler elbette yok değil.

- 2020'de yılın ikinci yarısının neredeyse tamamına yakın bir sürede Amerikan dolarına karşı olumlu EUR düşüncesinde sahiptik. Söz konusu düşüncemiz yine aynı zaman aralığında sıklıkla çağrıda bulunduğumuz 'zayıf Amerikan doları teması' eksenli işlemler ile de paralellik gösteriyordu. Benzer iyimserliğe 2021 yılı için de sahibiz. **Merkezde aynı beklentilerden hareketle EURUSD paritesinin yıl içerisinde ağırlıklı 1.25-1.30 aralığında işlem göreceğini değerlendiriyoruz. Kapanış beklentimiz ise 1.27.**
- Hali hazırda EURUSD paritesinde takip edilen seviyelerin genel konsensüsün aksine ECB açısından rahatsız edici noktalarda bulunduğu düşüncesine katılmıyoruz. Bölge genelinde resmen negatif faiz politikasına geçişten bu yana EURUSD paritesi 2014-20 arası dönemde ortalama 1.1597 seviyesinde oluşum gösterirken, 2007-13'te 1.3672 ile takip edilmişti. Yani, sadece paritede %15'lik bir değer kaybının yaşandığı 7 yıllık süreç geride kaldı. Öte yandan 2020'de ise 1.1419 seviyesi ile (ortalama) bir önceki yıla kıyasla sadece %2 artış gözlemlendi. Düşüncemiz o ki EUR nezdinde genele yayılır bir değer kazancı ortamı oluşmadan ve bilhassa parite 1.25-1.30 aralığına kalıcı şekilde oturmadan sözle yönlendirmenin ötesinde negatif faizi genişletme (%-0.50 mevcutta) vari adımların gelme ihtimali oldukça düşük.
- EURUSD paritesi nezdinde yaptığımız analizi farklı ölçümlerle çoğaltmak mümkün. Örneğin, Deutsche Bank tarafından oluşturulan ticaret ağırlıklı endeks 2014-20 arası dönemde ortalama 121.6 ile takip edilirken, 2007-13'te ise 130.4 seviyesinde oluştuğunu gösteriyor. Yani, paritenin yarısı kadar, %7'lik düşüş söz konusu.

EURUSD, ticaret ağırlıklı EUR

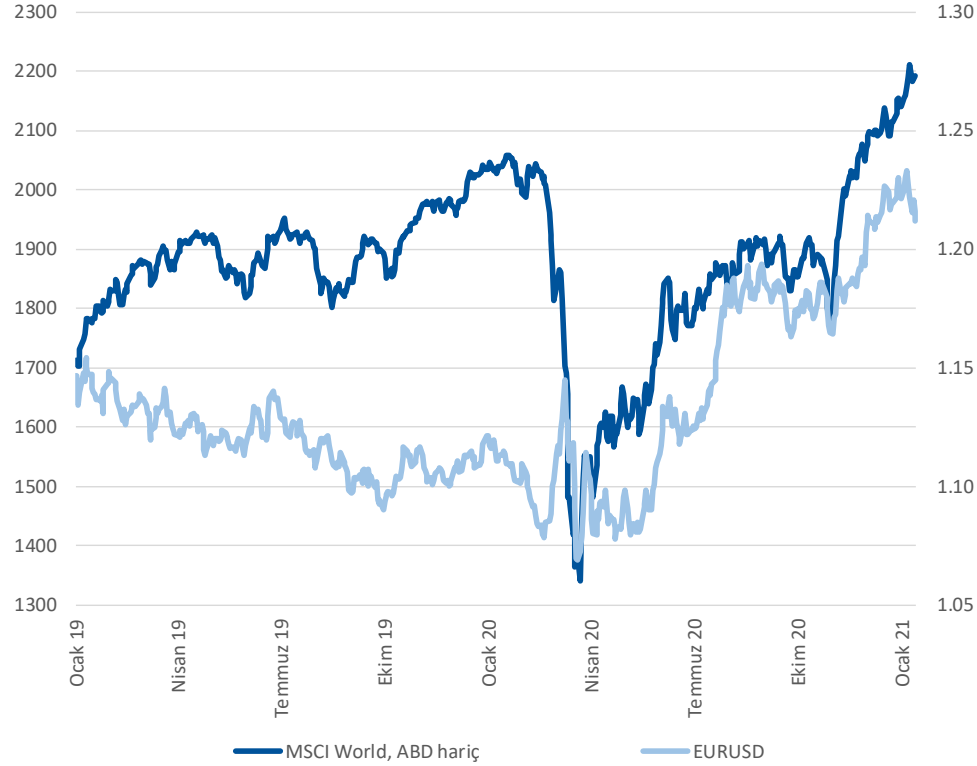


Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

Euro, EURUSD

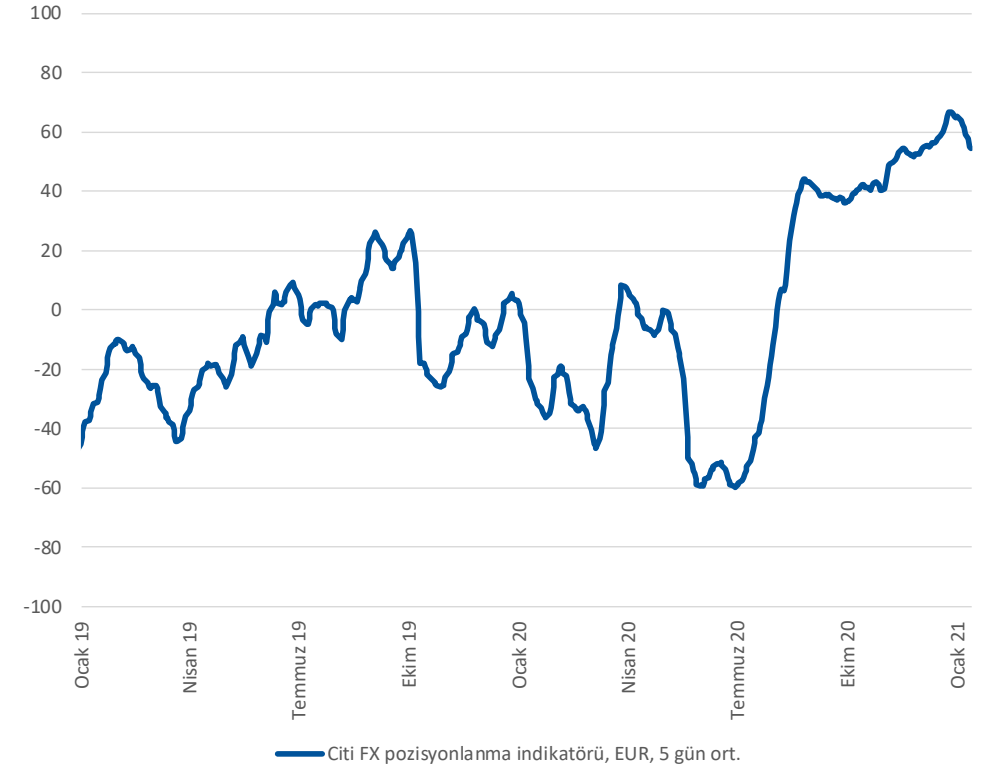
2020'de EUR açısından alginın pozitive dönmesi: i) ECB'nin proaktif para politikası adımları atması ii) Global USD değer kaybı iii) Avrupa Kurtarma Fonu (AKF)'nin devreye alınması ve Birlik açısından politik riskleri azaltması iv) Yılın ikinci yarısında fon akımlarının ABD dışına çıkma isteği v) EURUSD paritesinin risk iştahında sembol rol üstlenmesi gibi farklı nedenlerden kaynaklandı.

MSCI World, ABD hariç & EURUSD



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

Seçilmiş para birimleri için pozisyonlanma indikatörleri



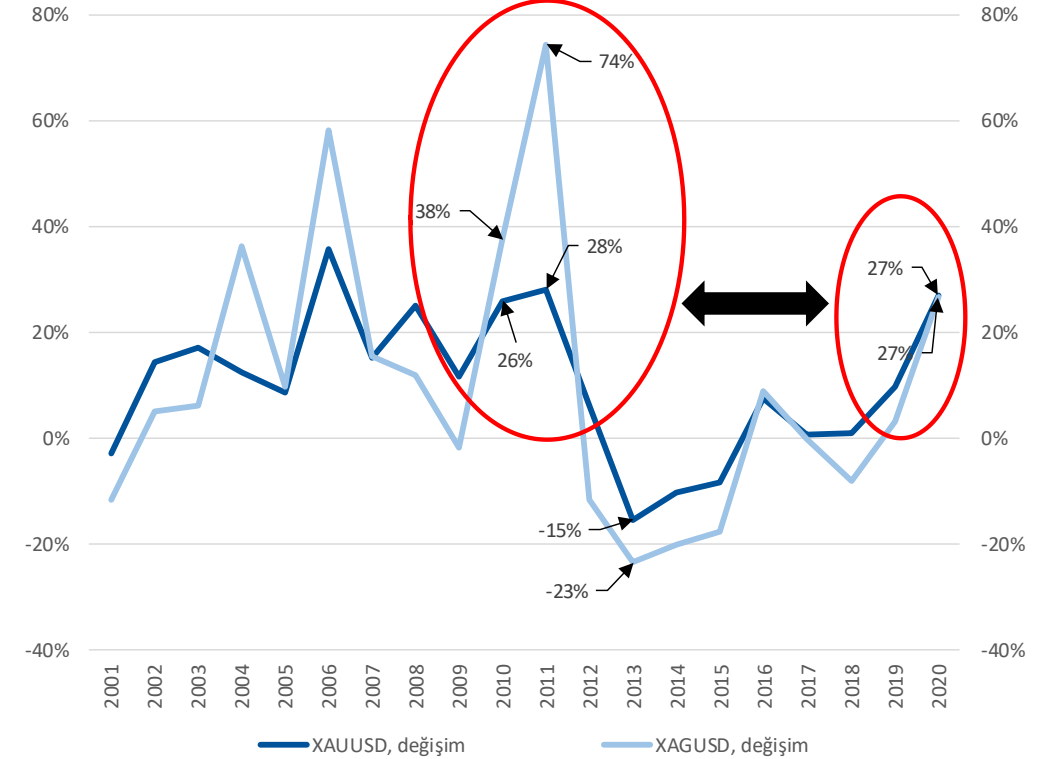
Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma, Citi, Bloomberg

Değerli Metaller: Ons altın, gümüş

2021 yılı için kurguladığımız global ortama paralel değerli metaller grubunun öne çıkan iki üyesi altın ve gümüş fiyatlamaları için de pozitif yönlü düşüncelere sahibiz. Destekleyici finansal koşulların 2021 yılının genelinde etkili olacağını değerlendirmekle birlikte yılı iki farklı yarıda şekillendirmek daha sağlıklı olacaktır. Özellikle ilk 6 aylık dönemi değerli metaller açısından ortalamada daha pozitif öngörüyoruz.

- Pandemi kaynaklı artan yüksek belirsizlik ortamı değerli metallerin 7 yıllık uyku döneminden uyanmasında tetikleyici faktör olarak belirdi. Genişlemeci para politikalarının kamu maliyesi cephesinde atılan adımlar ile desteklenmesi yatırımcıların uzun bir aranın ardından yeniden altın ve gümüş işlemlerine artan oranda ilgi duymalarına zemin hazırladı. Bir tek farkla: Global merkez bankalarının alımları 2020'de gündemin farklı noktalara kayması kaynaklı değişirken, ETF alımları ana belirleyici rolü üstlendi ve tek başına işlemlerde etkili oldu. Buna göre, ons altın cephesinde gerçekleşen ETF alımları \$41.3 milyar seviyesine ulaşırken, 2004 sonrası hesaplama döneminin rekor yüksekliğinde takip edildi. Benzer şekilde gümüş cephesi de yılı \$5.1 milyar alım ile tamamlayarak 2006 sonrası hesaplama döneminin rekor düzeyinde gerçekleşti.
- **Global finansal koşullara yönelik oluşturduğumuz beklentilerimizin doğal bir yansıması olarak değerli metaller grubunun 2021 döneminde de yatırımcılar açısından avantaj sağlamaya devam edeceğini düşünüyoruz.** Her ne kadar globalde nominal faiz hadlerinin yükseleceğini değerlendiresek de:
 - Reel faizlerin düşük seviyelerde kalmaya devam edecek olması,
 - Başta Fed olmak üzere global para politikalarında gelecek 12 ay vadede geri dönüş olmayacağını düşünmemiz,
 - Zayıf Amerikan doları teması eksenli işlemlerin ana belirleyici rol üstlenmeye devam edeceğine olan inancımız,
 - Pandemi kaynaklı risklerin yılın ikinci yarısında bugüne kıyasla daha düşük düzeylerde olacağını düşünmekle birlikte şu aşamada ihtiyatlı duruşu koruma isteğimiz,
 - Fed'in JH Sempozyumu'nda ilan ettiği ortalama enflasyon hedeflemesi rejiminin değerli metallerle olan ilgiyi belirli bir seviyede koruyacağı şeklindeki düşüncelerimizin sonunda XAUUSD paritesinin 2021 yılında ortalamada \$2050, XAGUSD paritesinin ise \$29 seviyesinde oluşacağını öngörüyoruz.

XAUUSD & XAGUSD, yıllık ortalama performans

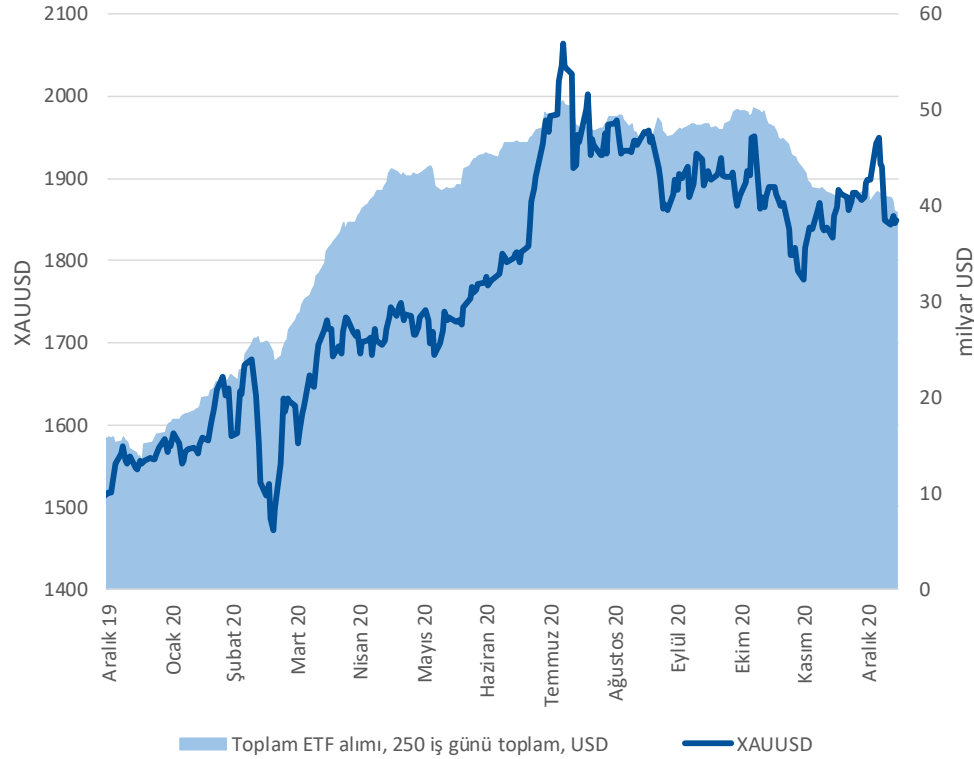


Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

Değerli Metaller: Ons altın, gümüş

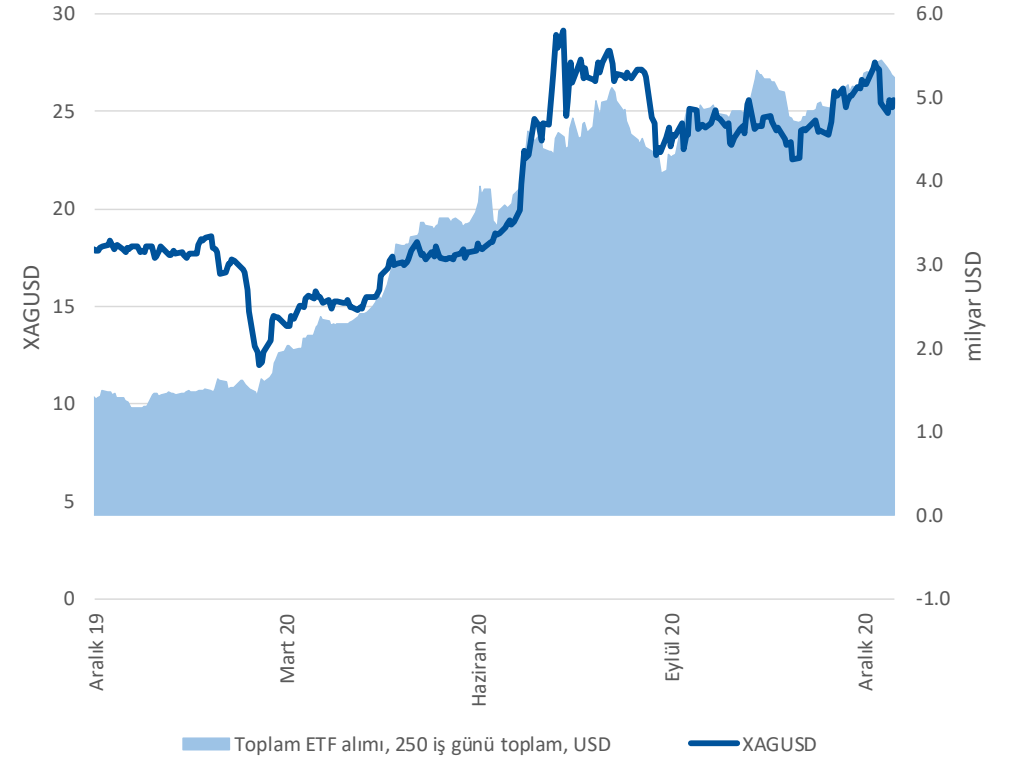
Global ve yerel yatırımcıların altın ve gümüş işlemlerine olan ilgisinin 2020 ölçeğinde olmasa da 2021 yılı içerisinde de devam edeceğini düşünüyoruz. İyimser küresel toparlanma senaryosuna karşı fon akımlarının zayıf USD teması ve getiri arayışı isteklerini artırma ihtimalleri yılın ilk yarısında değerli metaller grubunu destekleyebilir. ETF'lerin nasıl bir pozisyon alacağı ise trendde ana faktör olacak.

Ons altın & toplam altın ETF, 250 gün değişim



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma, Bloomberg

XAGUSD & ETF USD karşılık, 250 iş günü toplam

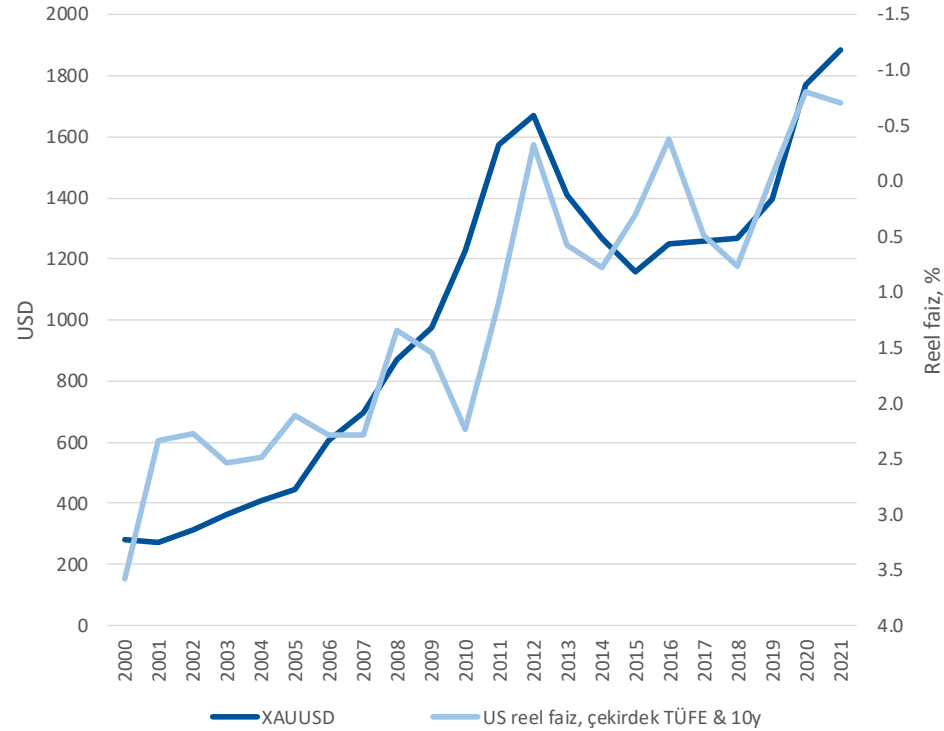


Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

Değerli Metaller: Ons altın

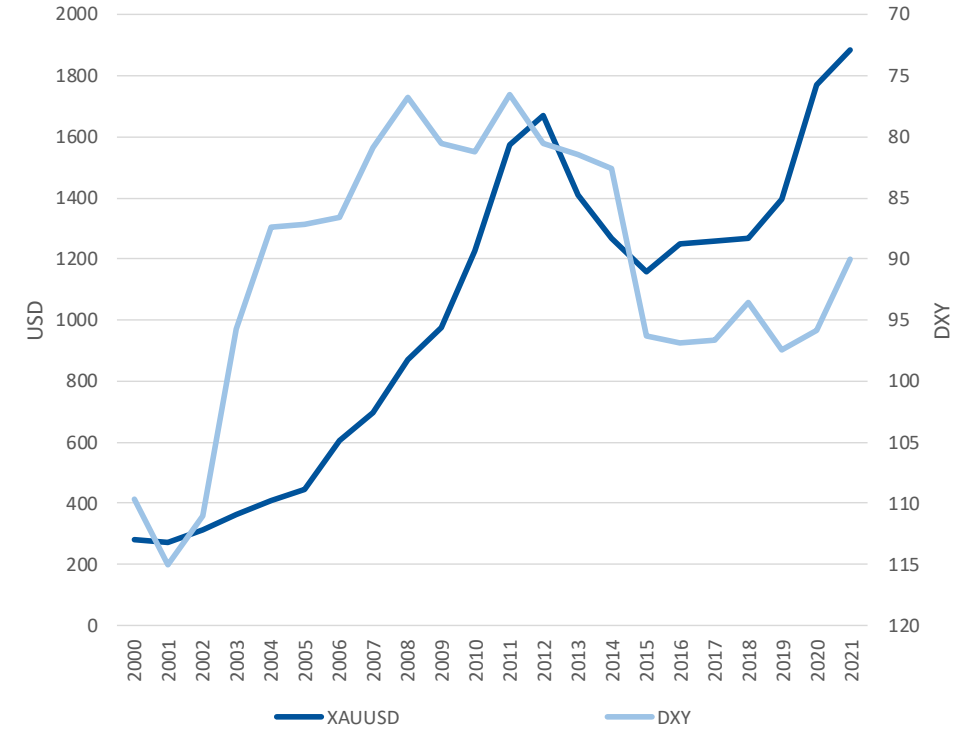
Amerikan dolarındaki zayıflığın 2021 yılı içerisinde de korunması, ara düzeltme riskleri olmakla birlikte ortalama performansta oyun değiştirici bir durumun gündeme gelmeyeceğini düşünmemiz ve reel faizlerin nominal cephedeki yükseliş beklentimizin aksine düşük seyrini muhafaza edeceğine olan inancımız bilhassa yılın ilk yarısında ons altına yönelik avantaj sağlayacak gerekçeler olarak belirlemekte.

Ons altın (spot) & US reel faiz, yıllık ortalama seviye



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, Bloomberg
US reel faiz sağ ekseninde ters çevrilmiştir.

Ons altın (spot) & DXY, yıllık ortalama seviye

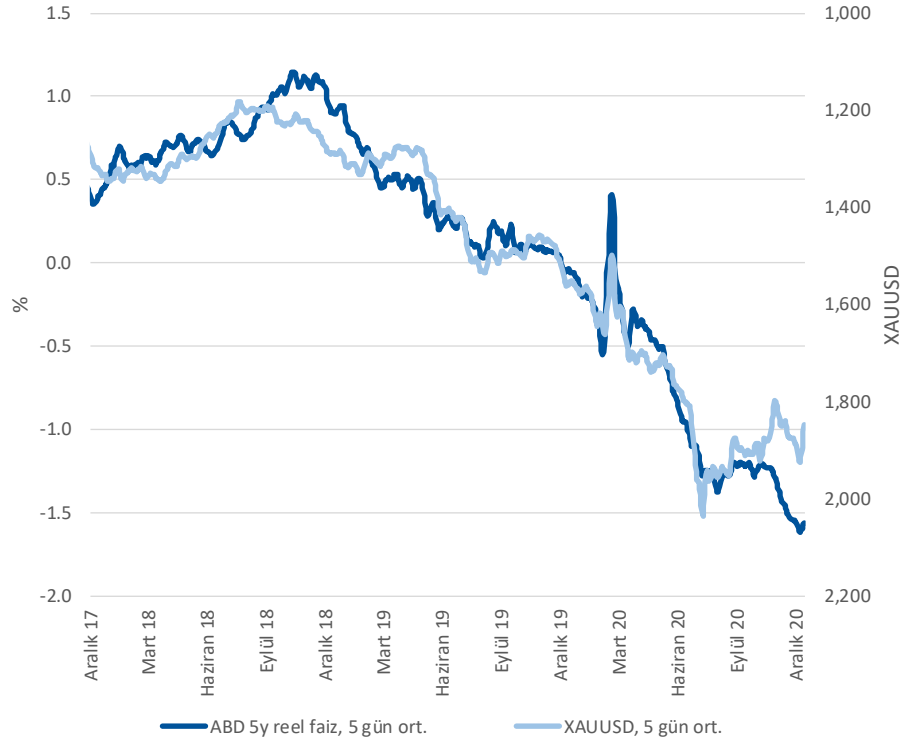


Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, Bloomberg
DXY sağ ekseninde ters çevrilmiştir.

Değerli Metaller: Ons altın

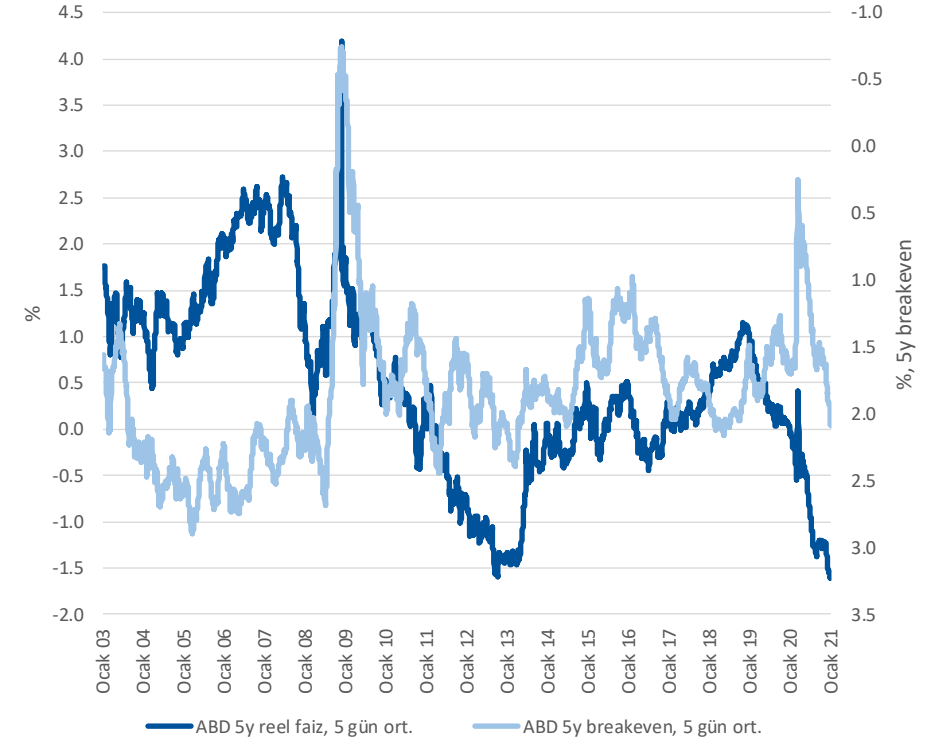
Fed'in Ağustos 2020'de ilan ettiği yeni enflasyon yaklaşımı hedefin ortalamada gerçekleşmesi üzerine kurgulandığından tam olarak enflasyonist baskıların ekonomiyi rahatsız eder noktaya ulaştığı şeklindeki ikna kolay olmayacak ve sabırlı duruşun zamana yayılmasına neden olacak. Keza globalde uzun yıllardır süregelen düşük enflasyon ortamı kaynaklı beklentilerdeki toparlanma da korkutucu olmayacak.

ABD 5y reel faiz & XAUUSD



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, Bloomberg
XAUUSD ters çevrilmiştir.

ABD 5y reel faiz & 5y breakeven



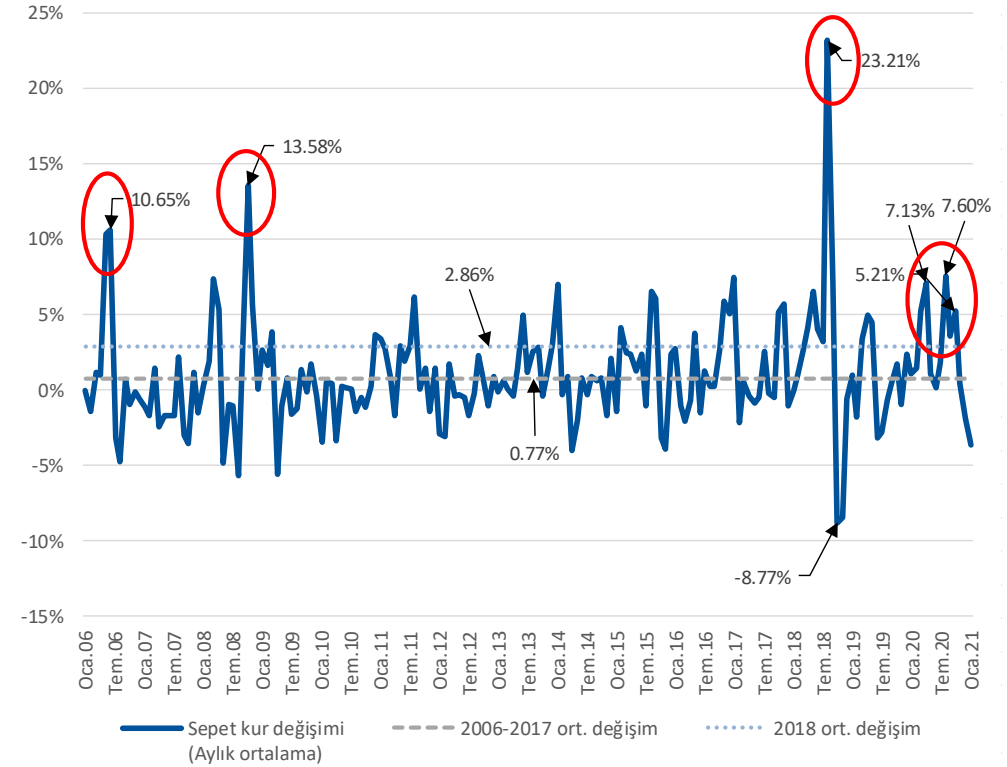
Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, Bloomberg
Breakeven değeri ters çevrilmiştir.

Türk lirası

TRY sepet kur geride kalan yılı ortalama %25 yükseliş ile tamamladı ve 2014 sonrası dönemde olduğu üzere yine çift haneli rakamlarda değer kaybı gösterdi. 2021 yılında liranın nispeten daha dengeli bir performans sergilemesini ve dalgalanmalara karşı dirençli kalmasını bekliyoruz. 6 Kasım sonrası dönemde atılan adımlar ve öne çıkarılan söylemler şu aşamada temel dayanak noktalarımız.

- 6 Kasım haftası sonrasında ekonomi yönetiminde gerçekleşen değişiklikler ve TCMB'nin yakın dönem içerisinde görülmemiş ölçekte Ortodoks para politikasına geçiş yapmış olması azalan yatırımcı güvenini tazelemeyi şu aşamada başardı. Özellikle yabancı yatırımcı nezdindeki yaklaşımların lira pozitif eğilime dönmesi ve BDDK'nın regülasyon tarafında gevşetme yönlü attığı adımlar FX işlem hacmindeki azalışın yeniden toparlanmasına imkan tanıyor. Ayrıca, yabancı fon akımlarının yerel varlıklarda kısa vadeli pozisyon almasının da önü son 2 yıllık dönem ile kıyaslandığında ciddi anlamda açılmış durumda.
- **USDTRY paritesinde 2021 yılı kapanışını enflasyon beklentilerimize paralel 8.30 seviyesinde belirledik.** Liranın esas hareket tarzının da bu şekilde olması gerektiğinin ve azalan oynaklığın makro ekonomik anlamda öngörülebilirliğe katkı sağlayacağını altını çizmek isteriz.
- 2021'de globalde 'zayıf Amerikan doları teması' eksenli işlemlerin devam etmesini bekliyoruz. Söz konusu önerimizi 2020 Mayıs-Haziran döneminden bu yana sıklıkla tekrarlarken, 6 Kasım haftasından bu yana süregelen pozitif lira ve cinsinden değerlendirilen varlıklar çağrımızda ise henüz şu aşamada herhangi bir güncelleme ihtiyacı duymuyoruz. Kısa vadeli işlemlerde paritenin 7.00-7.20 aralığına çekilme potansiyelini yüksek görmekle birlikte kalıcı olmasını beklemiyoruz.
- Ters dolarizasyon sürecinin nasıl şekilleneceği konusu ise lira üzerine yapılacak orta-uzun vadeli değerlendirmelerin temelini oluşturuyor. Kısa vadeli işlemlerde carry trade kaynaklı yabancı girişlerinin sıcak para etkisi olduğu kadar değişen algının da teyidi olduğunu bilmekle birlikte lokallerin takınacağı tavrın esas oyun değiştirici etki yaratacağını unutmamak gerekiyor. Bu noktada ise 2021 yılı enflasyonunun seyri, TCMB'nin sıkı para politikası duruşundaki zaman aralığı, kamuoyu yönlendirmeleri ve yurtdışı fon akımlarının miktarı yakından izlenecek.

Sepet kur değişim, aylık ortalama

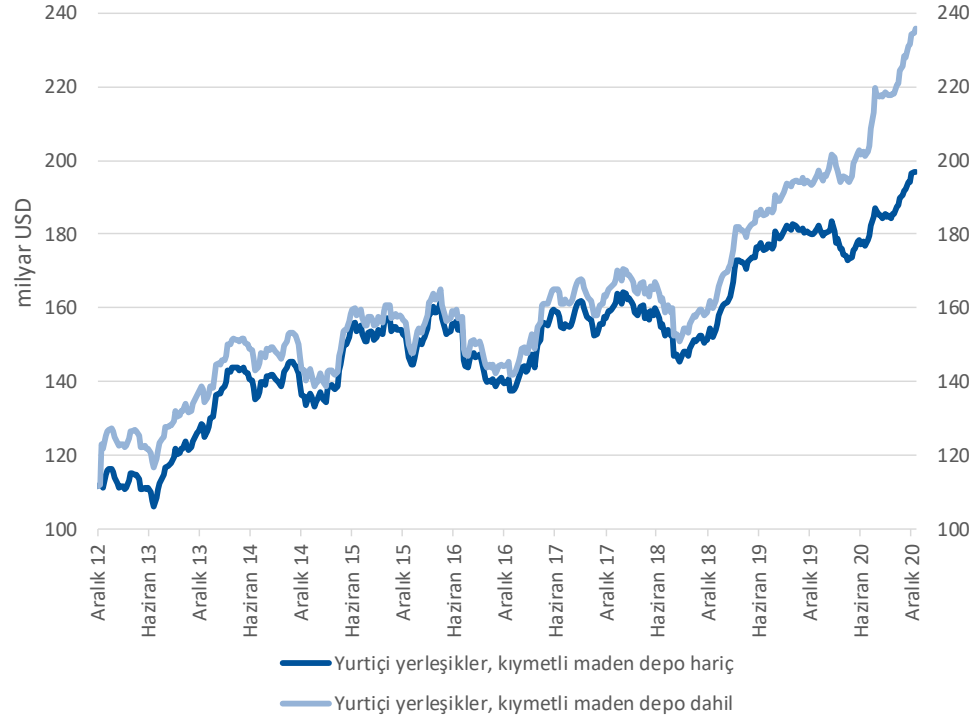


Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

Türk lirası

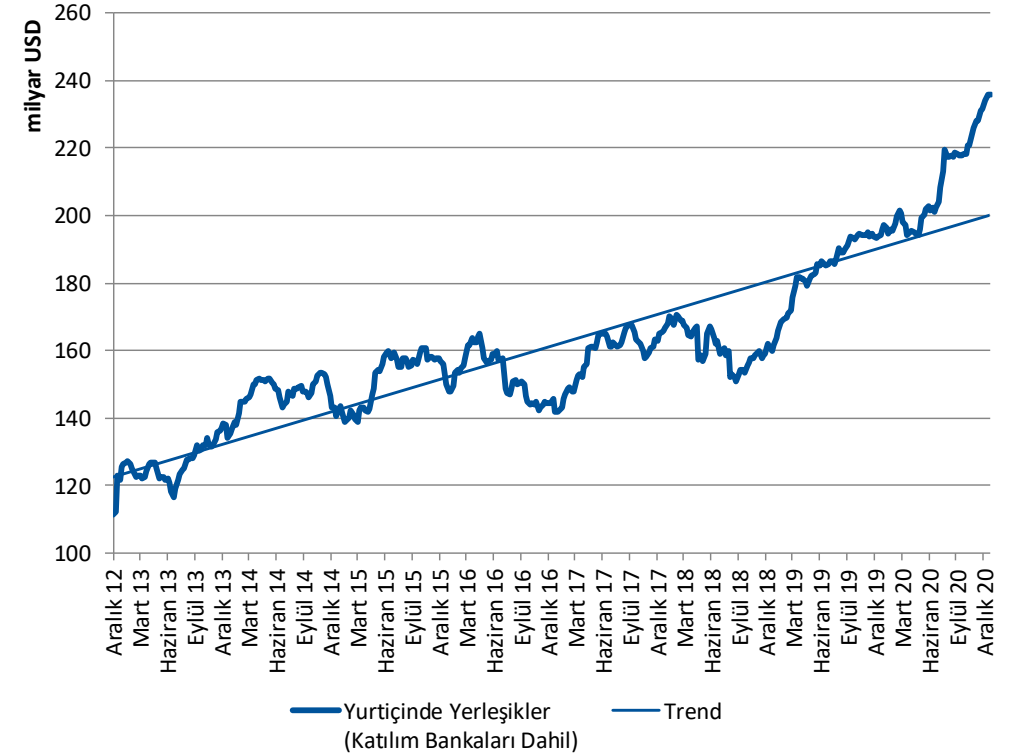
2020'de dolarizasyonun ivmelenmesinde: i) Reel faizlerdeki azalışın getiri arayışını lira cinsi dışı varlıklara yöneltmesi ii) Uluslararası altın fiyatlarındaki hızlı yükselişin yapısal altın talebini tetiklemesi ve ortalamanın üzerinde ithalatın kapısını açması iii) Parasal genişlemenin negatif yan etkileri iv) Şirketlerdeki FX nakit pozisyonunun kısa vadede artış göstermesi, ödeme kaynaklı taleplerin öne çekilmesi etkili oldu.

Yurtiçinde yerleşikler YP mevduat kırılımı: Kıymetli maden depoları dahil & hariç



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, TCMB

Yurt içi yerleşik YP mevduatlar

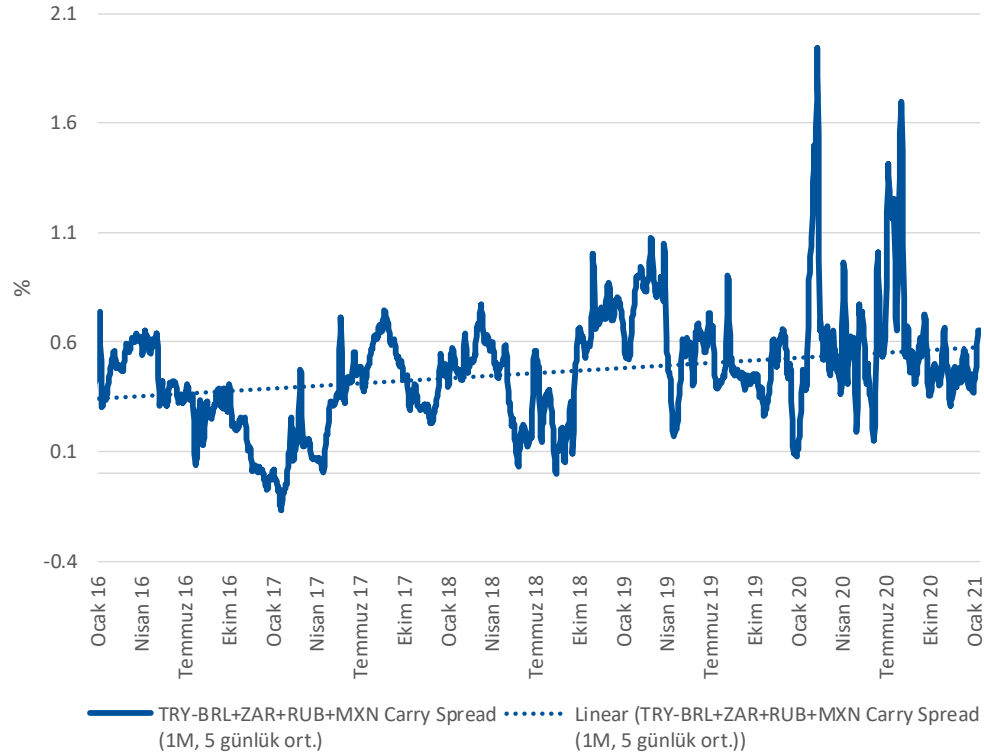


Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, TCMB

Türk lirası

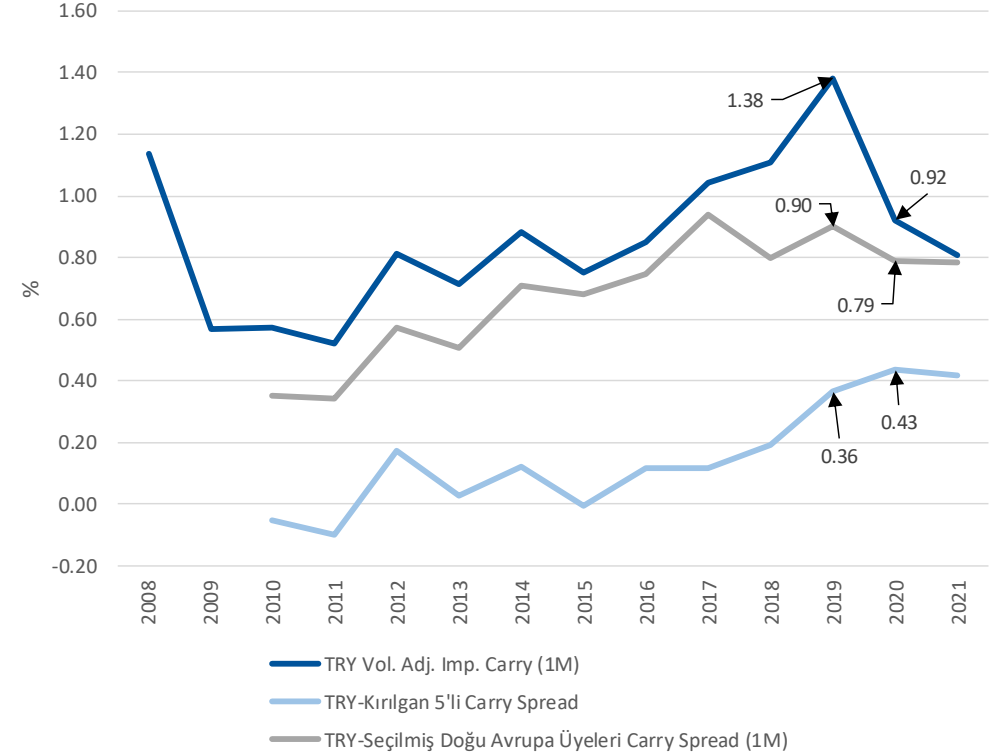
Negatif reel faizin yılın ikinci yarısında yeniden artışa dönmesi ve azalan oynaklık primleri TL'de carry avantajının doğmasına ve risklere karşı geçmişe kıyasla daha dirençli bir pozisyona geçmesine imkan tanıdı. Hesaplamalarımıza göre, riskten arındırılmış carry açısından 2008 sonrası dönemin en yüksek oluşumu sıkı duruşun etkili olduğu 2019'da gözlemlendi. Ortalama carry 2020'de 2017'nin de aşağısında gözlemlendi.

Türk lirası ve seçilmiş GOÜ para birimleri, oynaklıktan arınd. carry spread, aylık



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

Türk lirası ve seçilmiş GOÜ para birimleri, oynaklıktan arınd. carry, ortalama, yıllık



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

■ Piyasaların 2020 karnesi

Seçilmiş endeks	31.12.2019	19.02.2020	23.03.2020	31.12.2020	2019 kapanışa göre değişim	19 Şubat'a göre değişim	23 Mart'a göre değişim
Dow Jones	28538	29348	18592	30606	7%	4%	65%
S&P 500	3231	3386	2237	3756	16%	11%	68%
Nasdaq Comp.	8973	9817	6861	12888	44%	31%	88%
DAX	13249	13789	8741	13719	4%	-1%	57%
FTSE 100	7542	7457	4994	6461	-14%	-13%	29%
CAC 40	5978	6111	3914	5551	-7%	-9%	42%
NKY 225	23657	23401	16888	27444	16%	17%	63%
Hang Seng	28190	27656	21696	27231	-3%	-2%	26%
CSI 300	4097	4051	3530	5211	27%	29%	48%
BİST 30	1388	1427	1014	1636	18%	15%	61%
BİST 100	1144	1192	842	1477	29%	24%	75%
BİST Bankacılık	1602	1666	1076	1558	-3%	-6%	45%
BİST Sanayi	1392	1456	993	2340	68%	61%	136%
BİST TÜM	1195	1265	877	1668	40%	32%	90%
MSCI Dünya	2358	2431	1602	2690	14%	11%	68%
MSCI Avrupa	157	157	101	162	4%	4%	60%
MSCI Asya Pasifik	171	168	122	200	17%	19%	64%
MSCI Latin Amerika	2918	2776	1383	2452	-16%	-12%	77%
MSCI GOÜ	1115	1104	758	1291	16%	17%	70%
MSCI Türkiye	252565	251754	169391	229326	-9%	-9%	35%

Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

MSCI endeksleri USD bazlı, diğer endeksler ise lokal para birimleri cinsinden hesaplanmıştır.

FX çaprazlar	31.12.2019	19.02.2020	23.03.2020	31.12.2020	2019 kapanışa göre değişim	19 Şubat'a göre değişim	23 Mart'a göre değişim
DXY	96.39	99.71	102.49	89.94	-7%	-10%	-12%
EURUSD	1.12	1.08	1.07	1.22	9%	13%	14%
GBPUSD	1.33	1.29	1.15	1.37	3%	6%	18%
USDJPY	108.61	111.37	111.23	103.25	-5%	-7%	-7%
JP EMFX	61.41	59.36	53.03	57.92	-6%	-2%	9%
TRY Basket	6.31	6.33	6.80	8.27	31%	31%	22%
USDTRY	5.95	6.08	6.56	7.44	25%	22%	13%
EURTRY	6.67	6.57	7.04	9.08	36%	38%	29%
GBPTRY	7.89	7.86	7.57	10.16	29%	29%	34%

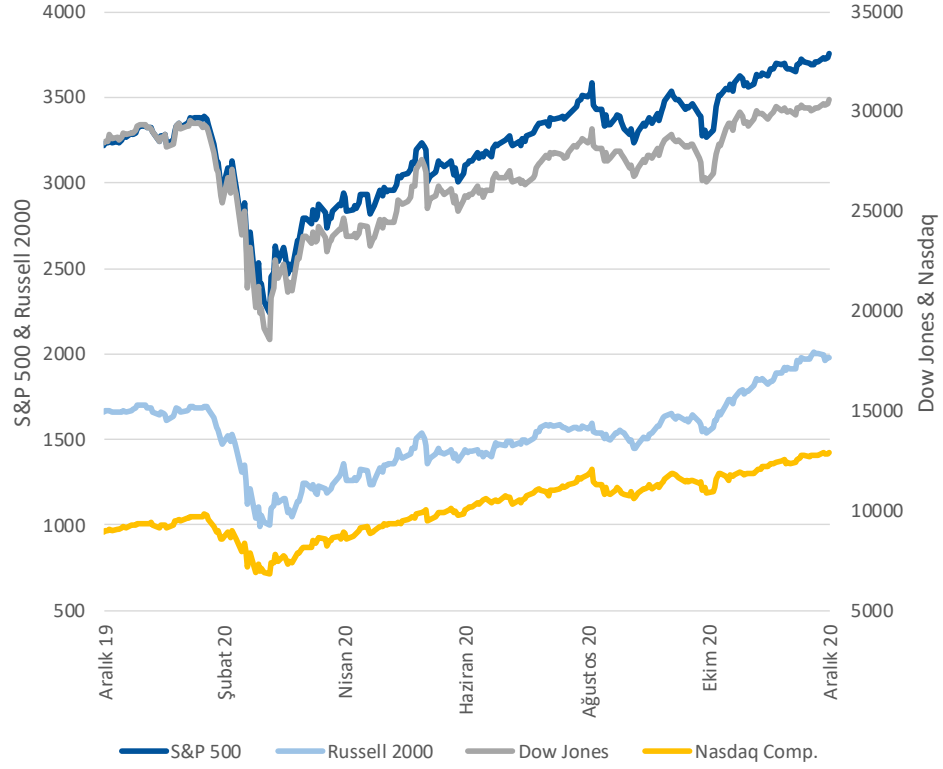
Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

JP EMFX'de yükseliş değer kaybı, azalış değer kazancı anlamına gelmektedir.

Seçilmiş emtia/endeks	31.12.2019	19.02.2020	23.03.2020	31.12.2020	2019 kapanışa göre değişim	19 Şubat'a göre değişim	23 Mart'a göre değişim
XAUUSD	1517	1612	1553	1898	25%	18%	22%
XAGUSD	18	18	13	26	48%	43%	99%
Brent, USD	66	59	27	52	-22%	-12%	92%
WTI, USD	61	53	23	49	-21%	-9%	108%
Demir cevheri, USD	695	683	698	1079	55%	58%	55%
Bakır, USD	280	261	212	352	26%	35%	66%
Bloomberg emtia endeksi	80.89	76.57	62.01	78.05	-4%	2%	26%
S&P GSCI emtia endeksi	436.22	403.64	263.63	409.46	-6%	1%	55%
Bloomberg gıda endeksi	258.16	259.22	202.75	285.27	11%	10%	41%
Gram altın, TRY	290	315	328	454	56%	44%	39%

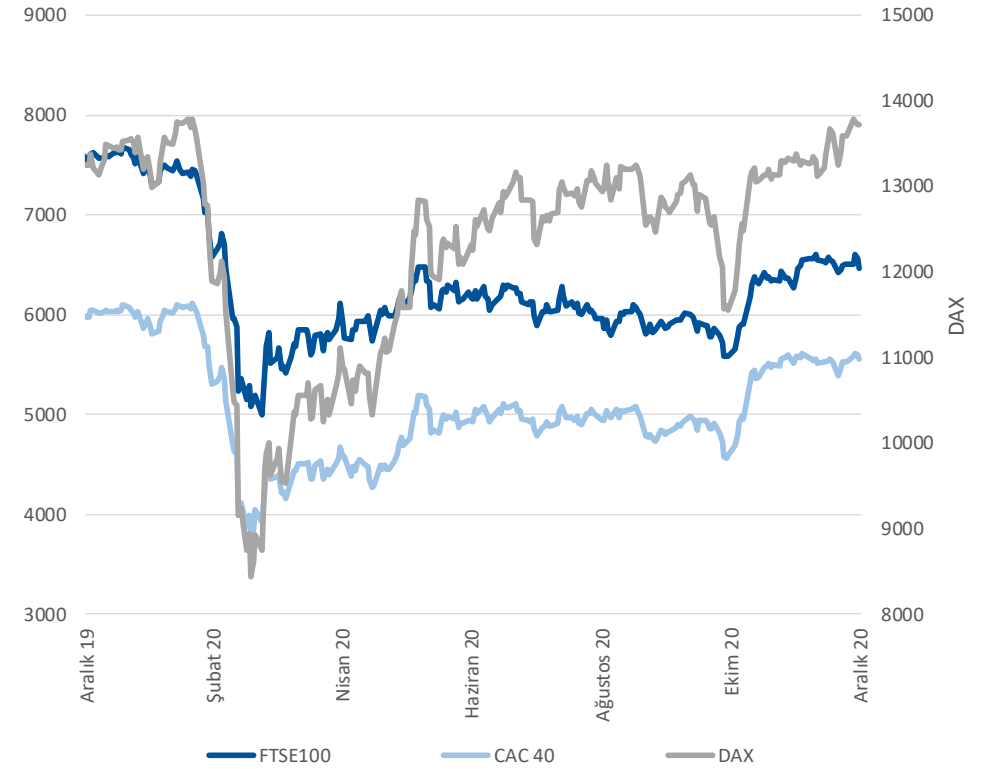
Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

Seçilmiş ABD hisse senedi endeksleri



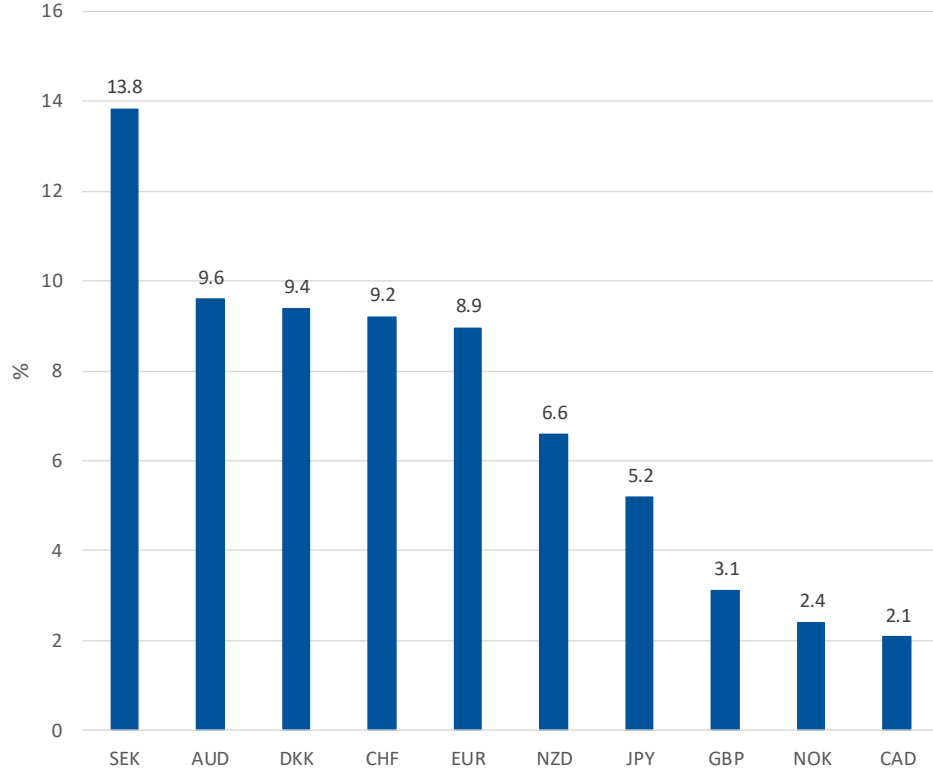
Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

Seçilmiş Avrupa hisse senedi endeksleri



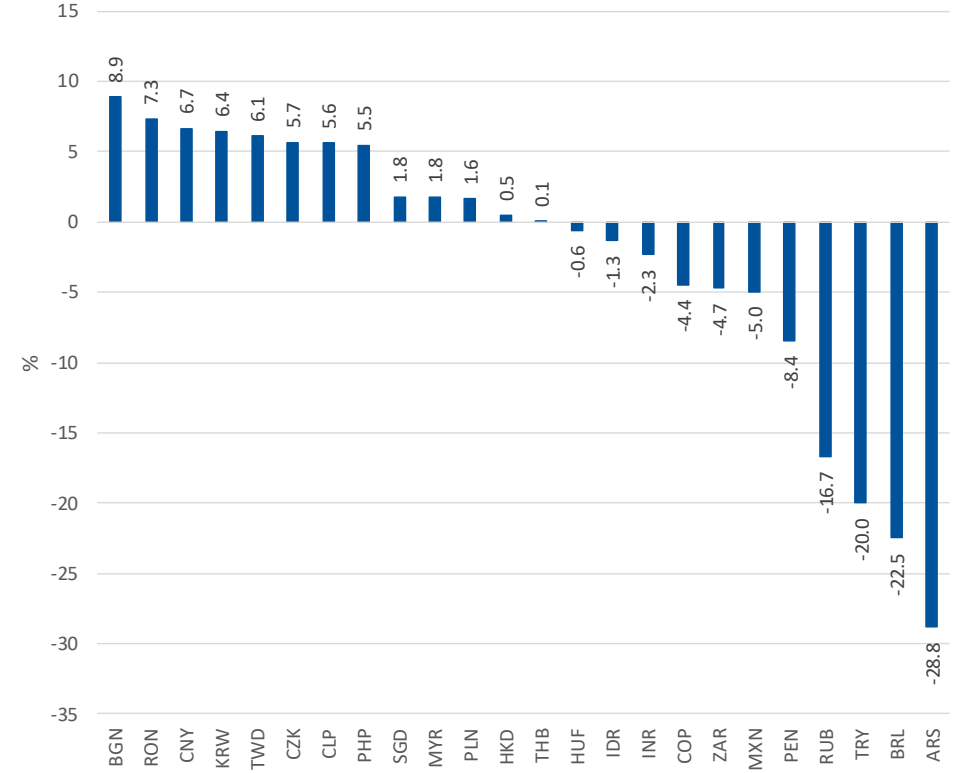
Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

G10, USD karşısında performans, 2020



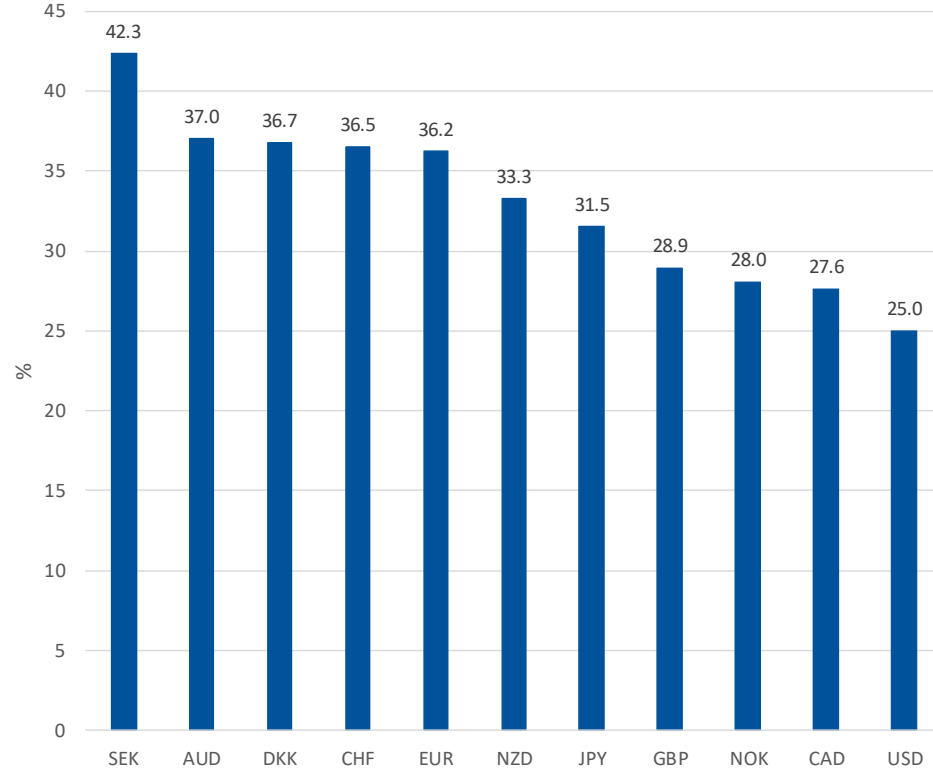
Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma, Bloomberg

EMFX, USD karşısında performans, 2020



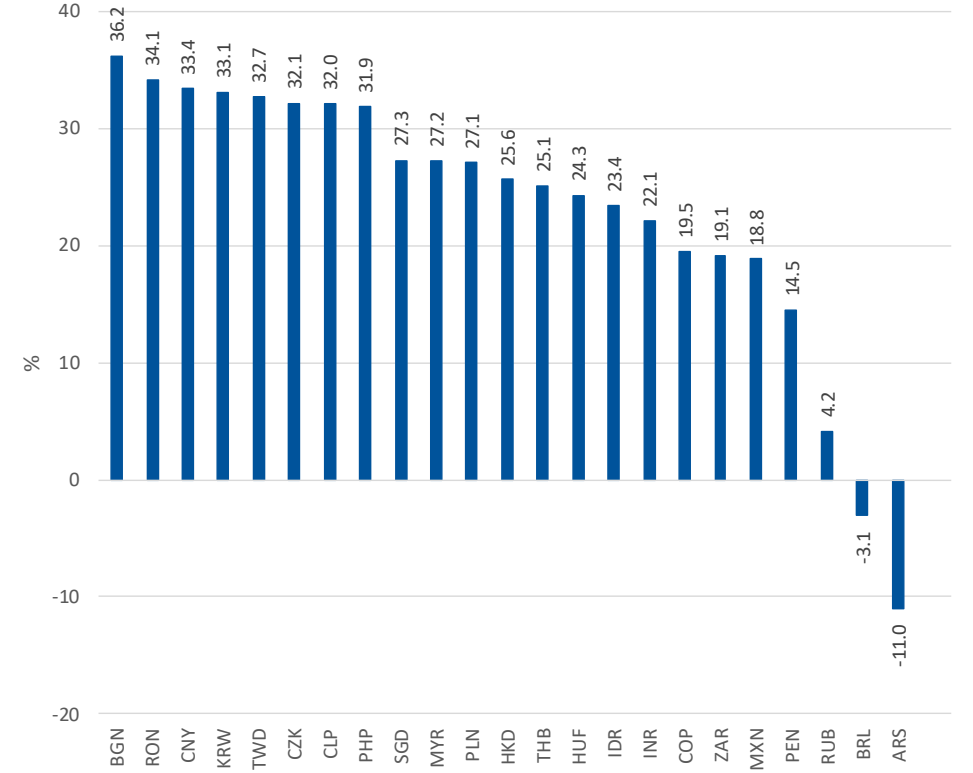
Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma, Bloomberg

G10, TRY karşısında performans, 2020



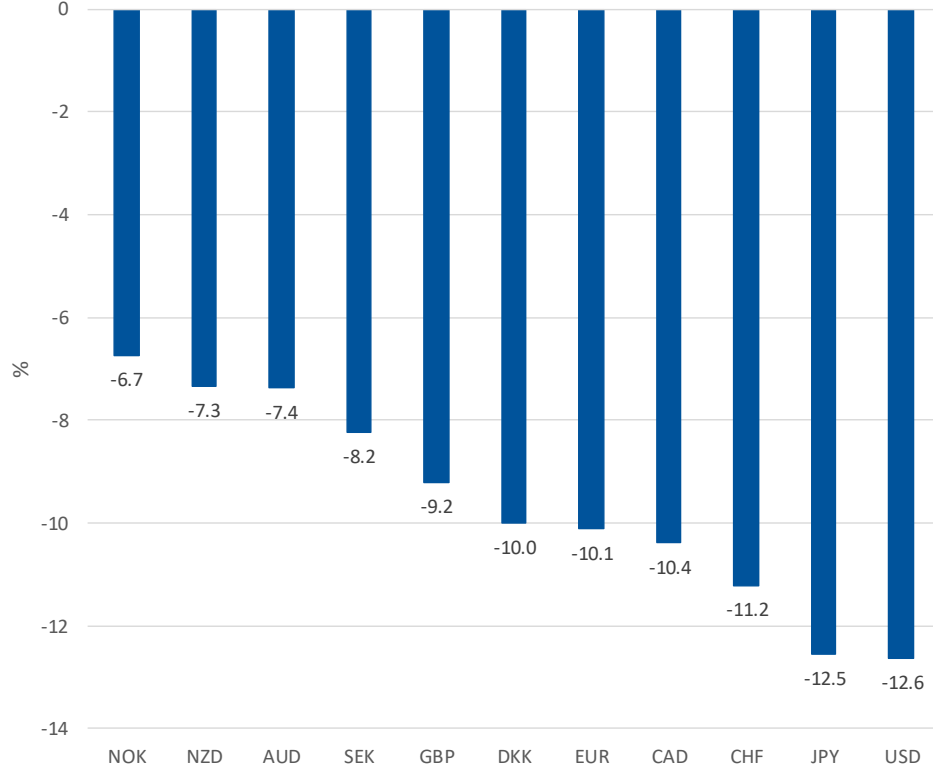
Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma, Bloomberg

EMFX, TRY karşısında performans, 2020



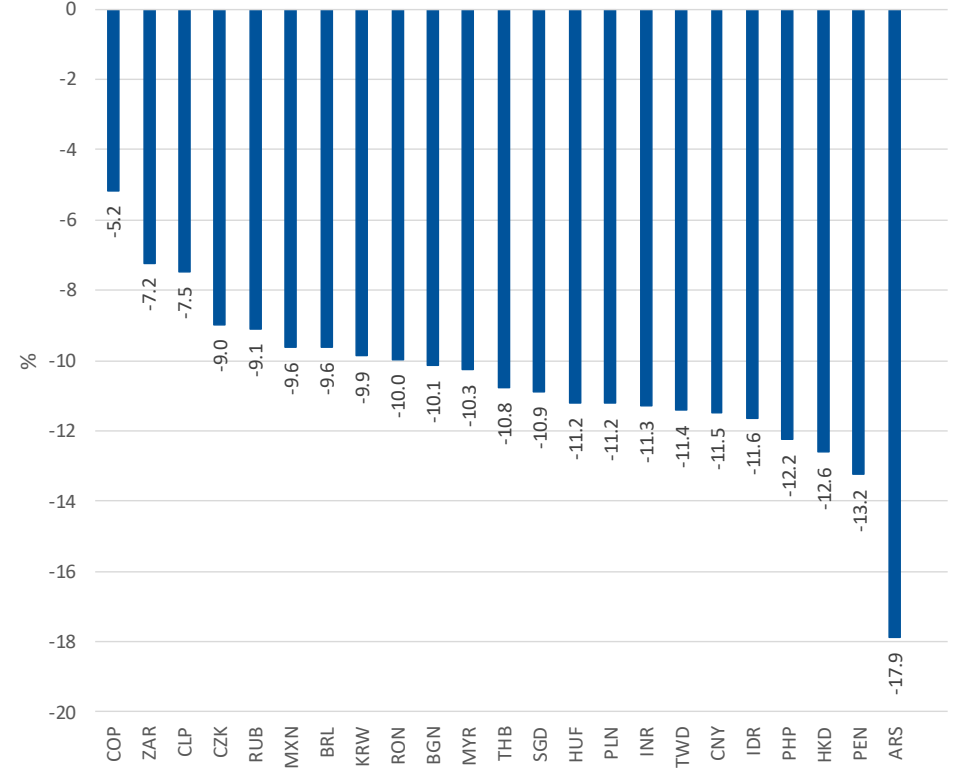
Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma, Bloomberg

G10, TRY karşısında performans, 6/11/20-31/12/20



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma, Bloomberg

EMFX, TRY karşısında performans, 6/11/20-31/12/20

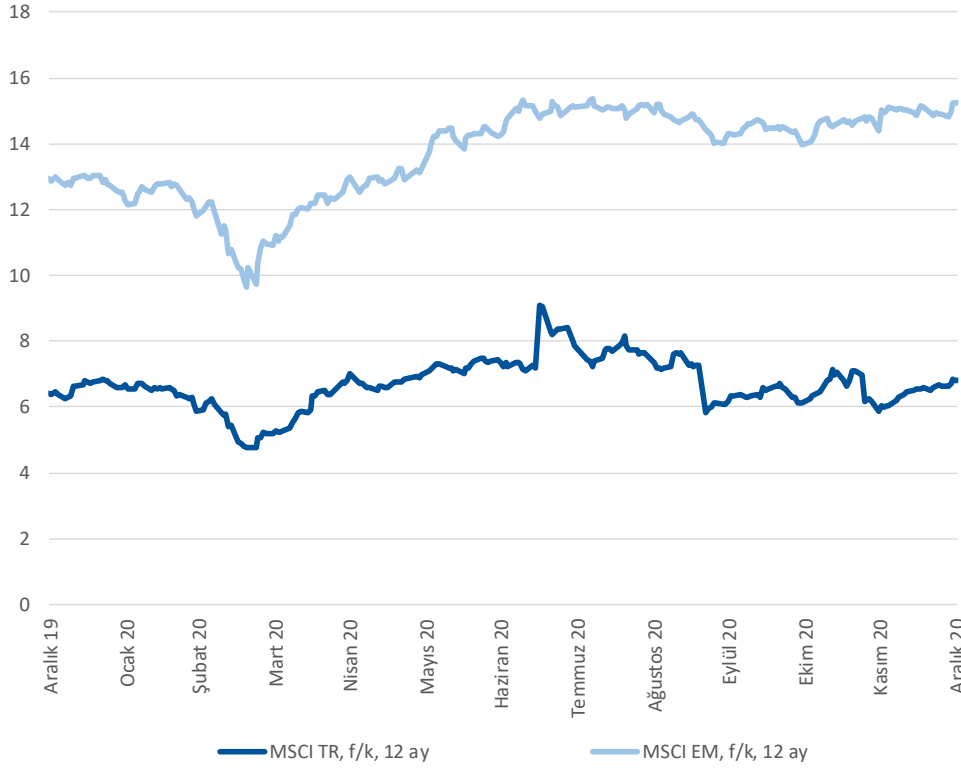


Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma, Bloomberg

MSCI TR & MSCI GOÜ (EM)

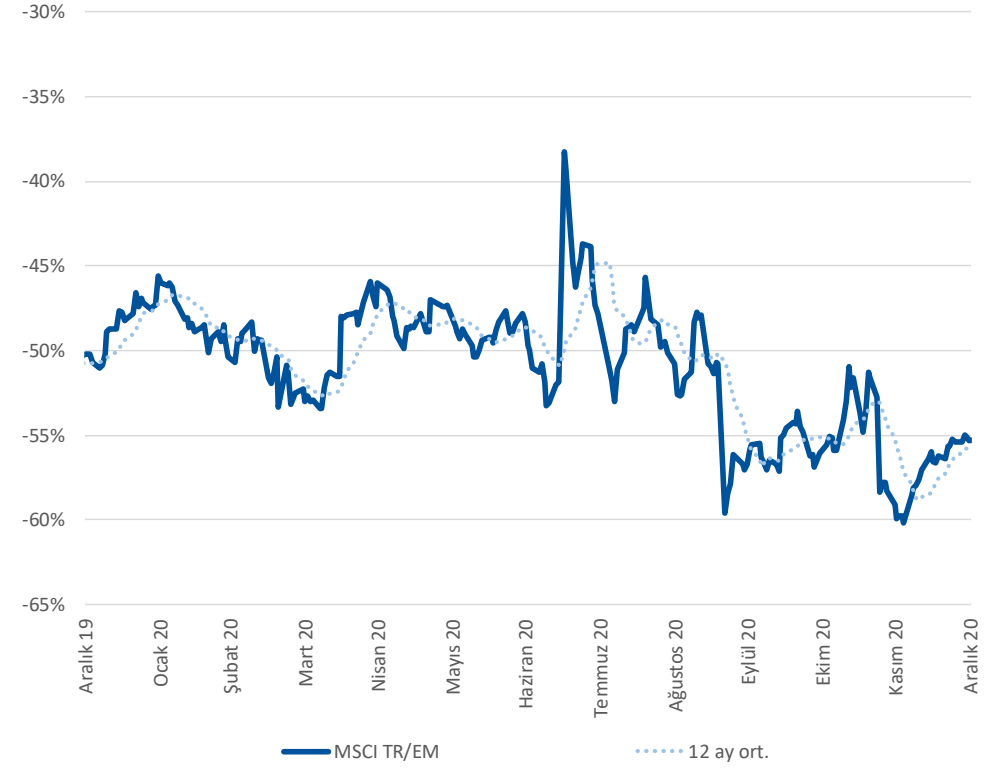
MSCI içerisinde Türkiye'nin payı 2020 yılında da azalmaya devam etti ve %0.40 seviyelerine geriledi. Türk varlıklarındaki iskonto endeks nezdinde etkisini devam ettirirken, 12 ay ileriye yönelik f/k iskontosunun gelişmekte olan ülkelere kıyasla yıl içerisinde %60 seviyesine dek ulaştığı görüldü. Hali hazırda %55 civarında gözlenen oluşum değerlemeler açısından iyimser senaryoda ciddi getiri potansiyeli sunuyor.

MSCI TR & MSCI EM, f/k



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma, Bloomberg

MSCI TR & MSCI EM, f/k

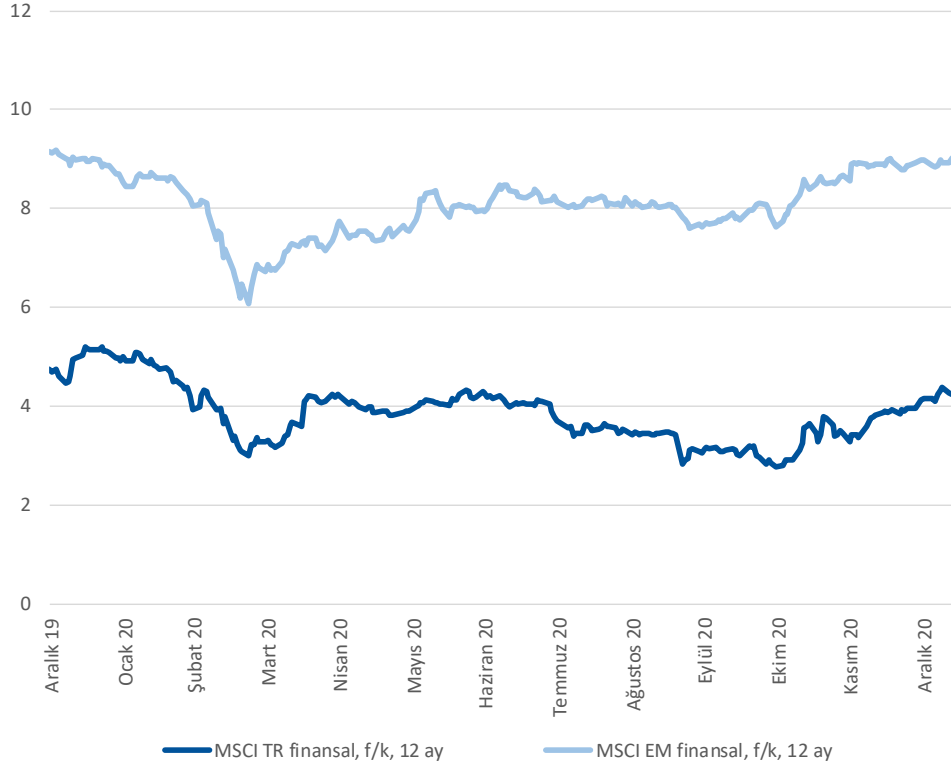


Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

MSCI TR & MSCI GOÜ (EM)

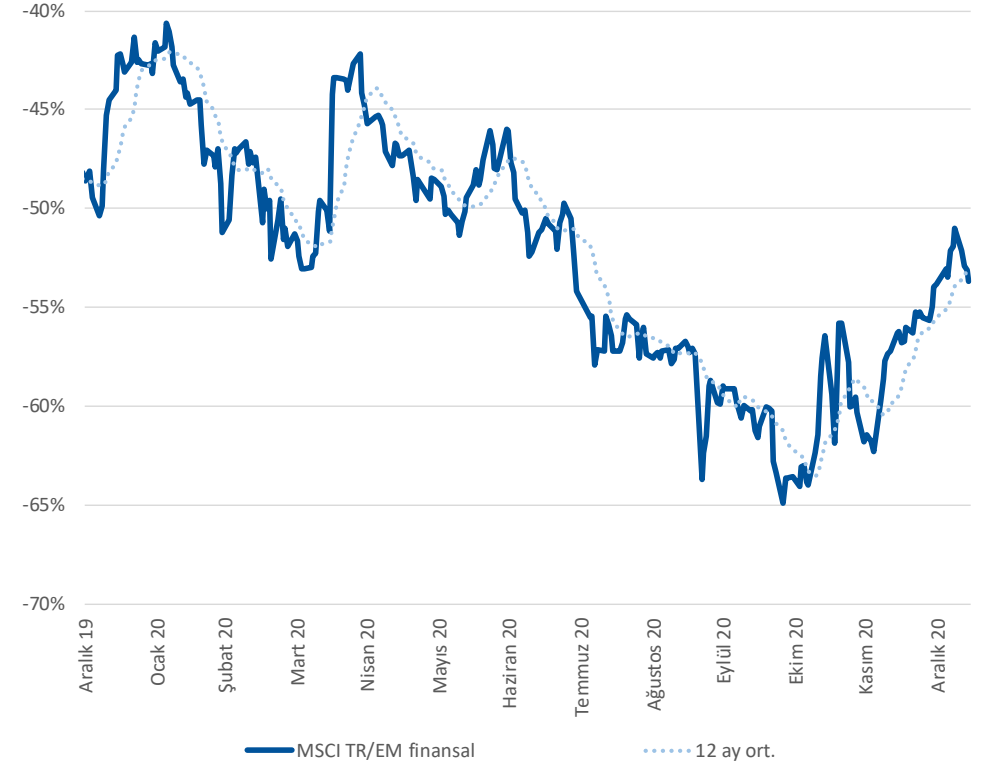
Benzer durum bankalar nezdinde de geçerli. Yabancı yatırımcı çıkışının hızlandığı dönemde likit olmaları ve ülkeye yönelik alınan pozisyonlarda gösterge olmaları nedeniyle finansal hisselerdeki f/k iskontosu emsallerine kıyasla 2020'de %65 seviyesine ulaştı ve fakat son çeyrek ile birlikte makası kısmen kapatma eğilimi gösterdi. Bu nedenle fon akımlarının hızlanacağı iyimser senaryoda grup avantajlı olacak.

MSCI TR & MSCI EM, finansal, f/k



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma, Bloomberg

MSCI TR & MSCI EM, finansal, f/k



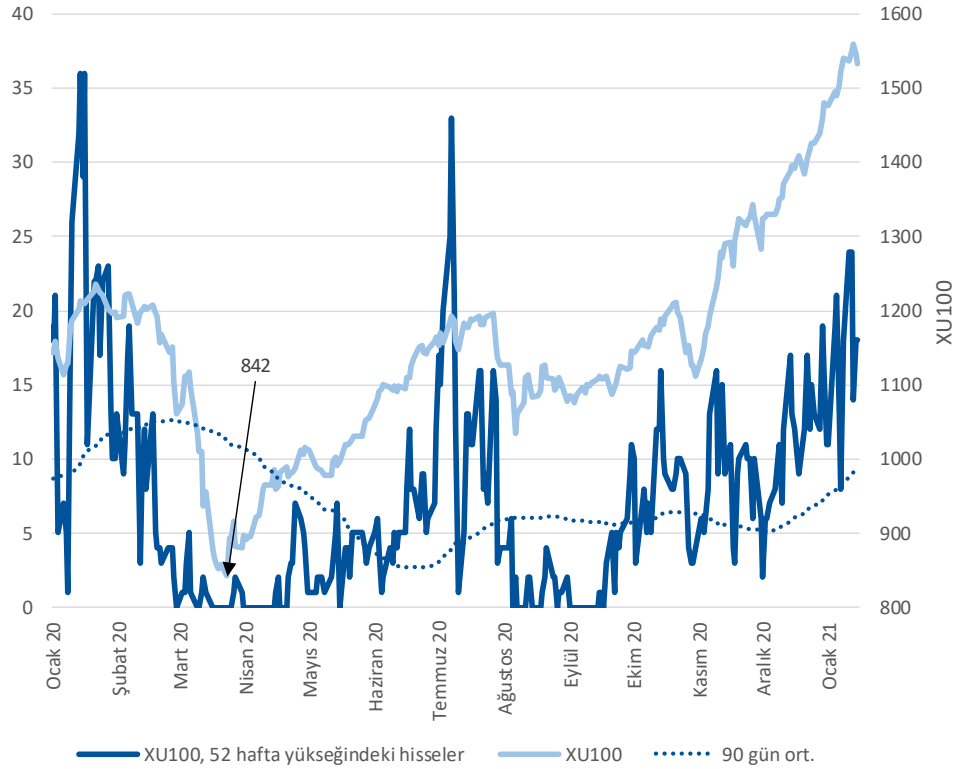
Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

■ Borsa İstanbul

Borsa İstanbul, BİST 100

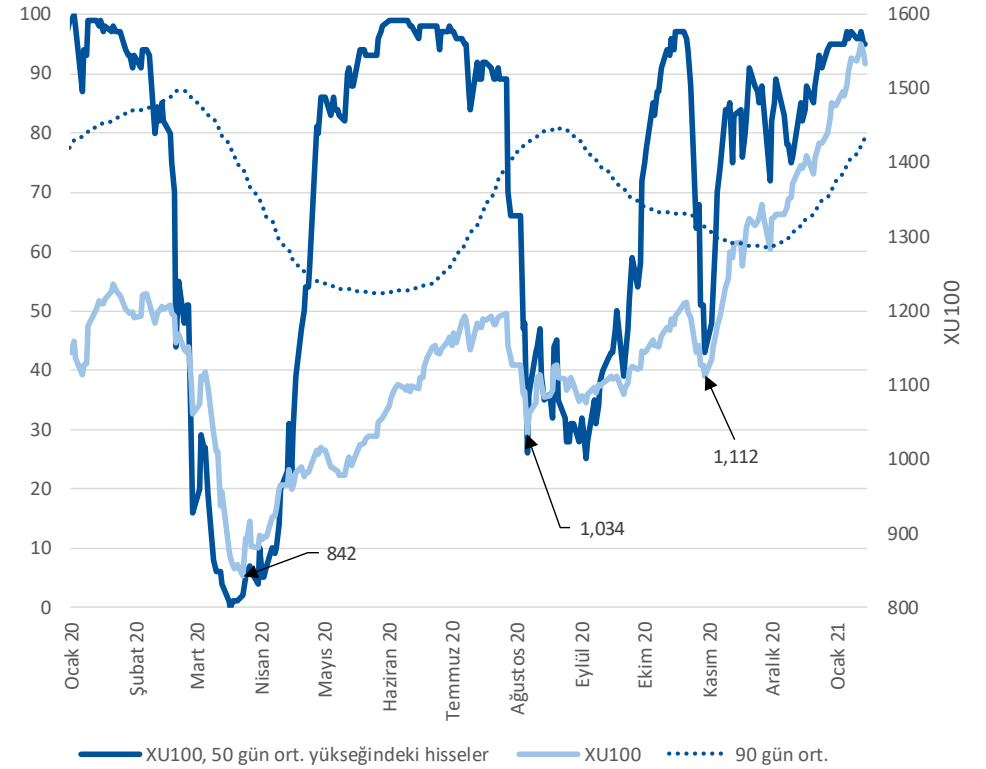
BİST 100 endeksini gelecek 12 ay vadede favori yatırım araçları arasında görmeye devam ediyoruz. Ancak, gerek yerel bazda ulaşılan yüksek değerlemeler gerekse global çapta peşi sıra takip edilen rekor yüksekler nedeniyle yılın ilk çeyreğinde küresel fiyatlamalarla birlikte düzeltme olma ihtimalini yok saymıyoruz. Riskleri kısa vade açısından aşağı, orta-uzun vadede ise yukarı yönlü değerlendiriyoruz.

XU100, 52 hafta yüksekindeki hisseler & XU100



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

XU100, 50 gün ort. yüksekindeki hisseler & XU100

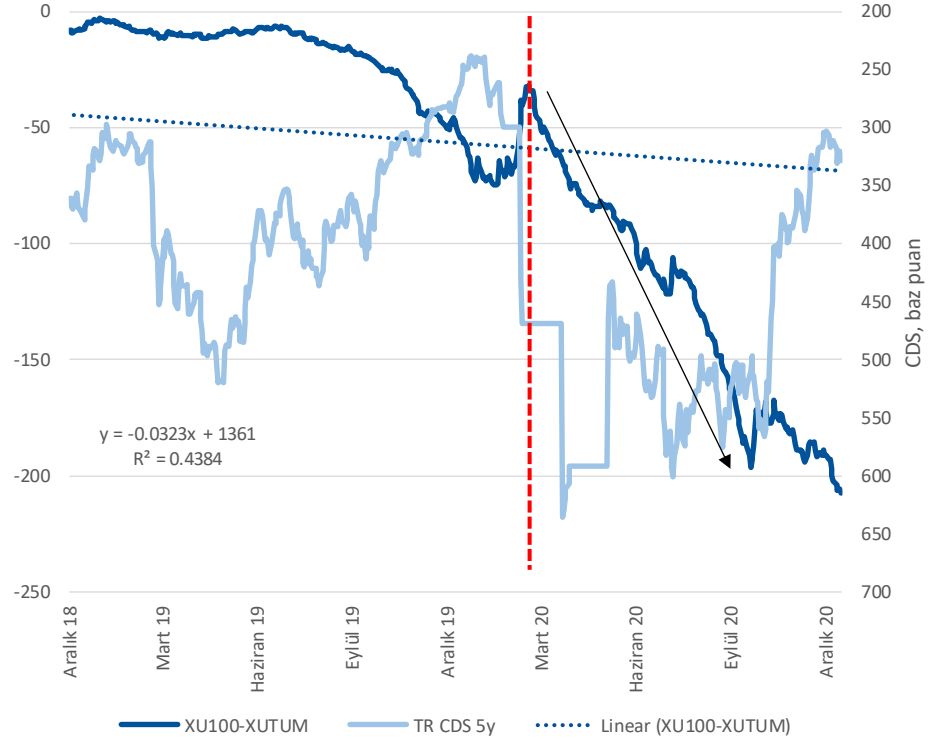


Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

Borsa İstanbul, XU100-XUTUM

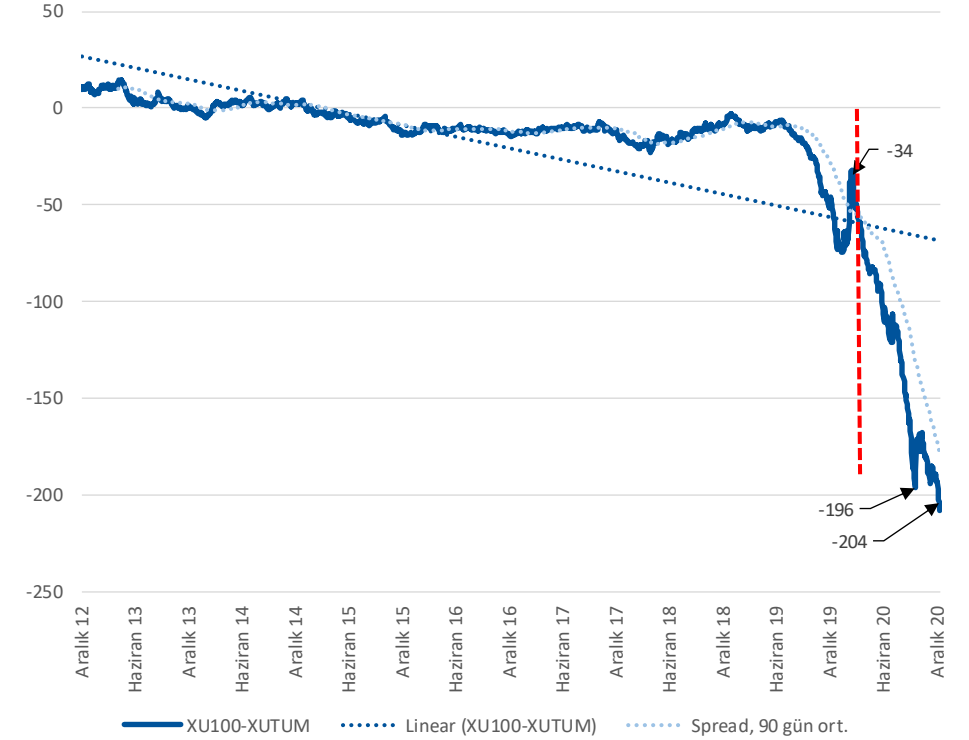
Borsa İstanbul'da 100 endeks ve dışındaki hisse senetleri arasında ayrışmayı geriye dönük incelediğimizde esasen bu durumun son 5 yıldır fiyatlamaların içerisinde olduğunu ve fakat belirli bir marjda ve kabul edilebilir düzeyde gerçekleştiği sonucuna ulaşıyoruz. 2018 sonrasındaki makas açılımı ise: i) Ülke risk primindeki artış ii) Yabancı yatırımcı payındaki azalış iii) Globalde gözlenen eğilim kaynaklı.

XU100-XUTUM spread



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, Bloomberg
CDS serisi ters çevrilmiştir.

XU100-XUTUM spread

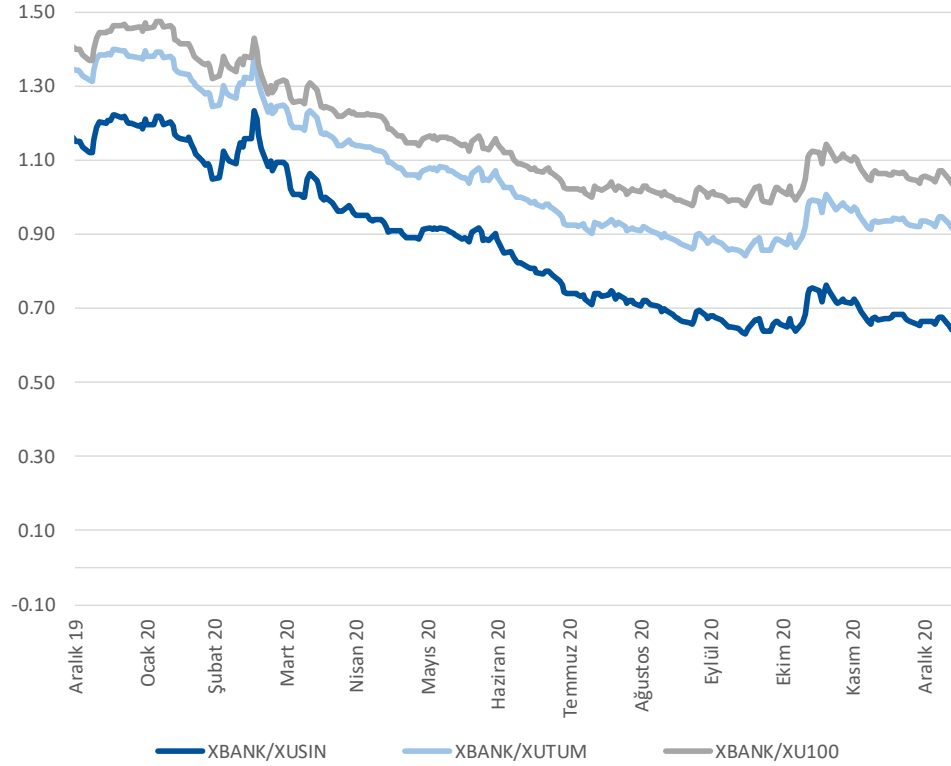


Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, Bloomberg
CDS serisi ters çevrilmiştir.

Borsa İstanbul, XBANK

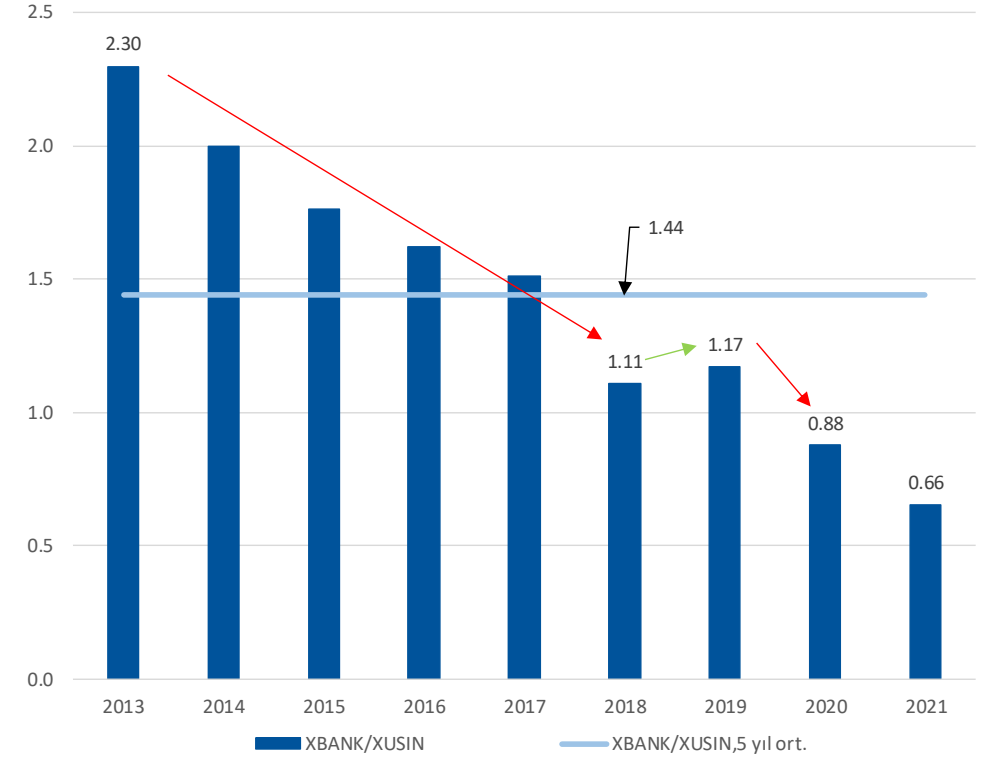
Yabancı yatırımcı sayısında azalışın gözlemlendiği dönemde yerli yatırımcı cephesindeki artış ve halka arzlara olan yüksek ilgi bankacılık endeksinin performans açısından görece geride kalmasına zemin hazırladı. 2021'de bankalar için taşıdığımız iyimserliğimizi artırıyoruz: **i) Ülke risk primindeki azalışın sürmesini bekliyoruz ii) Yabancı yatırımcı payında artış beklentisine sahibiz.**

Seçilmiş BİST endeks rasyoları



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma, Bloomberg

XBANK/XUSIN endeks rasyoları, ortalama



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

■ Kredi notu & CDS

Kredi Notu & CDS

Emsallerimiz olarak değerlendirdiğimiz seçilmiş GOÜ üyelerinin 2020 yılı performanslarına baktığımızda ülke risk primlerinin 2019 kapanışlarına göre yükseliş gösterdiğini ve yıl içerisinde dalgalanmaya maruz kaldığını görüyoruz. Öte yandan Türkiye'ye ait ülke risk primi ise gerek emsallerinden gerekse geçmiş dönem ortalamalarından ciddi yükseldi. 2021'de makasın kapanmasını bekliyoruz.

Kredi notu değerlendirme sınıfları				
	Görünüm	S&P	Moody's	Fitch
		Durağan	Negatif	Negatif
Yatırım yapılabilir		AAA	Aaa	AAA
		AA+	Aa1	AA+
		AA	Aa2	AA
		AA-	Aa3	AA-
		A+	A1	A+
		A	A2	A
		A-	A3	A-
		BBB+	Baa1	BBB+
		BBB	Baa2	BBB
		BBB-	Baa3	BBB-
Spekülatif	Yatırım yapılamaz	BB+	Ba1	BB+
		BB	Ba2	BB
		BB-	Ba3	BB-
		B+	B1	B+
		B	B2	B
		B-	B3	B-
		CCC	Caa1	CCC
		CC	Caa2	CC
		C	Caa3	C
		İflas veya benzeri		CI
	R		C	NR
	SD			
	D			
	NR			

Türkiye'nin kredi notu seviyesini ifade etmektedir.
Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma, ilgili kurumlar

Seçilmiş Ülkeler	S&P	Moody's	Fitch	CDS (5Y, USD, bp)
Türkiye	B+	B2	BB-	332
Güney Afrika	BB-	Ba2	BB-	230
Brezilya	BB-	Ba2	BB-	168
Rusya	BBB-	Baa3	BBB	89
Hindistan	BBB-	Baa3	BBB-	69
Endonezya	BBB	Baa2	BBB	74

Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma, Bloomberg
CDS değerleri 15 Ocak 2021 tarihine aittir.

Seçilmiş Ülkeler, CDS karşılaştırması	31.12.2019	19.02.2020	23.03.2020	31.12.2020	2020/en yüksek	2020/en düşük
Türkiye	282	261	468*	306	635	237
Güney Afrika	163	168	414	203	497	158
Brezilya	99	92	358	142	382	92
Rusya	55	59	202**	85	202	55
Hindistan	62	57	219	64	265	56
Endonezya	62	58	292	67***	292	58

Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma, Bloomberg

*İlgili tarihe ait veri bulunamadığından 13 Mart seviyesi dikkate alınmıştır.

**İlgili tarihe ait veri bulunamadığından 13 Mart seviyesi dikkate alınmıştır.

***İlgili tarihe ait veri bulunamadığından 30 Aralık seviyesi dikkate alınmıştır.

■ 2021 takvimi

2021 YILI SEÇİLMİŞ MERKEZ BANKALARI TOPLANTI TARİHLERİ						
Dönem	TCMB	FED	ECB	BOJ	BOE	
Ocak	21	27	21	21		
Şubat	18				4	
Mart	18	17	11	19	18	
Nisan	15	18	22	27		
Mayıs	6				6	
Haziran	17	16	10	18	24	
Temmuz	14	28	22	16		
Ağustos	12				5	
Eylül	23	22	9	22	23	
Ekim	21		28	28		
Kasım	18	3			4	
Aralık	16	15	16	17	16	

Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma, ilgili merkez bankaları

2021 YILI TCMB AÇISINDAN ÖNEMLİ RAPOR TARİHLERİ		
Dönem	Enflasyon Raporu	Finansal İstikrar Raporu
Ocak	28	
Şubat		
Mart		
Nisan	29	
Mayıs		28
Haziran		
Temmuz	29	
Ağustos		
Eylül		
Ekim	28	
Kasım		26
Aralık		

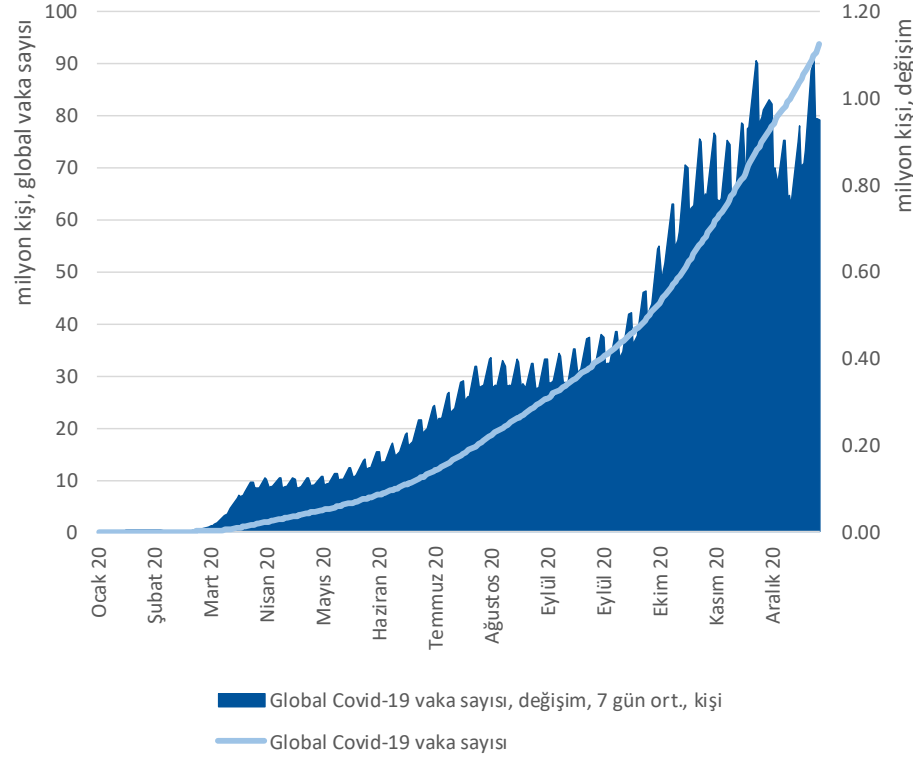
Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma, TCMB

Türkiye Kredi Notu Değerlendirme Tarihleri			
Dönem	Moody's	Fitch	Standard and Poor's
Ocak			22
Şubat		19	
Mart			
Nisan			
Mayıs			28
Haziran	4		
Temmuz			
Ağustos		13	
Eylül			
Ekim			22
Kasım			
Aralık	3		

Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, ilgili kuruluşlar

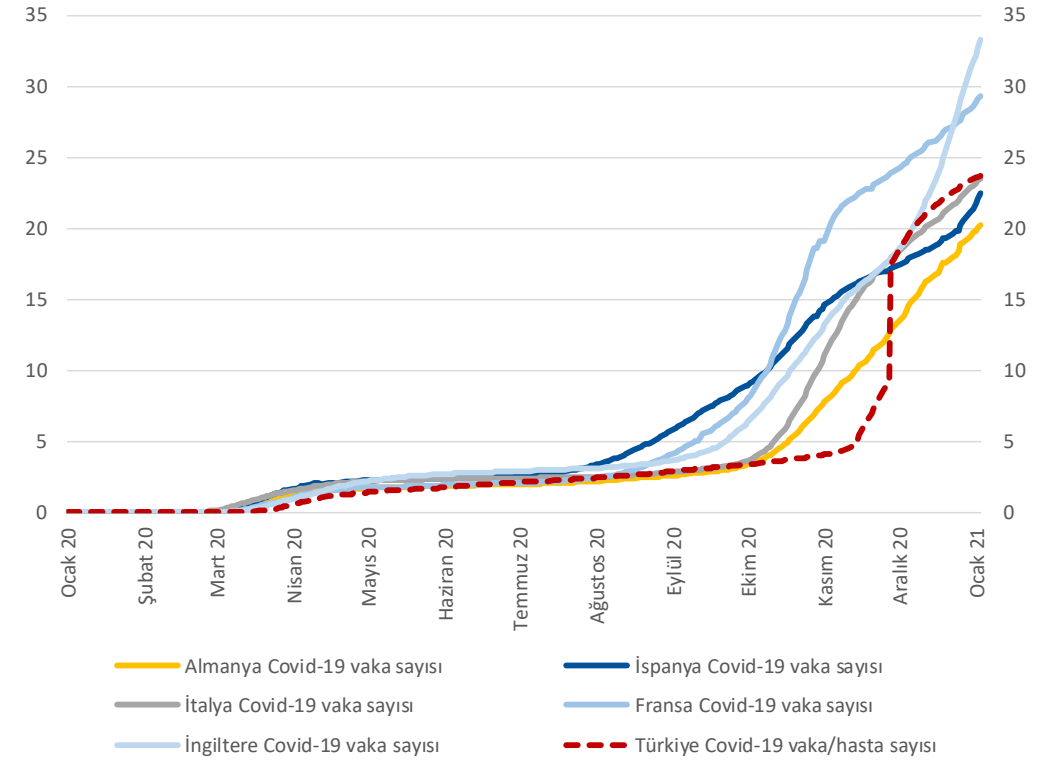
■ Covid-19

Global Covid-19 vaka sayıları, kişi



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

Global & Seçilmiş ülkeler Covid-19 vaka sayıları, /100000

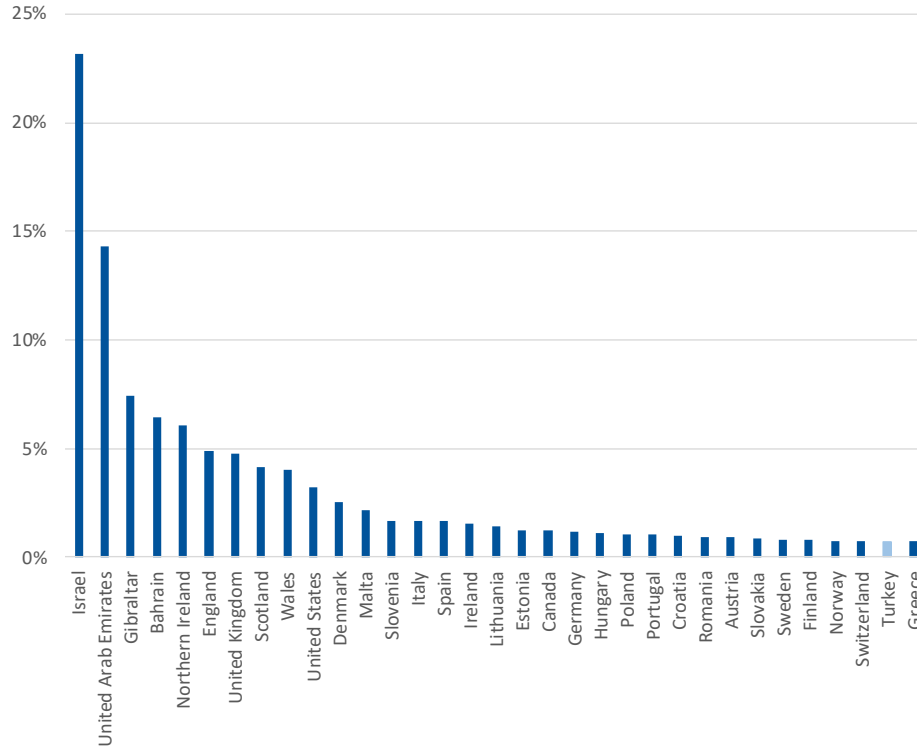


Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

Global Aşılama Süreci

2021 yılına dair kurgulanan iyimser senaryoların temelinde global çapta başlatılan aşılama sürecinin başarıya ulaşması ve 2020 öncesindeki normal hayata dönüşün sağlanması yatıyor. Bize göre içerisinde bulunduğumuz yılın gerek sağlık gerekse fiyatlama açısından en ciddi 'siyah kuğu' riski bu başlık üzerinden şekilleniyor. Aşı sürecinin 'hız, kapsam ve etkinlik' ayrıntıları mutlak suretle yakından izlenmeli.

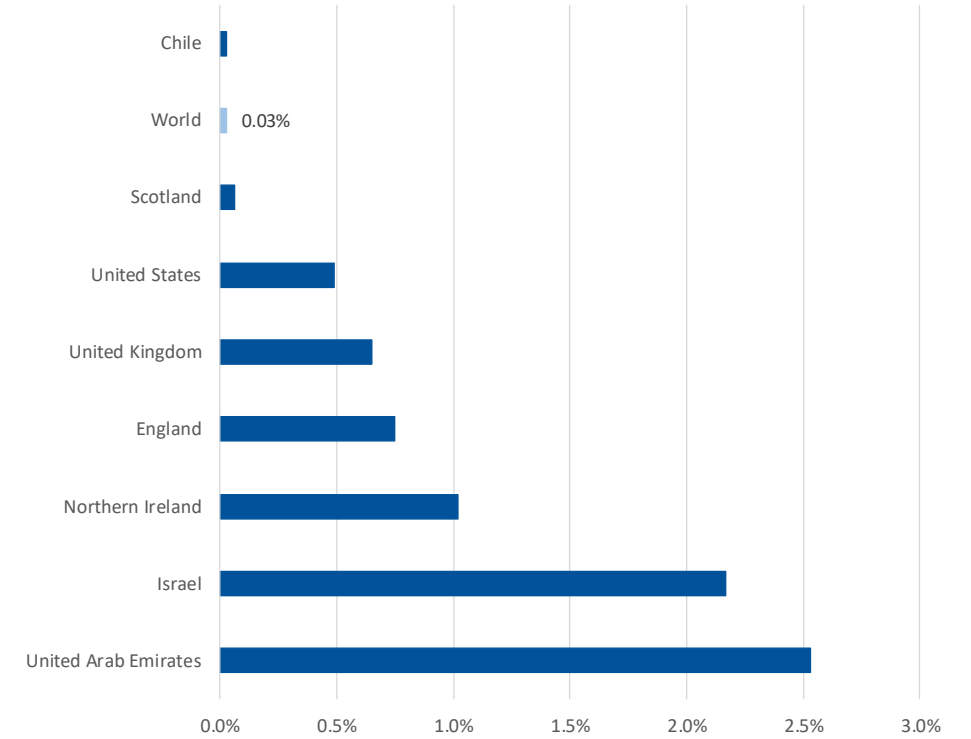
100 kişi başına yapılan aşılama



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma, Our World in Data

Ülkelerin raporlama tarihlerine göre rakamlar değişiklik gösterebilir. Son veriler kullanılmıştır.

100 kişide tam aşılama



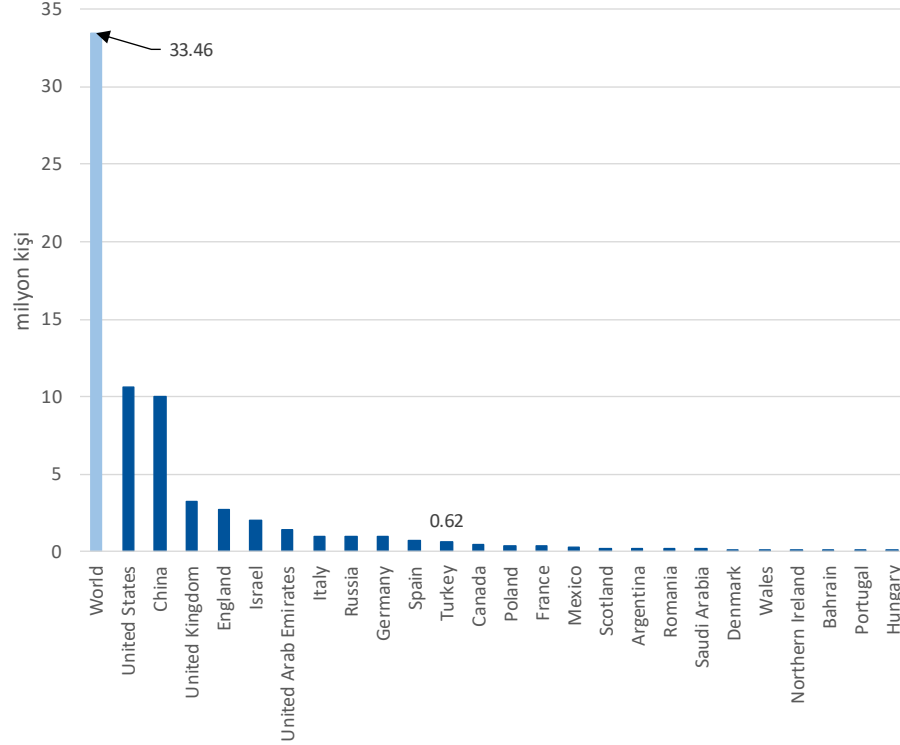
Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma, Our World in Data

Ülkelerin raporlama tarihlerine göre rakamlar değişiklik gösterebilir. Son veriler kullanılmıştır.

Global Aşılama Süreci

Şu aşamada küresel aşılama adımlarının arzu edilen hızda sürdüğünü söylememiz oldukça güç. Örneğin ABD’de Aralık’ta ulaşılmak istenen düzey Ocak ayına sarkma gösterirken, Avrupa’da onay süreçlerinin uzamasını aynı eksen de değerlendirilmek mümkün. Son veriler ışığında dünya çapında toplam aşılama yapılan kişi sayısı 33.4 milyon seviyesinde bulunuyor ki bu durum riskleri gelecek yıla da taşıyabilir.

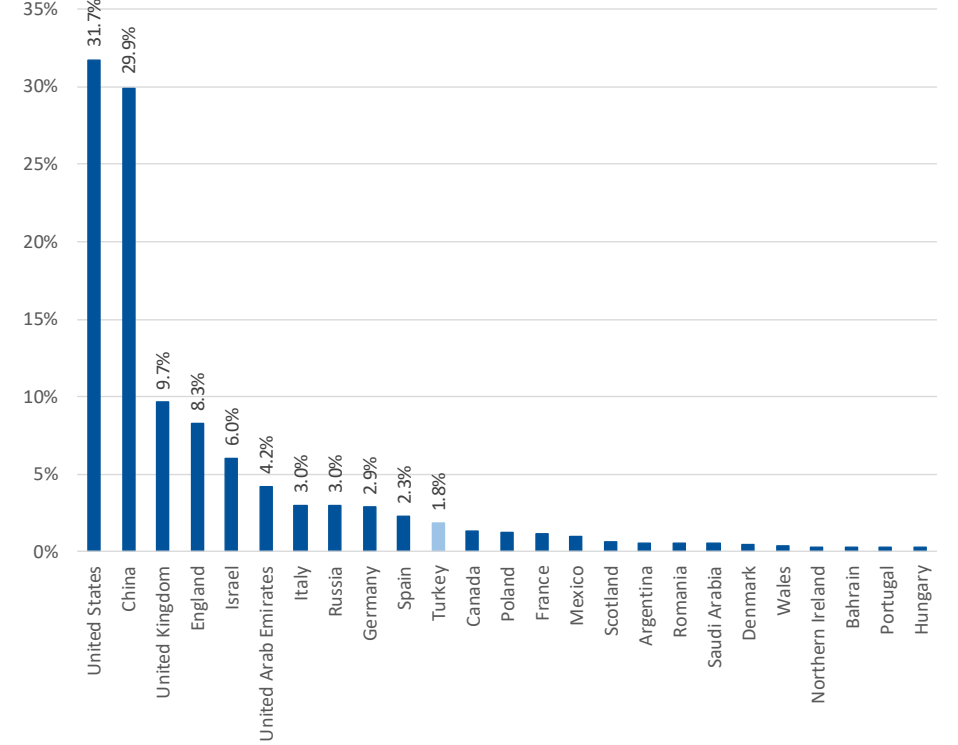
Seçilmiş Covid-19 toplam aşılama rakamları



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma, Our World in Data

Ülkelerin raporlama tarihlerine göre rakamlar değişiklik gösterebilir. Son veriler kullanılmıştır.

Seçilmiş ülkeler, toplam aşılama içerisindeki pay



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, Our World in Data

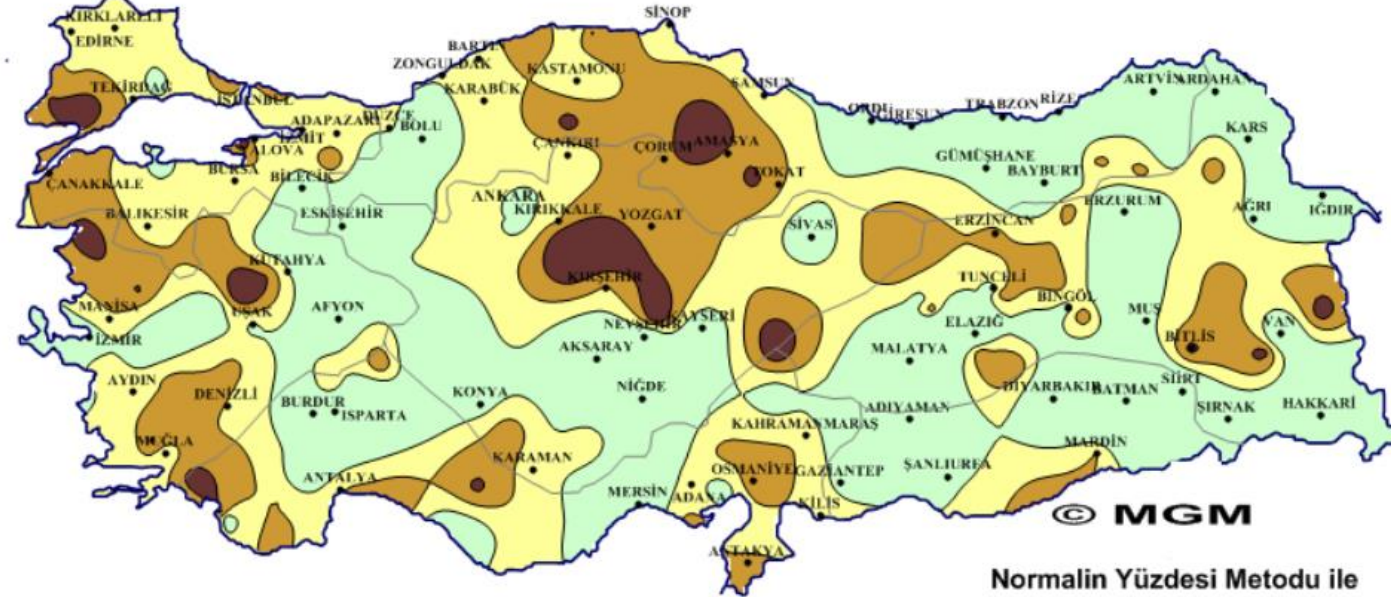
Ülkelerin raporlama tarihlerine göre rakamlar değişiklik gösterebilir. Son veriler kullanılmıştır.

■ Kuraklık

Kuraklık Analizi

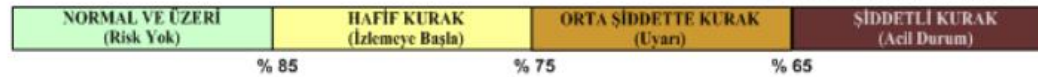
2021 yılına dair enflasyon görünümünü konuşurken iki temel girdinin mutlak suretle yukarı yönde baskı ihtimali taşıdığını göz ardı etmemek gerekiyor: i) Kuraklık ihtimali ve gıda fiyatları ii) Küresel emtia fiyat yükselişi ve petrol ithalatı. MGM analizleri normalin yüzdesi metodu ile 12 aylık değerlendirmede şu aşamada ülke geneline yayılan şiddetli kuraklığa işaret etmiyor. Ancak...

12 Aylık Değerlendirme



Normalin Yüzdesi Metodu ile
Kuraklık Haritası
(Percent of Normal)
12 Aylık (Ocak 2020-Aralık 2020)
Hazırlanış Tarihi: Ocak 2021

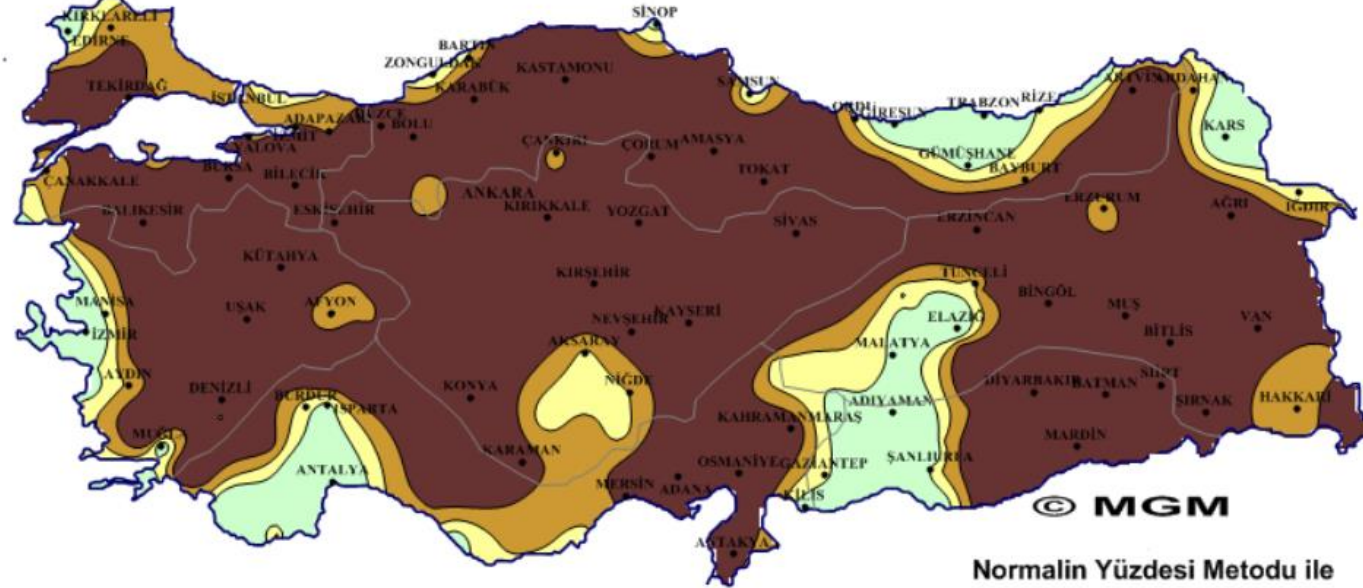
* Bu veriler kalite kontrolden geçmemiştir.



Kuraklık Analizi

... aynı haritaya daha kısa vadeli bakıldığında resim ihtiyatlı olunması gereken bir duruma işaret ediyor. Yağışlar açısından kritik döneme işaret eden kış ve bahar aylarında beklenen ölçekte yağışın gerçekleşmediği senaryoda durum daha kritik bir hal alabilir.

3 Aylık Değerlendirme

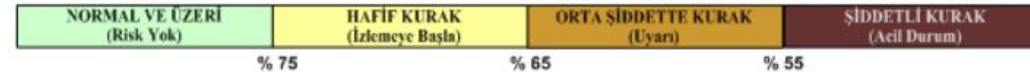


Normalin Yüzdesi Metodu ile
Kuraklık Haritası
(Percent of Normal)

3 Aylık (Ekim 2020-Aralık 2020)

Hazırlanış Tarihi: Ocak 2021

* Bu veriler kalite kontrolden geçmemiştir.



■ Hisse senedi piyasası, bankacılık sektörü

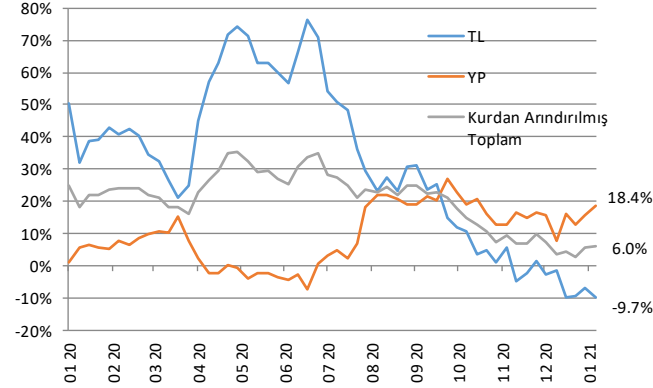
2021 Bankacılık Sektörü Görünümü

- 2021 yılı senaryomuzu ise üç ana beklenti üzerine kurguladık: i) *Pandemi koşullarının, aşının da kullanıma girmesi ile birlikte, bahar aylarından itibaren yumuşama eğilimine girmesi ve ekonomik aktivitenin yıl genelinde %4.0 seviyelerinde büyümesi* ii) *Yılın ikinci yarısında enflasyon ve faiz oranlarının gerilemesi ve yılın ilk yarısında daralma eğiliminde olmasını beklediğimiz faiz marjının yılın ikinci yarısında tam tersi bir eğilim göstermesi* iii) *Takipteki kredi oranının, yapılandırılmış krediler de dikkate alınarak, yıl genelinde ortalama 90-100 baz puan kadar bir artış göstermesi.* Ancak bankalar halihazırda yüksek karşılık oranlarına sahip oldukları için orandaki bu artışa rağmen, kredi risk maliyetleri 2020'ye kıyasla daha düşük olabilir. Bu doğrultuda 2021 yılında finansal sağlamlık ve dengeli bir kredi büyümesi ile karlılık artışı öngörüyoruz.
- 2021 yılında %16-18 bandında bir TL kredi büyümesi olabileceğini tahmin ediyoruz. YP kredilerde ise yılbaşından bu yana gerçekleşen %3.5 gerilemenin önümüzdeki yıl daha yatay bir seyirde olabileceği görüşündeyiz.
- Artan TL mevduat faizi ve vadesiz mevduatlardaki daralma eğilimi nedeniyle 4Ç20'de ve 2021'in ilk yarısında faiz marjı baskılanabilir. Ancak yılın ikinci yarısında, gerek kredi fiyatlaması gerekse de faiz gerilemesi ile ilk yarıdaki kayıp telafi edilebilir. Tüm yıl için ise swap dahil net faiz marjında 40 baz puan civarında bir gerileme olabileceğini düşünüyoruz.
- Yapılandırılmış krediler, pandeminin olumsuz etkileri ve BDDK'nın öteleme kararı da dikkate alındığında takipteki kredi oranı 2021 yılında 90-100 baz puan kadar artabilir. Bankalar son 1 yıl içerisinde takipteki krediler için ayırdıkları karşılık oranlarını 10 puan kadar yükselterek %75 seviyesine getirmiştir. Karşılık yüklemesinin 4Ç20'de de sürmesini ve 2021'in yükünü hafifletmesini bekliyoruz. Finansal sağlamlık açısından yüksek karşılık oranının önemli olduğunu düşünüyoruz.
- **En beğendiğimiz banka Halkbank.** Halkbank'ın 2021 yılında %73 yıllık artış ile en yüksek kar büyümesi elde edecek banka olmasını bekliyoruz. Özsermaye karlılığındaki iyileşme hızı dikkate alındığında Halkbank yakın dönemdeki sektör ortalamasına göre daha yüksek bir iskonto ile işlem görmektedir. Bu iyileşmenin fiyatlara yansiyebileceği beklentisi ile Halkbank'ı kapsamımızda en çok tercih ettiğimiz banka olarak belirledik. İkinci olarak İş Bankası'nı söyleyebiliriz. Değerleme açısından görece iyi karlılığın yeterince fiyatlara yansımadağı fikrindeyiz. Bu iki hisseyi takiben Garanti Bankası (güçlü finansallar ve olumlu kar momentumu), Yapı Kredi Bankası (sürdürülebilir şekilde artan karlılık), Akbank (sağlam finansal yapı ile pazar payını artırabilme kapasitesi) ve VakıfBank (yüksek hızlı büyümenin ardından soluklanma dönemi) olarak bir sıralama yapılabilir. TSKB için ise olumlu dinamiklerin fiyata yansımış olduğunu düşünüyoruz.

Kredi ve Mevduat Büyümesi

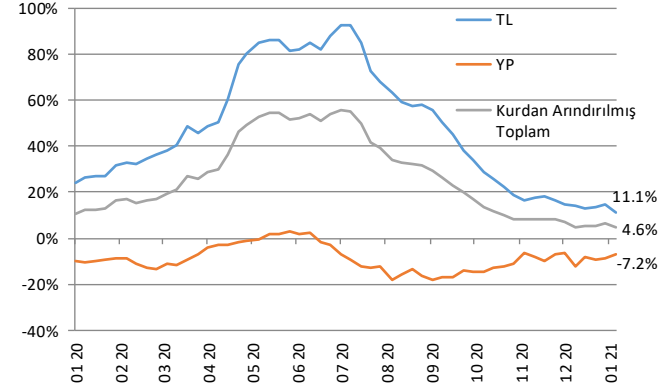
2021'de TL cinsi kredilerin %16-18 seviyelerinde büyümesini ve büyümenin yılın ikinci yarısında daha belirgin hale gelmesini bekliyoruz. Mevduatta ise ters para ikamesinin devreye girmesi ile TL tarafta yoğunlaşmasını öngörüyoruz.

Mevduat Büyümesi - Sektör, 13h Yıllıklandırılmış



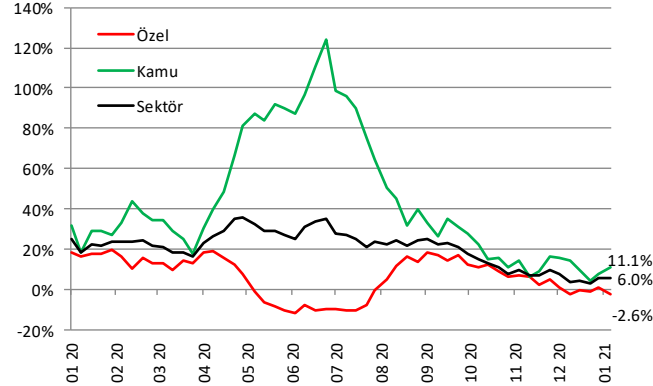
Kaynak: BDDK, Deniz Yatırım Araştırma

Kredi Büyümesi - Sektör, 13h Yıllıklandırılmış



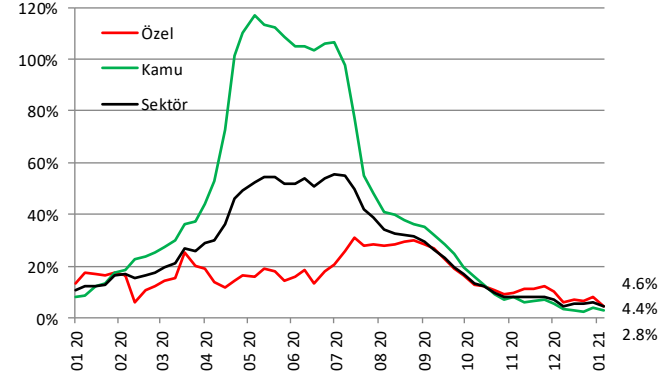
Kaynak: BDDK, Deniz Yatırım Araştırma

Mevduat Büyümesi Karşılaştırma, 13h Yıllıklandırılmış



Kaynak: BDDK, Deniz Yatırım Araştırma

Kredi Büyümesi Karşılaştırma, 13h Yıllıklandırılmış

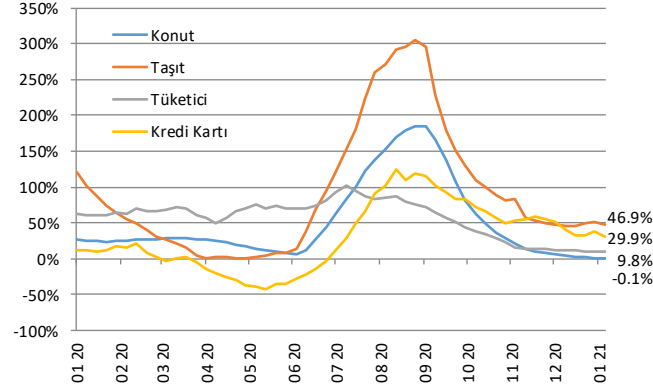


Kaynak: BDDK, Deniz Yatırım Araştırma

Segmentlere Göre Kredi Büyümesi

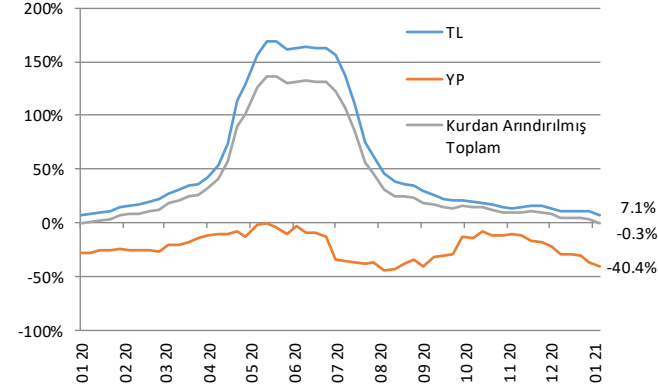
2020'nin sonuna doğru hız kesen KOBİ kredi büyümesinin yılın ikinci yarısında toparlanmasını beklerken, ilk yarıda bireysel kredilerdeki artışın ticari segmente göre daha hızlı olabileceğini düşünüyoruz.

Bireysel Kredi Büyümesi - Sektör, 13h Yıllıklandırılmış



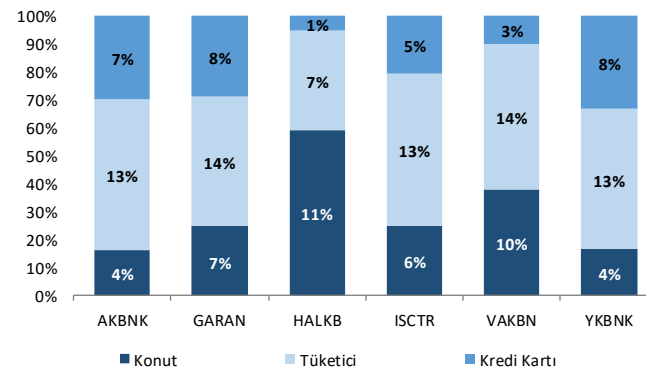
Kaynak: BDDK, Deniz Yatırım Araştırma

KOBİ Kredi Büyümesi - Sektör, 13h Yıllıklandırılmış



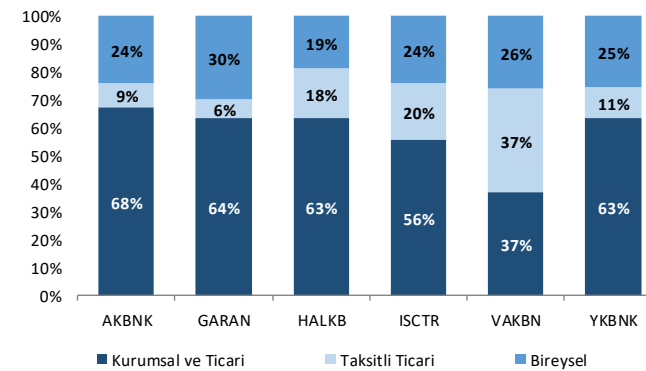
Kaynak: BDDK, Deniz Yatırım Araştırma

Bireysel Kredi Kompozisyonu, Eylül 2020



Kaynak: Bankalar, Deniz Yatırım Araştırma

Kredi Kompozisyonu, Eylül 2020

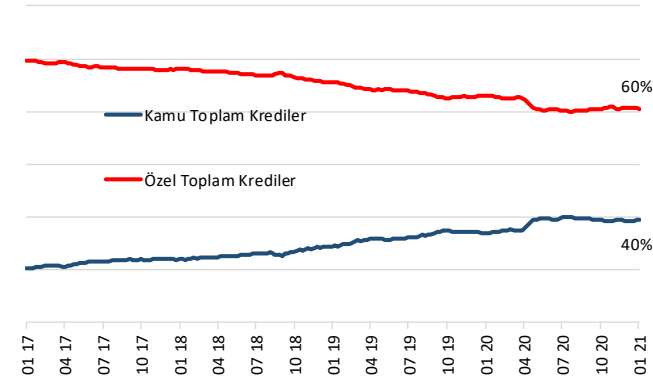


Kaynak: Bankalar, Deniz Yatırım Araştırma

Kamu-Özel Bankalar Pazar Payları

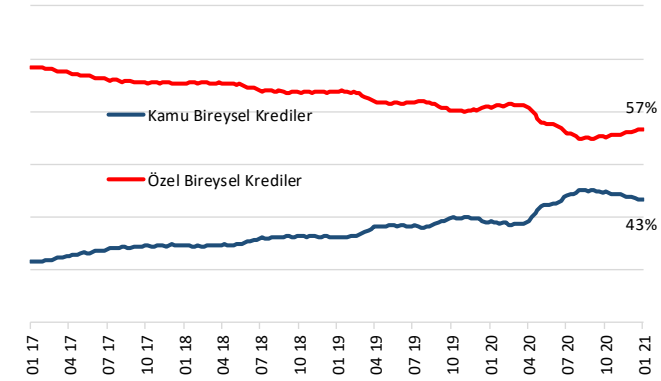
Son dört yılda kamu bankaları özel bankalara kıyasla daha hızlı büyüdüler. Bu yıl ise büyümenin biraz daha özel sektör bankaları tarafında olabileceği görüşündeyiz. Kaybedilen pazar payının bir miktarının telafi edilmeye çalışılacağını düşünüyoruz.

Toplam Kredi Pazar Payları



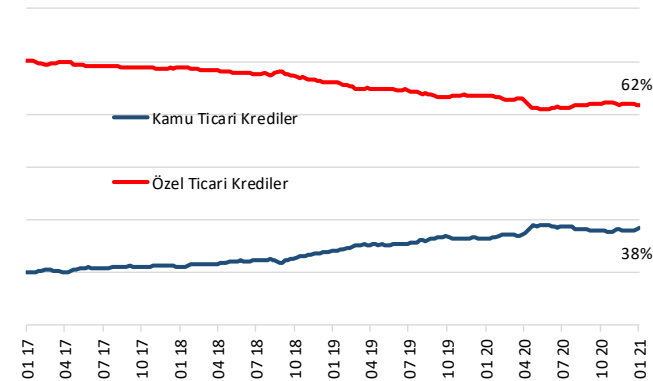
Kaynak: BDDK, Deniz Yatırım Araştırma

Bireysel Kredi Pazar Payları



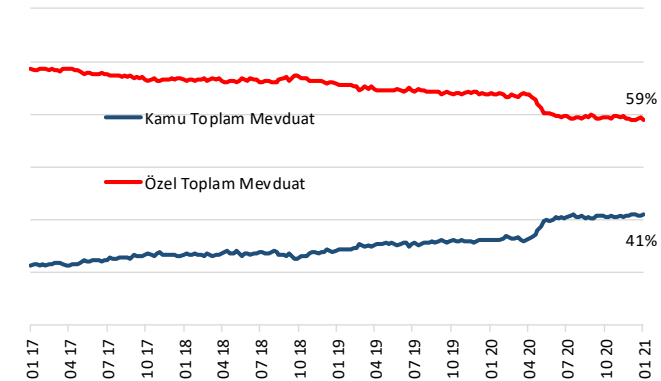
Kaynak: BDDK, Deniz Yatırım Araştırma

Ticari Kredi Pazar Payları



Kaynak: BDDK, Deniz Yatırım Araştırma

Toplam Mevduat Pazar Payları

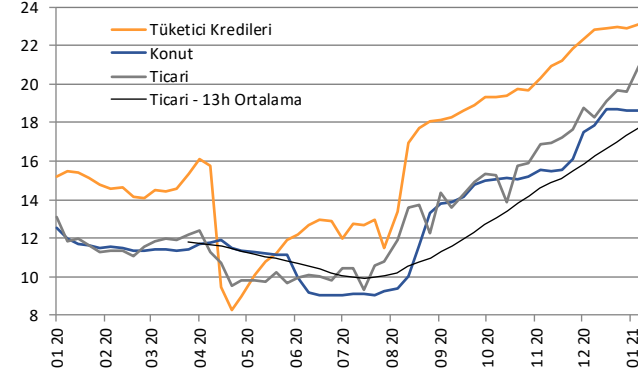


Kaynak: BDDK, Deniz Yatırım Araştırma

Faiz Marjı-I

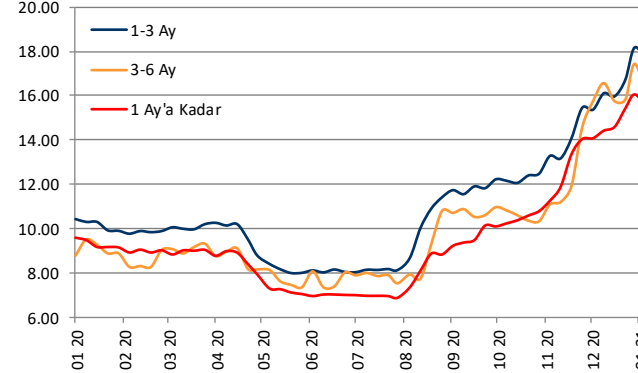
Fonlama maliyetinde Temmuz sonundan bu yana gözlenen artış bankaların 4Ç20 ve 1Ç21 marjları üzerinde etkili olacaktır. 4Ç20'de TÜFE'ye endekli bonoların sağladığı fayda nedeniyle 1Ç21'deki daralma daha sert olacaktır. Yılın ikinci yarısında daha olumlu bir marj görünümü bekliyoruz.

Kredi Faiz Oranları, %, Haftalık yeni üretim



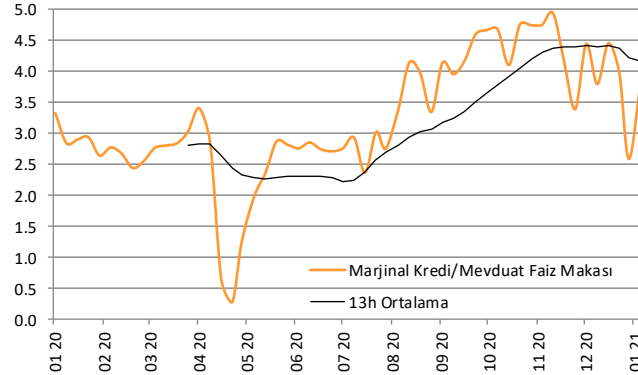
Kaynak: TCMB, BDDK, Deniz Yatırım Araştırma

Mevduat Faiz Oranları, %, Haftalık yeni üretim



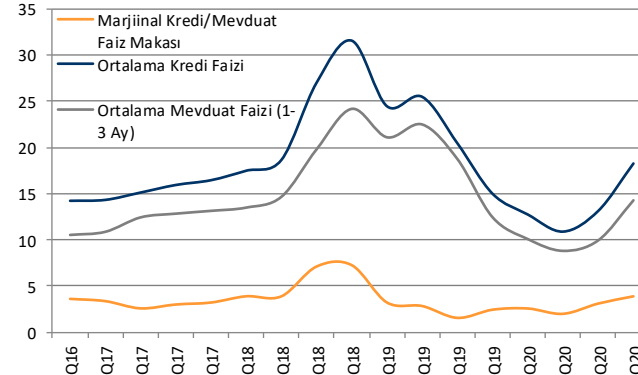
Kaynak: TCMB, BDDK, Deniz Yatırım Araştırma

Haftalık Marjinal (yeni üretim) Kredi/Mevduat Faiz Makası



Kaynak: TCMB, BDDK, Deniz Yatırım Araştırma

Haftalık Marjinal Kredi/Mevduat Faiz Makası, %, çeyreklik ortalama

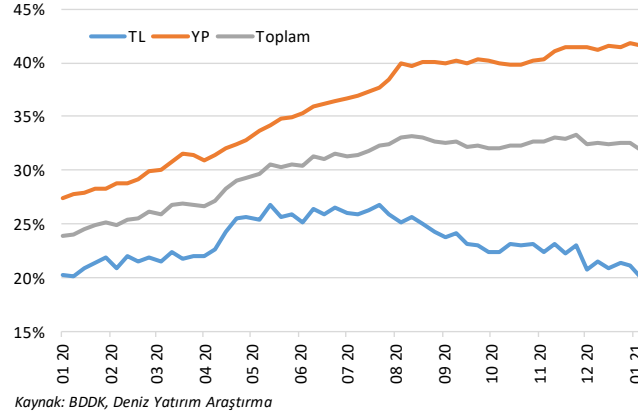


Kaynak: TCMB, BDDK, Deniz Yatırım Araştırma

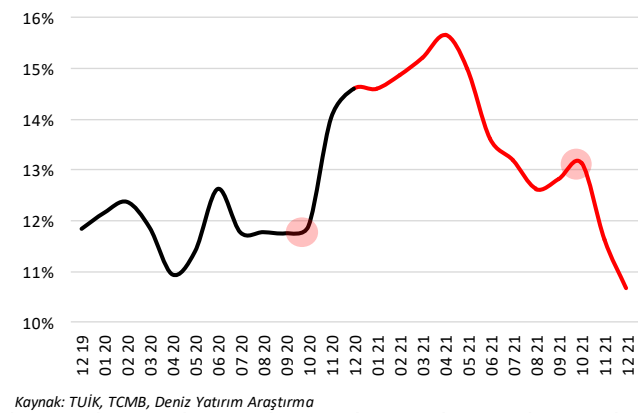
Faiz Marjı-II

2020 genelinde artış gösteren vadesiz mevduat hacmi, özellikle YP tarafta, bankaların marjına olumlu katkı sağlamıştı. Yüksek mevduat faizi nedeniyle TL tercihinin artması vadesiz mevduat hacmini baskılayabilir. Yıl genelinde ise TÜFE'ye endeksli bonoların 2020'ye göre daha yüksek marj katkısı yapmasını bekliyoruz.

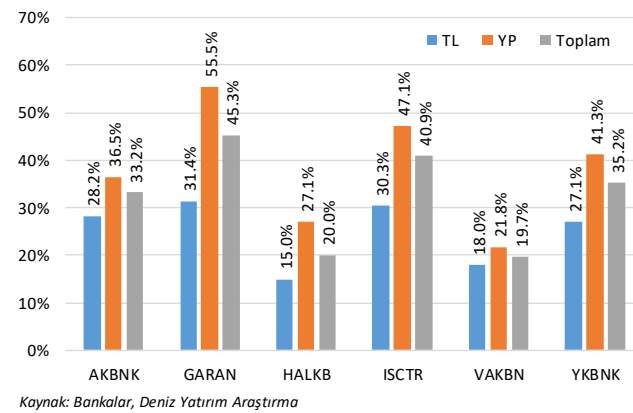
Vadesiz Mevduatın Toplam Mevduat içindeki Payı



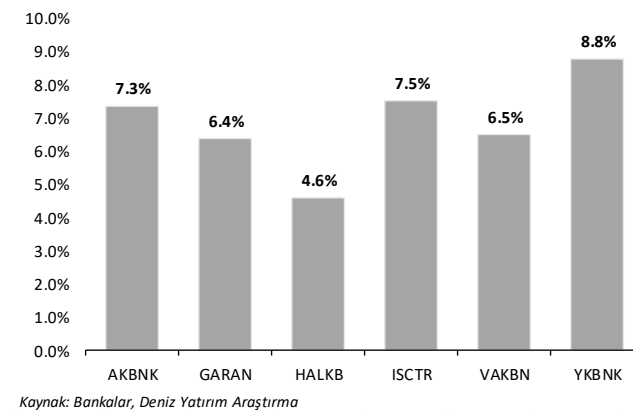
Enflasyon Beklentileri



Bankaların Toplam Mevduat içindeki Vadesiz Mevduat Payı



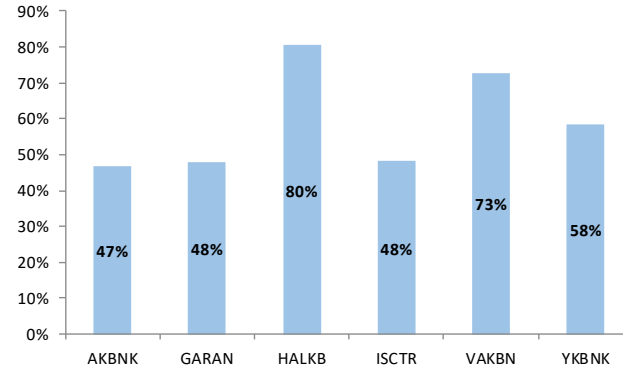
TÜFE'ye Endeksli Bonolar / Faizli Aktifler, Eylül 2020



Faiz Marjı-III

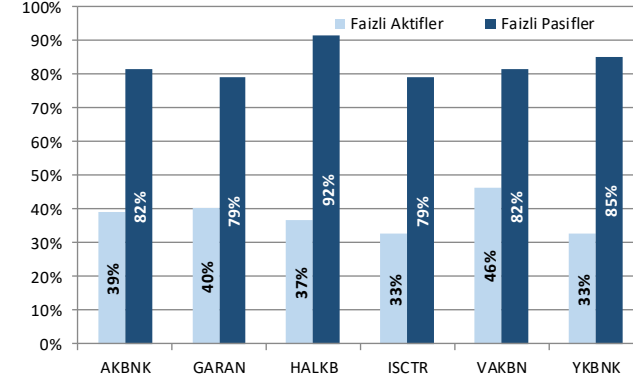
Kamu bankalarının faiz marjı 1Ç21 sonuna kadar özel bankalara kıyasla biraz daha sert bir daralma gösterebilir. Ancak yılın ikinci yarısındaki toparlanmadan da daha olumlu etkilenmeleri beklenir. Değişken faizli ve TÜFE'ye endeksli bonolar ISCTR, YKBNK ve GARAN için yakın dönemde daha defansif unsurlardır.

TL Faizli Aktifler / TL Faizli Pasifler, Eylül 2020



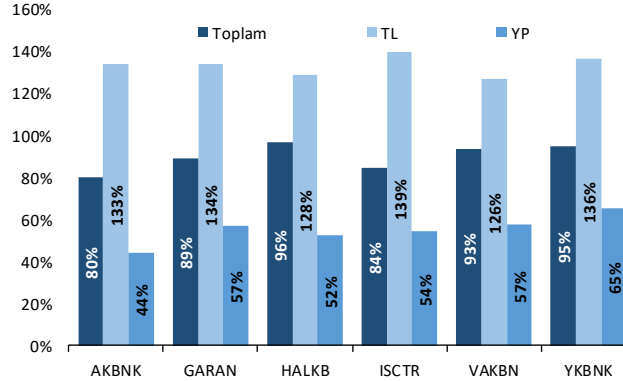
Kaynak: Bankalar, Deniz Yatırım Araştırma

3 Ay İçerisinde Yeniden Fiyatlanacak Aktifler ve Pasifler, Eylül 2020



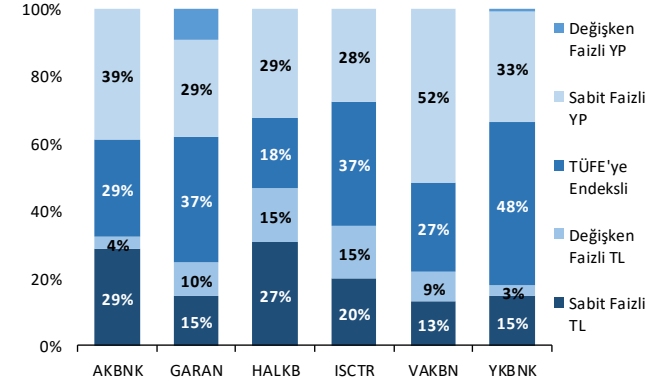
Kaynak: Bankalar, Deniz Yatırım Araştırma

Mevduatın Krediye Dönüşüm Oranı, Eylül 2020



Kaynak: Bankalar, Deniz Yatırım Araştırma

Menkul Kıymet Portföyü Dağılımı, Eylül 2020



Kaynak: Bankalar, Deniz Yatırım Araştırma

Net Faiz Gelirleri

Tahminlerimize göre net faiz geliri artışı 2021 yılında daralan marj beklentisi nedeniyle sınırlı kalabilir. TL tercihinin beklentimizden daha yüksek olması gerek fiyat rekabetini azaltacağı ve gerekse de swap ihtiyacını azaltacağı için tahminlerimize göre olumlu bir risk unsuru olabilir.

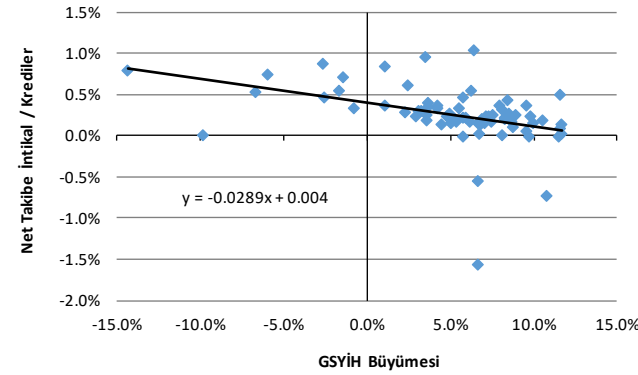
	AKBNK	GARAN	HALKB	ISCTR	VAKBN	YKBNK	TSKB
Net Faiz Geliri							
2019	15,713	19,027	10,612	19,859	13,015	14,776	1,932
2020T	19,534	23,526	20,162	25,910	19,544	15,918	2,061
2021T	21,187	25,390	19,546	27,910	19,787	17,364	2,442
2022T	22,168	27,804	23,051	30,588	22,368	19,435	2,713
Swap Maliyeti							
2019	-2,697	-2,898	-3,803	-6,457	-3,339	-3,015	-335
2020T	-3,716	-3,633	-1,002	-4,799	-2,191	-1,645	-174
2021T	-3,691	-4,342	-300	-5,255	-739	-1,221	-234
2022T	-2,161	-2,641	-246	-4,031	-611	-1,078	-212
Swap dahil NFG							
2019	13,016	16,129	6,809	13,402	9,676	11,761	1,597
2020T	15,818	19,893	19,160	21,112	17,353	14,273	1,887
2021T	17,495	21,049	19,247	22,655	19,048	16,143	2,208
2022T	20,006	25,164	22,805	26,557	21,757	18,357	2,501
Swap dahil NFG Büyümesi							
2019	6.2%	-0.2%	-13.3%	0.6%	-14.6%	-5.6%	5.4%
2020T	21.5%	23.3%	181.4%	57.5%	79.3%	21.4%	18.1%
2021T	10.6%	5.8%	0.5%	7.3%	9.8%	13.1%	17.0%
2022T	14.4%	19.6%	18.5%	17.2%	14.2%	13.7%	13.2%
Swap dahil Net Faiz Marjı							
9M19	4.0%	5.1%	1.4%	3.2%	2.5%	3.7%	4.2%
2019	4.3%	5.3%	1.9%	3.6%	2.9%	3.8%	4.2%
9M20	4.8%	5.8%	4.4%	4.8%	4.1%	4.0%	4.1%
2020T	4.6%	5.6%	4.0%	4.6%	3.7%	3.9%	4.1%
2021T	4.2%	5.0%	3.0%	4.2%	3.2%	3.7%	4.0%
2022T	4.3%	5.3%	3.2%	4.4%	3.2%	3.7%	4.0%
Kredi/Mevduat Faiz Makası							
9M19	5.1%	3.4%	1.6%	3.1%	2.3%	2.9%	n.a.
2019	5.6%	4.1%	2.3%	3.7%	3.0%	3.3%	n.a.
9M20	6.4%	5.8%	3.5%	5.9%	4.7%	5.0%	n.a.
2020T	5.8%	5.0%	3.3%	5.5%	3.8%	4.3%	n.a.
2021T	5.7%	4.5%	3.9%	5.1%	3.8%	4.2%	n.a.
2022T	5.4%	4.7%	3.7%	5.2%	3.7%	4.4%	n.a.

Kaynak: Bankalar, Deniz Yatırım Araştırma

Aktif Kalitesi-I

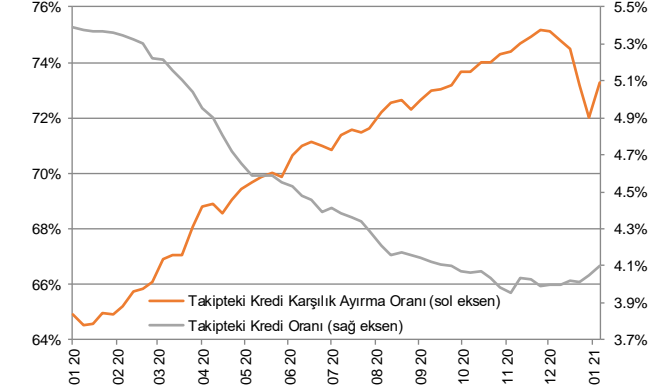
Modelimize göre %4'lük bir GSYİH büyümesi 40 milyar TL ilave bir takip bakiyesine neden olabilir, yaklaşık 110 bps kredi risk maliyeti ki bu da aslında bankaların verdiği daha düşük kredi risk maliyeti yönlendirmesi ile uyumludur. Ancak pandemi koşulları nedeniyle biz tahminlerimizde daha temkinli davrandık.

%4 GSYİH Büyümesi ile 2021'de Net Takip 40 milyar TL Artabilir



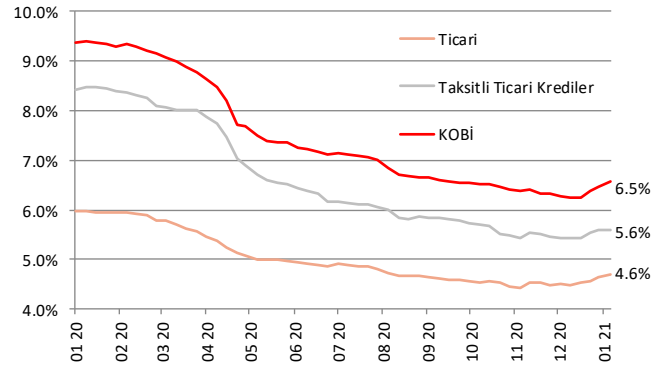
Kaynak: TBB, TÜİK, Deniz Yatırım Araştırma

Toplam Takipteki Kredi Oranı ve Karşılık Ayırma Oranı



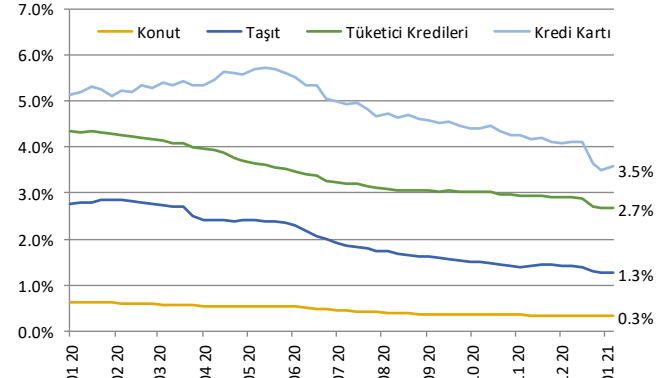
Kaynak: BDDK, Deniz Yatırım Araştırma

KOBİ Takipteki Kredi Oranı



Kaynak: BDDK, Deniz Yatırım Araştırma

Bireysel Takipteki Kredi Oranı



Kaynak: BDDK, Deniz Yatırım Araştırma

Aktif Kalitesi-II

Kasım 2020 verilerine göre turizm, lojistik, inşaat ve enerji sektörlerinde takip oranı genele paralel olarak gerilemiştir. Ancak 2019 sonu ile kıyaslandığında bankalar toplam karşılık oranlarını 20 puan kadar artırmışlardır. Bu nedenle de takip oranı artışının gelir tablosu etkisi 2021'de daha sınırlı olabilir.

Sektörlere Göre Krediler ve Takipteki Krediler	Kasım 2020		Takipteki Kredi Oranı	
	Canlı Krediler	Takipteki Krediler	Ara 19	Kas 20
Tarım, Avcılık ve Ormancılık	124	5	4.8%	3.9%
Balıkçılık	3	0	7.0%	5.5%
Madencilik ve Taşocakçılığı	45	1	5.4%	2.9%
İmalat Sanayi	750	28	5.2%	3.6%
Elektrik, Gaz ve Su Kaynakları Ürt. Dağt. San.	252	15	6.6%	5.8%
İnşaat	284	25	9.8%	8.1%
Toptan ve Perakende Ticaret, Motorlu Araçlar Servis Hizm. İle Kişisel ve Hane Halkı Ürünleri	438	24	7.1%	5.2%
Otel ve Restoranlar (Turizm)	131	7	8.6%	5.4%
Taşımacılık, Depolama ve Haberleşme	226	5	2.9%	2.1%
Finansal Aracılık	82	0	0.3%	0.2%
Emlak Kom., Kiralama ve İşletmecilik Faal.	215	11	5.8%	4.7%
Savunma ve Kamu Yönetimi ve Zorunlu Sosyal Güv. Kurumları	65	0	0.2%	0.2%
Eğitim	14	1	10.0%	8.0%
Sağlık ve Sosyal Hizmetler	27	1	2.8%	2.2%
Diğer Hizmetler	63	2	3.5%	2.8%
İşçi Çalıştıran Özel Kişiler	0	0	3.2%	16.5%
Uluslararası Örgüt ve Kuruluşlar	0	0	7.2%	5.5%
Ferdi Kredi Konut	281	1	0.6%	0.3%
Ferdi Kredi Otomobil	11	0	2.8%	1.4%
Ferdi Kredi Diğer	385	12	4.3%	2.9%
Kredi Kartları	200	8	5.0%	3.8%
Diğer	27	4	12.8%	12.5%
TOPLAM	3,624	150	5.4%	4.0%

Kaynak: BDDK ve Deniz Yatırım Araştırma

Aktif Kalitesi-III

Takipteki kredi oranının kapsamımızda yer alan bankalar için 2020'ye göre 90-100 bp kadar artabileceğini değerlendiriyoruz (herhangi bir aktiften silme ve/veya satış öngörmeden). Kredi risk maliyetlerinde ise banka yönlendirmelerine kıyasla daha temkinliyiz, yani yüksek karşılık oranlarını muhafaza ettik.

	AKBNK	GARAN	HALKB	ISCTR	VAKBN	YKBNK	TSKB
Takibe Dönüşüm Oranı							
2019	4.76%	3.34%	0.32%	3.61%	2.57%	4.22%	0.00%
9M20	0.75%	0.70%	0.59%	0.11%	-0.10%	0.32%	0.00%
2020T	0.82%	0.83%	0.60%	0.44%	0.23%	0.64%	0.49%
2021T	2.19%	2.27%	1.75%	1.82%	2.09%	2.02%	1.66%
Yeniden Yapılandırılan Kredi Oranı							
2018	5.81%	3.53%	2.56%	3.36%	2.98%	2.00%	3.35%
2019	8.71%	4.48%	3.50%	6.44%	5.10%	8.78%	8.04%
9M20	8.63%	5.94%	3.10%	7.91%	3.98%	7.54%	9.91%
3. Grup Kredi Oranı (Takipteki Kredi Oranı)							
2019	7.29%	6.89%	5.15%	6.53%	5.93%	7.60%	3.51%
9M20	6.37%	5.96%	3.57%	5.25%	3.73%	6.09%	3.43%
2020T	6.48%	6.12%	3.64%	5.25%	3.94%	6.32%	3.74%
2021T	7.43%	7.19%	4.74%	6.09%	5.22%	7.16%	4.67%

Kaynak: Bankalar, Deniz Yatırım Araştırma

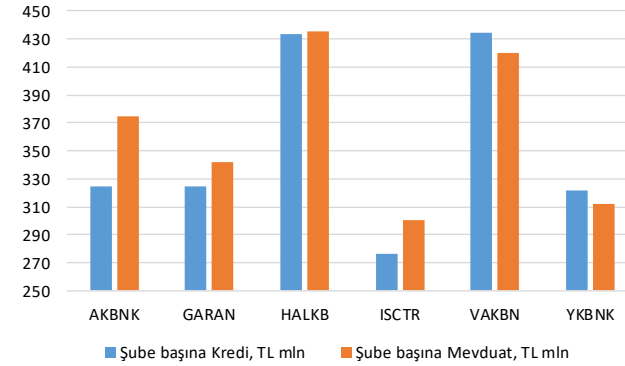
	AKBNK	GARAN	HALKB	ISCTR	VAKBN	YKBNK	TSKB
Karşılık Oranları							
1. Grup							
2019	0.4%	0.5%	0.5%	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%
9M20	0.7%	0.7%	0.5%	0.7%	0.7%	0.9%	1.2%
2020T	0.7%	0.7%	0.5%	0.7%	0.7%	0.9%	1.2%
2021T	0.7%	0.8%	0.5%	0.7%	0.7%	0.9%	1.2%
2. Grup							
2019	11.1%	10.9%	4.8%	10.1%	5.9%	13.3%	10.5%
9M20	16.8%	16.4%	10.2%	16.2%	13.6%	16.9%	13.9%
2020T	17.0%	16.5%	10.0%	16.5%	14.0%	17.0%	14.0%
2021T	17.0%	16.5%	10.0%	16.5%	14.0%	17.0%	14.0%
3. Grup							
2019	56.2%	62.1%	55.8%	54.7%	70.4%	62.5%	32.1%
9M20	62.9%	68.7%	64.1%	63.1%	75.0%	68.3%	39.4%
2020T	69.3%	75.9%	70.6%	67.6%	75.7%	70.9%	42.4%
2021T	75.4%	81.5%	78.9%	74.2%	77.9%	70.2%	59.1%
Toplam Karşılık Oranı							
2019	82.7%	91.4%	71.7%	82.0%	90.3%	95.0%	79.9%
9M20	105.3%	115.1%	98.1%	111.2%	124.4%	122.3%	114.0%
2020T	112.1%	120.2%	106.0%	116.3%	123.2%	122.5%	114.4%
2021T	112.7%	117.4%	106.0%	116.1%	113.6%	115.6%	116.4%
Net Kredi Risk Maliyeti							
2019	3.26%	3.17%	1.10%	2.18%	1.90%	3.48%	1.35%
9M20	3.12%	3.63%	1.95%	2.60%	2.08%	3.33%	2.69%
2020T	3.09%	3.41%	1.91%	2.45%	1.91%	3.00%	2.59%
2021T	2.50%	2.50%	1.85%	2.10%	2.00%	1.90%	2.00%

Kaynak: Bankalar, Deniz Yatırım Araştırma

Faiz Dışı Gelir/Giderler-I

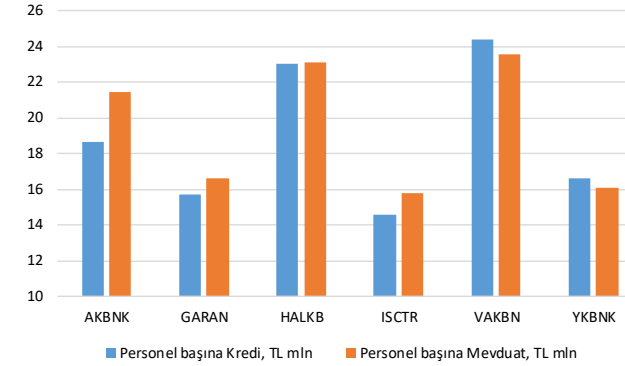
HALKB orta-uzun vadede bankacılık hizmet gelirlerini artırarak karlılığına katkı sağlayabilir. ISCTR de gerek bankacılık hizmet gelirlerindeki artış gerekse de operasyonel giderlerini kısarak karlılığını yükseltebilir. Pandeminin hızlandığı dijital kayış bankaların giderlerine orta vadede olumlu katkı sağlayacaktır.

Şube başına Kredi ve Mevduat (TL mln), Eylül 2020



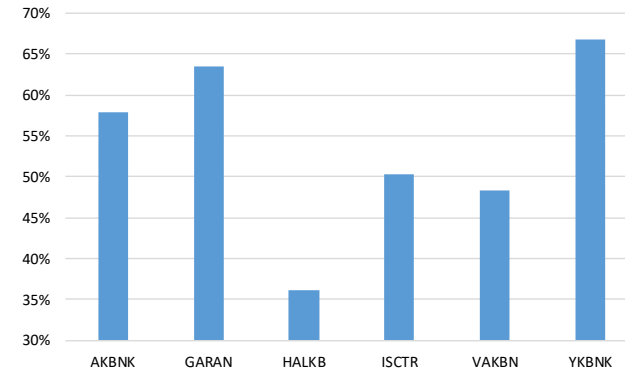
Kaynak: Bankalar, Deniz Yatırım Araştırma

Personel başına Kredi ve Mevduat (TL mln), Eylül 2020



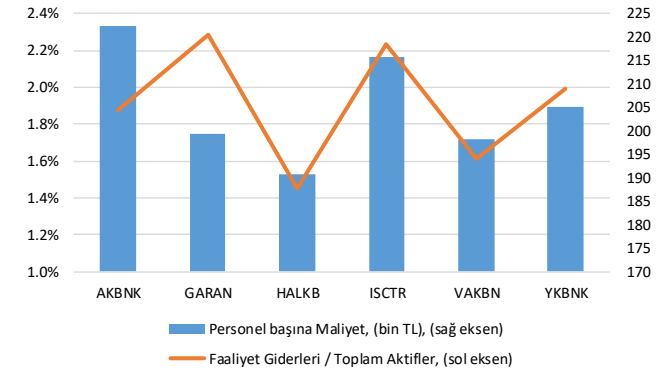
Kaynak: Bankalar, Deniz Yatırım Araştırma

Bankacılık Hizmet Gelirleri / Operasyonel Giderler, Eylül 2020



Kaynak: Bankalar, Deniz Yatırım Araştırma

Personel ve Faaliyet Giderleri, Eylül 2020



Kaynak: Bankalar, Deniz Yatırım Araştırma

Faiz Dışı Gelir/Giderler-II

2020'de regülasyon değişikliği ve pandemiye bağlı olarak zayıf bir performans sergileyen bankacılık hizmet gelirlerinin bu yıl toparlanmasını öngörüyoruz. Bununla birlikte daha stabil bir kur ve daha düşük bir enflasyon beklentisi ile faaliyet giderlerinin de daha sınırlı artmasını değerlendiriyoruz.

	AKBNK	GARAN	HALKB	ISCTR	VAKBN	YKBNK	TSKB
Net Fee Income, TRY mln							
2019	4,634	6,089	2,778	5,569	3,979	5,287	30
9M20	2,999	4,486	1,960	4,078	2,630	3,908	39
2020E	4,089	6,018	2,658	5,458	3,533	5,322	49
2021E	4,584	6,733	2,982	6,105	3,917	5,932	53
2022E	5,149	7,459	3,397	6,843	4,375	6,838	58
Net Fee Income Growth							
2019	34%	25%	42%	26%	73%	32%	57%
9M20	-12%	0%	-4%	2%	-10%	4%	95%
2020E	-12%	-1%	-4%	-2%	-11%	1%	66%
2021E	12%	12%	12%	12%	11%	11%	6%
2022E	12%	11%	14%	12%	12%	15%	10%
Operating Expenses, TRY mln							
2019	6,549	8,706	6,286	9,793	6,619	7,244	202
9M20	5,640	7,186	5,812	8,792	5,937	5,835	159
2020E	7,554	9,879	7,876	11,935	8,107	8,142	221
2021E	8,602	11,385	9,222	13,556	9,401	9,213	254
2022E	9,680	12,847	10,630	15,254	10,606	10,190	289
Operating Expenses Growth							
2019	18%	16%	15%	22%	13%	15%	24%
9M20	16%	14%	27%	21%	23%	17%	7%
2020E	15%	13%	25%	22%	22%	12%	9%
2021E	14%	15%	17%	14%	16%	13%	15%
2022E	13%	13%	15%	13%	13%	11%	14%

Kaynak: Bankalar, Deniz Yatırım Araştırma

Değerleme-I

0.48x Fiyat/Defter Değeri ve 4.34x Fiyat/Kazanç Oranı ile bankacılık sektörü hisselerinin genelini cazip olduğunu düşünüyoruz. Kar veriminin (1/ (F/K)) halen bono faizinin üzerinde seyrediyor olmasını olumlu olarak değerlendiriyoruz.

Fiyat/Defter Değeri, 12 ay ileriye dönük



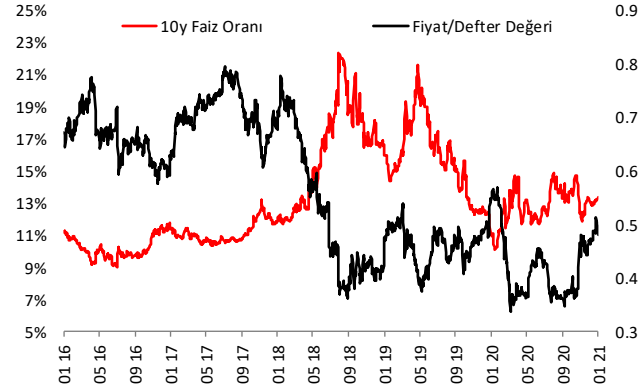
Kaynak: Bankalar, BİST, Deniz Yatırım Araştırma

Fiyat/Kazanç Oranı, 12 ay ileriye dönük



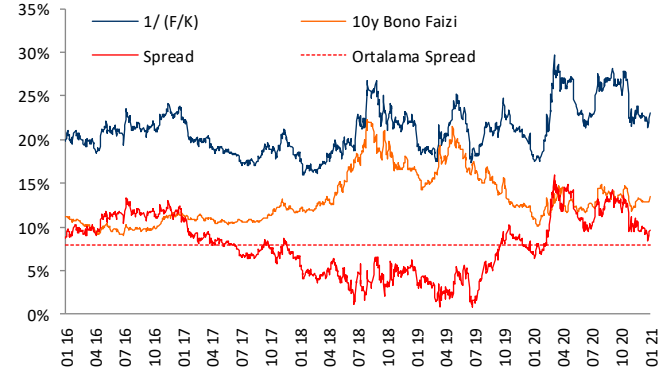
Kaynak: Bankalar, BİST, Deniz Yatırım Araştırma

Düşük Bono Faizi Değerlemeleri Destekliyor



Kaynak: Bankalar, BİST, Deniz Yatırım Araştırma

Kar Verimi Bono Getirisinin Halen Üzerinde

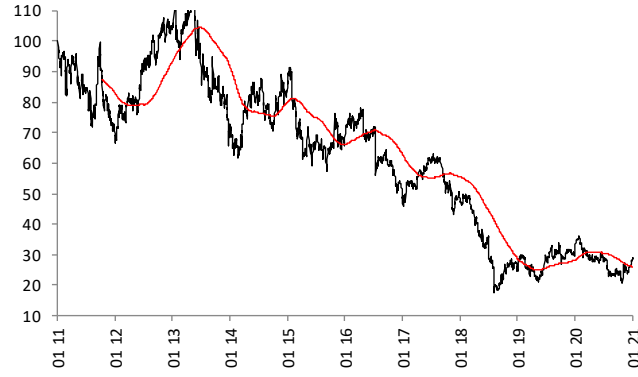


Kaynak: Bankalar, BİST, Deniz Yatırım Araştırma

Değerleme-II

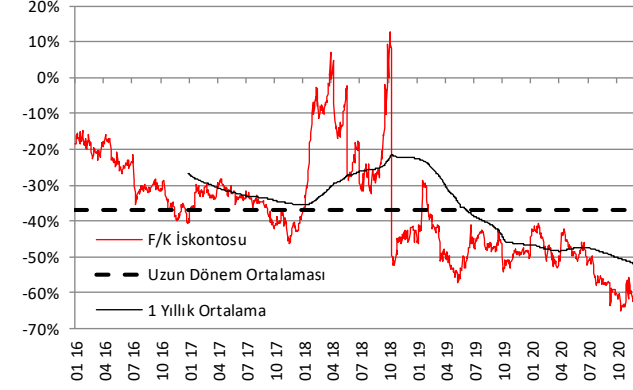
Banka hisseleri MSCI endeksine karşı uzun süren zayıf göreceli performansın ardından toparlanma eğiliminde. Özsermaye karlılığının göreceli olarak artıyor olması değerlemeleri destekleyebilir.

MSCI Türkiye Finansalları ve MSCI EM Finansalları, \$ bazlı



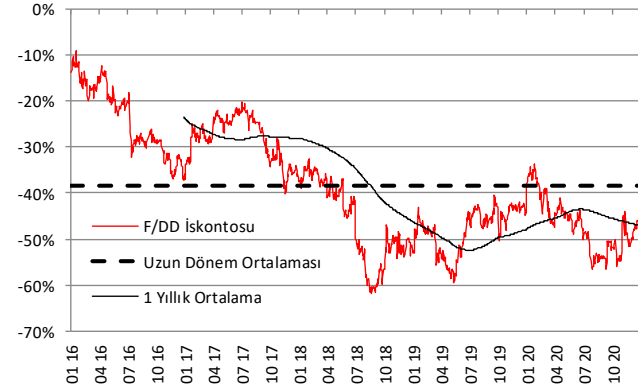
Kaynak: Bloomberg, Deniz Yatırım Araştırma

Fiyat/Kazanç İskontosu - MSCI EM'e kıyasla



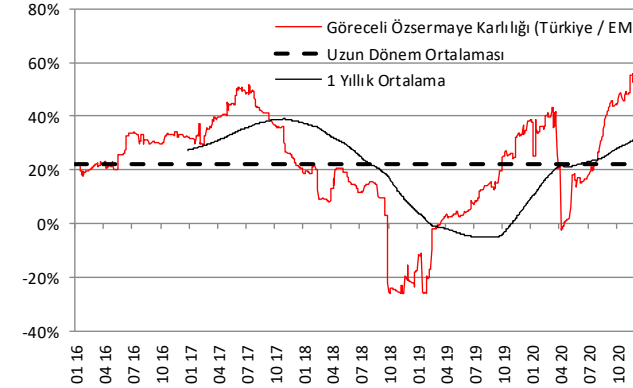
Kaynak: Bloomberg, Deniz Yatırım Araştırma

Fiyat/Defter Değeri İskontosu - MSCI EM'e kıyasla



Kaynak: Bloomberg, Deniz Yatırım Araştırma

Özsermaye Karlılığı - MSCI EM'e kıyasla



Kaynak: Bloomberg, Deniz Yatırım Araştırma

Değerleme-III

Özsermaye karlılığındaki iyileşme hızı dikkate alındığında Halkbank yakın dönemdeki sektör ortalamasına göre daha yüksek bir iskonto ile işlem görmektedir. Bu iyileşmenin fiyatlara yansiyebileceği beklentisi ile Halkbank'ı kapsamımızda en çok tercih ettiğimiz banka olarak belirledik.

12-a ileri F/K	AKBNK	GARAN	HALKB	ISCTR	VAKBN	YKBNK	TSKB	Ortalama
Cari	5.15	4.90	3.00	3.72	3.58	4.23	6.44	4.34
Son 1 Yıl	5.23	4.82	3.76	3.36	3.64	3.80	4.94	4.23
Son 3 Yıl	5.94	5.62	4.32	3.77	3.38	4.14	4.09	4.69
Son 5 Yıl	5.95	5.69	4.28	4.13	3.46	4.35	4.52	4.82
İskonto/Prim								
Cari	19%	13%	-31%	-14%	-17%	-2%	49%	-
Son 1 Yıl	24%	14%	-11%	-20%	-14%	-10%	17%	-
Son 3 Yıl	26%	20%	-8%	-20%	-28%	-12%	-13%	-
Son 5 Yıl	23%	18%	-11%	-14%	-28%	-10%	-6%	-
12-a ileri F/DD	AKBNK	GARAN	HALKB	ISCTR	VAKBN	YKBNK	TSKB	Ortalama
Cari	0.55	0.61	0.29	0.42	0.37	0.50	0.79	0.48
Son 1 Yıl	0.51	0.55	0.25	0.37	0.34	0.41	0.60	0.42
Son 3 Yıl	0.60	0.65	0.26	0.42	0.35	0.42	0.53	0.47
Son 5 Yıl	0.71	0.74	0.36	0.49	0.43	0.47	0.66	0.56
İskonto/Prim								
Cari	14%	27%	-39%	-12%	-24%	3%	64%	-
Son 1 Yıl	20%	31%	-40%	-13%	-20%	-4%	42%	-
Son 3 Yıl	27%	38%	-45%	-11%	-26%	-10%	13%	-
Son 5 Yıl	28%	34%	-35%	-11%	-23%	-16%	18%	-
12-a ileri Özkaynak Karlılığı	AKBNK	GARAN	HALKB	ISCTR	VAKBN	YKBNK	TSKB	Ortalama
Cari	11.2%	13.2%	10.4%	12.0%	10.9%	12.5%	13.0%	11.7%
Son 1 Yıl	10.1%	12.1%	7.1%	11.5%	10.0%	11.3%	13.0%	10.5%
Son 3 Yıl	10.7%	12.3%	6.7%	11.8%	11.5%	10.8%	14.1%	10.7%
Son 5 Yıl	12.9%	13.9%	9.4%	12.7%	13.7%	11.6%	15.6%	12.3%
İskonto/Prim								
Cari	-5%	13%	-11%	2%	-7%	7%	11%	-
Son 1 Yıl	-4%	15%	-32%	10%	-5%	8%	24%	-
Son 3 Yıl	0%	15%	-37%	11%	8%	1%	32%	-
Son 5 Yıl	4%	13%	-24%	3%	11%	-6%	27%	-

Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma

Bankacılık Sektörü-Akbank

Öneri ve Hedef Fiyat

Hisse Kodu	AKBNK T1
Öneri	AL
Hisse Fiyatı, TL	6.91
Hedef Hisse Fiyatı, TL	9.10
Yükselme Potansiyeli	32%
Halka Açıklık Oranı	52%
Piyasa Değeri, TL mln	35,932

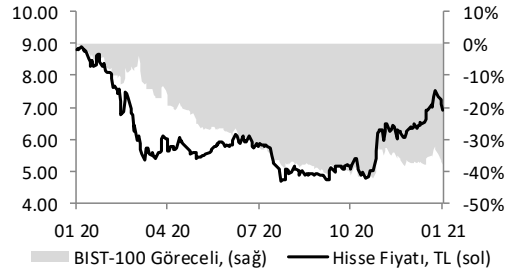
Fiyat ve Piyasa Değeri 15 Ocak itibari ile

Temel Finansal Göstergeler

TL mln	2019	2020T	2021T	2022T
Net Faiz Geliri	13,016	15,818	17,495	20,006
Operasyonel Gelir	5,078	5,695	7,038	10,709
Net Kar	5,417	5,607	6,799	9,935
Hisse Başı Özkaynak	10.46	11.57	12.61	14.19
Hisse Başı Kar	1.04	1.08	1.31	1.91
Temettü Oranı	0%	25%	25%	25%
Aktifler	360,501	460,655	531,892	586,230
Özsermaye	54,382	60,160	65,558	73,793
Özkaynak Karlılığı	11.0%	9.8%	10.9%	14.4%
Aktif Karlılığı	1.6%	1.3%	1.4%	1.8%
Maliyet/Gelir	31.2%	29.8%	33.7%	33.6%
F/K	5.93	6.41	5.28	3.62
F/DD	0.59	0.60	0.55	0.49
Aktif Büyümesi	10%	28%	15%	10%
Kar Büyümesi	-27%	3%	21%	46%

Kaynak: Şirket verisi, Deniz Yatırım Araştırma

Hisse Fiyat Performansı



■ Akbank (AKBNK) – AL – Hedef Fiyat: 9.10 TL

- Akbank'ın 2021 yılında, yüksek sermaye yeterliliği ve kuvvetli likiditesi sayesinde sektör ortalamasına kıyasla daha hızlı bir kredi büyüme hızı yakalayabileceğini düşünüyoruz. 2021 tahminlerimize göre 5.28x F/K ve 0.55x F/DD çarpanları ile işlem gören Akbank'ın, 2020 yılı karından da %25 temettü ödeyebileceğini öngörüyoruz. Hisse için önerimiz AL, hedef fiyatımız ise 9.10 TL'dir.
- Akbank'ın son yıllarda operasyonel verimliliğini iyileştirmiş olduğunu görüyoruz. Bu iyileşmenin sonucunda yüksek sermaye yeterlilik oranları da dikkate alındığında bankanın büyüme dinamiği açısından sektör ortalamasına göre daha ön planda olabileceği görüşündeyiz. Bunu sadece 2021 için değil daha uzun dönemde de sağlayabileceğini düşünüyoruz. Bu nedenle modelimize en yüksek pozitif risk olarak gördüğümüz unsur Akbank'ın tahminlerimize göre daha hızlı bir büyüme yakalayabilecek olmasıdır. Kredi faiz oranlarının da önceki dönemlere göre daha yüksek olduğu dikkate alınır bu olası hızlı büyüme bankanın faiz marjına da beklentimizin üzerinde bir katkı sağlayabilir.
- Pandemi sürecinin 2021'in ötesine geçmesini en önemli risk faktörü olarak görüyoruz. Yılın ikinci yarısında pandemi koşullarında beklediğimiz yumuşama gerçekleşmez ise özellikle aktif kalitesi açısından risk oluşturabilir. Bununla birlikte beklediğimiz faiz gerilemesinin ötelenmesi de marjın daha sert daralmasına neden olabilir. Katalist olarak ise Türk Telekom hisselerinin olası satış değerlendirilebilir.

Bankacılık Sektörü-Garanti Bankası

Öneri ve Hedef Fiyat

Hisse Kodu	GARAN TL
Öneri	AL
Hisse Fiyatı, TL	10.02
Hedef Hisse Fiyatı, TL	13.50
Yükselme Potansiyeli	35%
Halka Açıklık Oranı	48%
Piyasa Değeri, TL mln	42,084

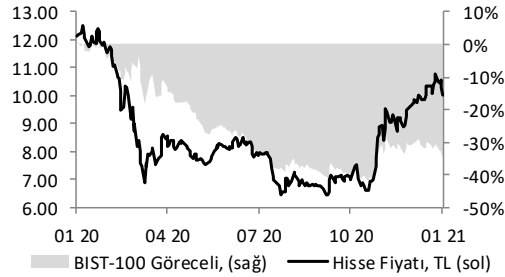
Fiyat ve Piyasa Değeri 15 Ocak itibari ile

Temel Finansal Göstergeler

TL mln	2019	2020T	2021T	2022T
Net Faiz Geliri	16,129	19,893	21,049	25,164
Operasyonel Gelir	6,322	6,841	8,279	13,708
Net Kar	6,159	6,718	8,386	12,998
Hisse Başı Özkaynak	12.80	14.77	16.37	18.96
Hisse Başı Kar	1.47	1.60	2.00	3.09
Temettü Oranı	0%	25%	25%	25%
Aktifler	391,152	487,954	555,108	630,887
Özsermaye	53,766	62,032	68,739	79,640
Özkaynak Karlılığı	12.3%	11.6%	13.0%	17.7%
Aktif Karlılığı	1.6%	1.5%	1.6%	2.2%
Maliyet/Gelir	31.2%	28.0%	34.3%	33.7%
F/K	5.99	6.26	5.02	3.24
F/DD	0.69	0.68	0.61	0.53
Aktif Büyümesi	9%	25%	14%	14%
Kar Büyümesi	-7%	9%	25%	55%

Kaynak: Şirket verisi, Deniz Yatırım Araştırma

Hisse Fiyat Performansı



■ Garanti Bankası (GARAN) – AL – Hedef Fiyat: 13.50 TL

- %15.7 Çekirdek Sermaye Yeterliliği ve %18.5 Toplam Sermaye Yeterliliği rasyoları ile Garanti Bankası'nın 2021 yılında TL kredilerde %16 artış yakalayabileceğini düşünüyoruz. Kredi büyümesinin yılın ikinci yarısında gerilemesini beklediğimiz faiz oranlarına bağlı olarak daha hızlı olacağını düşünüyoruz. Mevduat tarafında ise sektöre benzer şekilde TL mevduatların TL kredilere kıyasla daha hızlı büyümesini öngörüyoruz. Son dönemdeki güçlü hisse performansına rağmen 5.02x F/K ve 0.61x F/DD çarpanlarının daha yukarılarda olması gerektiği fikrindeyiz. 2020 yılı karından %25 temettü dağıtabileceğini öngördüğümüz Garanti Bankası için önerimiz AL ve hedef fiyatımız da 13.50 TL'dir.
- Kısa vadede marj baskısı olabilir. Vadesiz mevduatın payının azalması ve mevduatın kredilere kıyasla daha hızlı yeniden fiyatlanması nedeniyle 4Ç20'de ve 2021'in ilk yarısında Net Faiz Marjının gerilemesini öngörüyoruz. Ancak 2021'in ikinci yarısında faizlerin enflasyondaki gerilemeye bağlı olarak düşüş trendi içerisine girmesini ve böylelikle marjın da toparlanmasını bekliyoruz. 2021 yılının tamamında marjın 45-50 baz puan kadar daralabileceği görüşündeyiz.
- Pandemi sürecinin 2021'in ötesine geçmesini en önemli risk faktörü olarak görüyoruz. Yılın ikinci yarısında pandemi koşullarında beklediğimiz yumuşama gerçekleşmez ise özellikle aktif kalitesi açısından risk oluşturabilir. Bununla birlikte yine aynı dönemde beklediğimiz faiz gerilemesinin ötelenmesi de faiz marjının daha sert daralmasına neden olabilir. Katalist olarak ise Türk Telekom hisselerinin olası satışı değerlendirilebilir.

Bankacılık Sektörü-Halkbank

Öneri ve Hedef Fiyat

Hisse Kodu	HALKB TI
Öneri	AL
Hisse Fiyatı, TL	5.57
Hedef Hisse Fiyatı, TL	7.70
Yükselme Potansiyeli	38%
Halka Açıklık Oranı	23%
Piyasa Değeri, TL mln	13,779

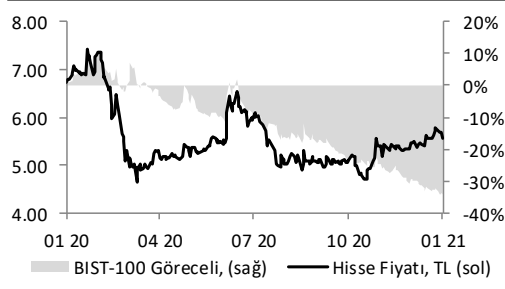
Fiyat ve Piyasa Değeri 15 Ocak itibari ile

Temel Finansal Göstergeler

TL mln	2019	2020T	2021T	2022T
Net Faiz Geliri	6,809	19,160	19,247	22,805
Operasyonel Gelir	245	6,754	4,212	10,177
Net Kar	1,720	2,472	4,281	9,130
Hisse Başı Özkaynak	13.02	17.00	18.73	22.42
Hisse Başı Kar	0.70	1.00	1.73	3.69
Temettü Oranı	0%	0%	0%	0%
Aktifler	457,045	677,054	778,028	885,457
Özsermaye	32,197	42,056	46,337	55,467
Özkaynak Karlılığı	5.7%	6.5%	9.7%	17.8%
Aktif Karlılığı	0.4%	0.4%	0.6%	1.1%
Maliyet/Gelir	49.8%	42.3%	36.8%	37.4%
F/K	5.68	5.57	3.22	1.51
F/DD	0.30	0.33	0.30	0.25
Aktif Büyümesi	21%	48%	15%	14%
Kar Büyümesi	-66%	44%	73%	113%

Kaynak: Şirket verisi, Deniz Yatırım Araştırma

Hisse Fiyat Performansı



■ Halkbank (HALKB) – AL – Hedef Fiyat: 7.70 TL

- Uzun dönemli pozitif kar momentumu beklentimiz doğrultusunda Halkbank'ın önemli bir potansiyeli olduğunu düşünüyoruz. Bu nedenle yakın dönemli (2020-2021) özsermaye karlılığından ziyade uzun vadeli (2022 ve sonrası) bakış açısı ile Halkbank'ı incelediğimiz bankalar arasında daha ön plana çıkartıyoruz. 3.22x F/K ve 0.30x F/DD çarpanları incelediğimiz bankalar içerisindeki en düşük olanlardır. Özsermaye karlılığındaki iyileşme hızı dikkate alındığında Halkbank yakın dönemdeki sektör ortalamasına göre daha yüksek bir iskonto ile işlem görmektedir. Bu iyileşmenin fiyatlara yansiyebileceği beklentisi ile Halkbank'ı kapsamımızda en çok tercih ettiğimiz banka olarak belirledik. Hisse için önerimiz AL, hedef fiyatımız ise 7.70 TL'dir.
- Halkbank'ın 2021 yılında %73 yıllık artış ile en yüksek kar büyümesi elde edecek banka olmasını bekliyoruz. Buna bağlı olarak da özsermaye karlılığının 2020 yılında tahmin ettiğimiz %6.5'ten %9.7 seviyesine yükselmesini bekliyoruz. 2021 kar büyümesinin arkasındaki en önemli dinamiğin 2020 yılındaki sermaye piyasası işlem zararının tekrar etmeyecek olmasına dayandırıyoruz.
- Muhafazakar marj tahmini: TL cinsinden fonlama miktarı yüksek olduğu için Halkbank'ın TL fonlama maliyetindeki yükselişten sektöre kıyasla kısmen daha fazla etkilenmesini ve Net Faiz Marjının 2021 yılında yıllık bazda 100 baz puan kadar gerileyerek %3 seviyesinde olmasını bekliyoruz. Ancak sektörün aksine vadesiz mevduatın toplam mevduat içerisindeki payı %20 ile sektör ortalamasının gerisinde olduğu için sektörde beklediğimiz vadesiz mevduat gerilemesinden Halkbank'ın etkilenmeyeceğini düşünüyoruz.

Bankacılık Sektörü-İş Bankası

Öneri ve Hedef Fiyat

Hisse Kodu	ISCTR Tİ
Öneri	AL
Hisse Fiyatı, TL	6.85
Hedef Hisse Fiyatı, TL	9.40
Yükselme Potansiyeli	37%
Halka Açıklık Oranı	31%
Piyasa Değeri, TL mln	30,825

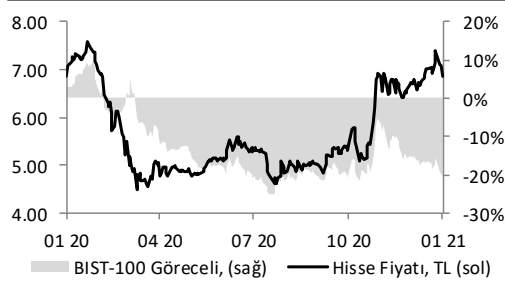
Fiyat ve Piyasa Değeri 15 Ocak itibari ile

Temel Finansal Göstergeler

TL mln	2019	2020T	2021T	2022T
Net Faiz Geliri	13,402	21,112	22,655	26,557
Operasyonel Gelir	3,558	6,874	7,132	11,045
Net Kar	6,068	6,932	8,085	11,483
Hisse Başı Özkaynak	13.08	14.78	16.19	18.29
Hisse Başı Kar	1.35	1.54	1.80	2.55
Temettü Oranı	0%	25%	25%	25%
Aktifler	468,059	617,686	683,808	756,395
Özsermaye	58,873	66,495	72,847	82,309
Özkaynak Karlılığı	11.4%	11.1%	11.7%	14.9%
Aktif Karlılığı	1.4%	1.3%	1.3%	1.6%
Maliyet/Gelir	40.0%	36.1%	37.6%	37.4%
F/K	4.27	4.45	3.81	2.68
F/DD	0.44	0.46	0.42	0.37
Aktif Büyümesi	12%	32%	11%	11%
Kar Büyümesi	-10%	14%	17%	42%

Kaynak: Şirket verisi, Deniz Yatırım Araştırma

Hisse Fiyat Performansı



■ İş Bankası (ISCTR) – AL – Hedef Fiyat: 9.40 TL

- İş Bankası kapsamımızdaki en düşük çarpanlar ile işlem gören özel sektör bankasıdır. 2021 beklentilerimize göre 3.81x F/K ve 0.42 F/DD çarpanları ile işlem gören İş Bankası'nın 2021'de %17 yıllık kar artışı ile %11.7 özsermaye karlılığına ulaşmasını bekliyoruz. Takipteki kredi karşılık oranlarını daha yukarı seviyelere yükseltmesini beklediğimiz İş Bankası hisseleri için önerimiz AL ve hedef fiyatımız da 9.40 TL'dir.
- Yaygın şube ağı TL mevduat maliyetleri açısından avantaj olabilir. 1,241 şubesi ile diğer özel bankalara kıyasla daha geniş bir şube ağına sahip olan bankanın, TL fonlama maliyetlerinin artış eğiliminde olduğu 4Ç20'de ve takip eden dönemlerde rakiplerine kıyasla bireysel mevduata erişim anlamında avantajlı olabileceğini ve bunun da marj anlamında bankanın daha az bir baskı görmesine imkan sağlayabileceğini düşünüyoruz. 2021 yılı genelinde swap dahil net faiz marjının yıllık bazda 40 baz puan kadar daralarak %4.2 seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. 3Ç20 itibari ile toplam mevduat içerisinde %41 seviyesine kadar ulaşan vadeli mevduat payının 2021'de yüksek faiz ortamı ve daha stabil TL ile 7 puan kadar gerileyerek %34 seviyesine gelebileceğini öngörüyoruz.
- Pandeminin beklentimizden uzun sürmesi en önemli risk faktörüdür. Ekonominin normal performansına dönmesindeki gecikme aktif kalitesi tarafındaki en önemli negatif risk unsuru olarak değerlendirilebilir. Bununla birlikte yüksek fonlama maliyetinin de daha uzun süreye yayılması marj anlamında da beklentilerimiz için risk teşkil edebilir. Katalist olarak ise Türk Telekom hisselerinin olası satışı değerlendirilebilir.

Bankacılık Sektörü-VakıfBank

Öneri ve Hedef Fiyat

Hisse Kodu	VAKBN Tİ
Öneri	AL
Hisse Fiyatı, TL	4.73
Hedef Hisse Fiyatı, TL	6.30
Yükselme Potansiyeli	33%
Halka Açıklık Oranı	16%
Piyasa Değeri, TL mln	18,474

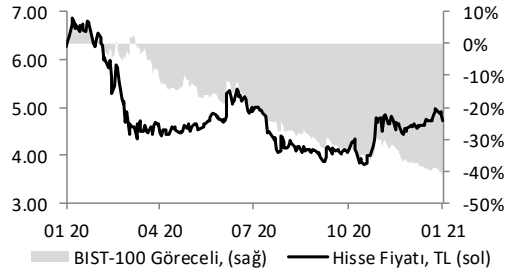
Fiyat ve Piyasa Değeri 15 Ocak itibari ile

Temel Finansal Göstergeler

TL mln	2019	2020T	2021T	2022T
Net Faiz Geliri	9,676	17,353	19,048	21,757
Operasyonel Gelir	2,235	6,076	4,524	7,727
Net Kar	2,802	5,165	4,914	7,620
Hisse Başı Özkaynak	8.46	11.52	12.78	14.73
Hisse Başı Kar	0.72	1.32	1.26	1.95
Temettü Oranı	0%	0%	0%	0%
Aktifler	419,426	632,323	705,210	811,905
Özsermaye	33,026	45,010	49,924	57,545
Özkaynak Karlılığı	9.4%	13.0%	10.4%	14.1%
Aktif Karlılığı	0.7%	1.0%	0.7%	1.0%
Maliyet/Gelir	36.9%	32.1%	32.6%	33.6%
F/K	4.53	3.58	3.76	2.42
F/DD	0.38	0.41	0.37	0.32
Aktif Büyümesi	27%	51%	12%	15%
Kar Büyümesi	-57%	84%	-5%	55%

Kaynak: Şirket verisi, Deniz Yatırım Araştırma

Hisse Fiyat Performansı



■ VakıfBank (VAKBN) – AL – Hedef Fiyat: 6.30 TL

- 2020 yılında yıllık bazda %51 kredi büyümesi ve %84 kar artışı yakalamasını beklediğimiz VakıfBank 2021 yılını bir soluklanma dönemi olarak geçirebilir. Kredi büyümesinin %15'lere kadar yavaşlamasını ve net karının da %5 kadar daralmasını öngördüğümüz VakıfBank 2021 beklentilerimize göre 3.76x F/K ve 0.37x F/DD çarpanları ile işlem görmektedir. Bu soluklanma döneminin ardından 2021 sonrasında bankanın karşılık giderlerindeki azalma ile tekrar yüksek bir kar artışı yakalamasını bekliyoruz.
- Taksitli ticari kredilerin toplam krediler içerisindeki ağırlığı %37 ile en fazla VakıfBank'tadır. 2020 yılında pandemi ile mücadele kapsamında KOBİ'lere sağlanan bu kredilerdeki büyüme hızının 2021 yılında belirgin bir şekilde yavaşlayabileceğini düşünüyoruz. Sektöre göre daha fazla TL cinsi fonlama sağlayan VakıfBank'ın maliyet artışı da kısmen daha yüksek olabilir. Ancak diğer bankaların aksine vadesiz mevduatın toplam mevduat içerisindeki payı son dönemlerde değişmediği dikkate alınır vadedi mevduata kayıştan da bankanın olumsuz etkilenmeyeceğini düşünüyoruz. Swap dahil net faiz marjı yıllık bazda 2021'den 50 baz puan kadar gerileyebilir.
- 3Ç20 itibari ile %75 ile 3. Grup için en yüksek karşılık ayıran bankadır. Diğer gruplar için ayrılan karşılıklar ile birlikte toplam karşılık oranı %124 seviyesine ulaşmaktadır. 852 milyon TL tutarındaki serbest karşılık da dikkate alındığında VakıfBank karşılık açısından oldukça rahat bir konumdadır. 2020 yılını %3.9 takipteki kredi oranı ile tamamlamasını öngördüğümüz bankanın 2021 yılında bu oranını muhafazakar bir yaklaşım ile %5.2'ye ulaştırabileceğini modelledik.

Bankacılık Sektörü-Yapı Kredi Bankası

Öneri ve Hedef Fiyat

Hisse Kodu	YKBNK T1
Öneri	AL
Hisse Fiyatı, TL	3.14
Hedef Hisse Fiyatı, TL	4.00
Yükselme Potansiyeli	28%
Halka Açıklık Oranı	30%
Piyasa Değeri, TL mln	26,524

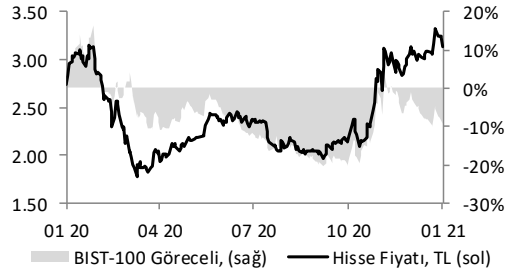
Fiyat ve Piyasa Değeri 15 Ocak itibari ile

Temel Finansal Göstergeler

TL mln	2019	2020T	2021T	2022T
Net Faiz Geliri	11,761	14,273	16,143	18,357
Operasyonel Gelir	2,286	3,977	7,091	9,401
Net Kar	3,600	5,276	6,084	8,358
Hisse Başı Özkaynak	4.88	5.64	6.30	7.22
Hisse Başı Kar	0.43	0.62	0.72	0.99
Temettü Oranı	0%	10%	10%	10%
Aktifler	387,496	479,009	553,877	637,794
Özsermaye	41,188	47,681	53,238	60,987
Özkaynak Karlılığı	9.0%	11.9%	12.2%	14.6%
Aktif Karlılığı	1.0%	1.2%	1.2%	1.4%
Maliyet/Gelir	35.4%	34.5%	39.0%	37.1%
F/K	5.28	5.03	4.36	3.17
F/DD	0.46	0.56	0.50	0.43
Aktif Büyümesi	11%	24%	16%	15%
Kar Büyümesi	-23%	47%	15%	37%

Kaynak: Şirket verisi, Deniz Yatırım Araştırma

Hisse Fiyat Performansı



■ Yapı Kredi Bankası (YKBNK) – AL – Hedef Fiyat: 4.00 TL

- Yapı Kredi Bankası'nın 2020 yılı başından itibaren yakalamış olduğu olumlu karlılık dinamiğinin 2021 yılında da devam etmesini bekliyoruz. Dengeli kredi ve menkul kıymet portföyü ile aktif kalitesinin ve faiz artışının ön planda olacağı bu dönemde bankanın faiz marjı sektöre kıyasla daha az daralabilir. Karlılık her ne kadar hisse fiyatına kısmen yansımış olsa da 2021 tahminlerimize göre 4.36x F/K ve 0.50x F/DD çarpanları ile işlem gören hisse için önerimiz AL hedef fiyatımız ise 4.00 TL'dir.
- 2021 yılında marjda 20 baz puanlık sınırlı bir daralma bekliyoruz. Gerek TL cinsi fonlama maliyetlerindeki yükseliş eğilimi gerekse de vadesiz mevduatın stabil TL ve görece yüksek faiz oranları nedeni ile gerilemesini beklediğimiz için bankanın swap ile düzeltilmiş net faiz marjının 2021 yılında yıllık bazda 20 baz puan kadar gerileyerek %3.7 seviyesinde olmasını bekliyoruz. Bireysel kredilerin ve kredi kartlarının sektöre göre daha yüksek yer tuttuğu kredi portföyünün yükselen faiz ortamına daha çabuk adapte olabileceği görüşündeyiz. Bankanın %35 seviyesinde olan vadesiz mevduatının toplam mevduat içerisindeki payı da diğer özel bankalara kıyasla daha düşük olduğu için buradaki gerilemeden de rakiplerine kıyasla daha az olumsuz etkilenebileceğini düşünüyoruz. TÜFE'ye endeksli bonoları toplam faizli aktifler içerisinde %8.8 ile kapsamımızdaki bankalar içerisinde en yüksek orandır. Doğal bir korunma aracı olmakla birlikte 2021 yılında beklenen enflasyon doğrultusunda buradan sağlanabilecek getirinin de 2020 yılına kıyasla daha düşük olabileceği görüşündeyiz.

Bankacılık Sektörü-Türkiye Sınai Kalkınma Bankası

Öneri ve Hedef Fiyat

Hisse Kodu	TSKB T1
Öneri	TUT
Hisse Fiyatı, TL	1.88
Hedef Hisse Fiyatı, TL	2.10
Yükselme Potansiyeli	12%
Halka Açıklık Oranı	39%
Piyasa Değeri, TL mln	5,264

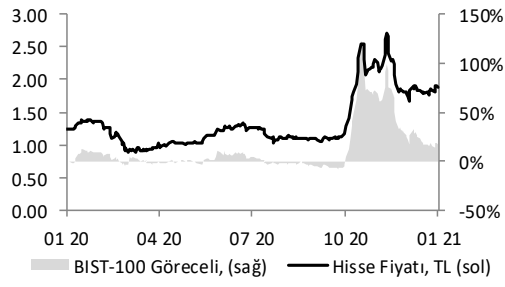
Fiyat ve Piyasa Değeri 15 Ocak itibari ile

Temel Finansal Göstergeler

TL mln	2019	2020T	2021T	2022T
Net Faiz Geliri	1,597	1,887	2,208	2,501
Operasyonel Gelir	1,036	800	1,141	1,533
Net Kar	702	702	804	1,120
Hisse Başı Özkaynak	2.02	2.09	2.37	2.77
Hisse Başı Kar	0.25	0.25	0.29	0.40
Temettü Oranı	0%	0%	0%	15%
Aktifler	42,000	54,758	63,195	70,543
Özsermaye	5,667	5,845	6,649	7,769
Özkaynak Karlılığı	13.8%	12.6%	12.9%	15.5%
Aktif Karlılığı	1.7%	1.4%	1.4%	1.7%
Maliyet/Gelir	13.2%	10.2%	11.1%	11.2%
F/K	3.40	7.50	6.55	4.70
F/DD	0.42	0.90	0.79	0.68
Aktif Büyümesi	10%	30%	15%	12%
Kar Büyümesi	-1%	0%	15%	39%

Kaynak: Şirket verisi, Deniz Yatırım Araştırma

Hisse Fiyat Performansı



■ Türkiye Sınai Kalkınma Bankası (TSKB) – TUT – Hedef Fiyat: 2.10 TL

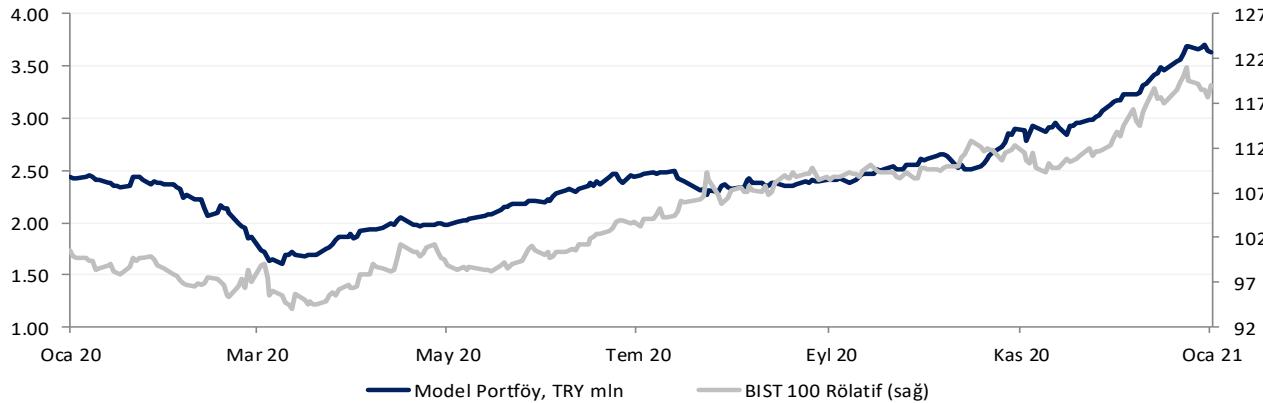
- Bankanın son dönemdeki hisse değer kazancının olumlu temel dinamikleri yansıttığını düşünüyoruz. 2021 beklentilerimize göre 6.55x F/K ve 0.79x F/DD çarpanları ile işlem gören TSKB için hedef fiyatımız ise 2.10 TL'dir.
- Marj görünümü stabil: Mevduat bankalarının aksine TL fonlama maliyetindeki artıştan daha az olumsuz etkilenen TSKB'nin swap dahil net faiz marjının 2020 yılını %4.1 seviyesinde tamamlamasını ve 2021'de de %4.0 olmasını bekliyoruz. TSKB'nin mevduat bankalarının aksine fonlaması ve plasmanı ağırlıklı olarak döviz cinsinden olduğu için ve özellikle fonlama tarafındaki vadeler oldukça uzun olmasından dolayı faiz marjı daha stabil bir görüntü sergilemektedir. Bununla birlikte TL cinsi raporlamadan dolayı TL'nin son dönemdeki stabil konumunu sürdürmesi durumunda net faiz gelirindeki artışın da daha yavaş olabileceği görüşündeyiz. Ancak menkul kıymet faiz gelirleri bunu kısmen kompanse edebilir.
- Takipteki krediler sektöre paralel olarak 100 baz puan kadar artabilir: TSKB 3Ç20'de takipteki kredi oranını %3.4 olarak açıklamıştı. 2020 yılını sınırlı bir artış ile %3.7 seviyesinde 2021 yılını ise %4.7 seviyesinde tamamlayabilir. Yeniden yapılandırılmış kredilerin toplam kredi içerisindeki %9.9'luk payı ve pandeminin reel sektör üzerindeki olumsuz etkileri nedeniyle 2021 yılında takibe intikal olabileceği görüşündeyiz. Bunun yanında pandemiden dolayı henüz yatırım iştahı zayıf olabileceğinden dolayı kredi büyümesinin de sınırlı kalmasını ve bunun da payda etkisinden dolayı takipteki kredi oranını yukarı çekebileceğini düşünüyoruz.

■ Deniz Yatırım Model Portföy

Deniz Yatırım Model Portföy, Ocak 2021

Hisse	Portföye Giriş Tarihi	Hedef Fiyat	Potansiyel	Nominal Getiri (Portföye girişten itibaren)	BİST-100'e Rölatif Getiri (Portföye girişten itibaren)	Portföydeki Ağırlık
ISCTR	24.01.2020	9.40	37%	-6.4%	-25.0%	9.1%
TCELL	28.02.2020	22.00	33%	19.8%	-16.7%	9.1%
TUPRS	15.04.2020	135.00	27%	20.7%	-24.1%	9.1%
ISMEN	15.04.2020	18.00	1%	322.0%	165.3%	9.1%
PETKM	27.04.2020	6.50	28%	44.4%	-4.0%	9.1%
GARAN	19.06.2020	13.50	35%	21.2%	-9.7%	9.1%
KOZAL	19.06.2020	139.80	20%	47.2%	9.7%	9.1%
KCHOL	16.07.2020	22.70	6%	21.7%	-5.2%	9.1%
AKGRT	04.09.2020	12.60	33%	28.7%	-8.3%	9.1%
OTKAR	04.09.2020	220.00	-45%	193.0%	108.8%	9.1%
SISE	04.09.2020	9.90	27%	25.3%	-10.7%	9.1%
HALKB	18.01.2021	7.70	38%	0.0%	0.0%	-
MGROS	18.01.2021	62.00	43%	0.0%	0.0%	-

	Nominal Getiri	BİST-100'e Rölatif Getiri
2019	56.2%	24.6%
2020	49.7%	16.0%
12 aylık	49.5%	19.1%
2021 başından	5.1%	1.9%



Model Portföy Güncellemesi

- **MGROS:** Operasyonel faaliyetlerindeki pozitif gelişmeler, döviz pozisyonlarını geçmişe göre daha iyi yönetebilmesi ve uzun vadede büyüme stratejisine sahip olduğu için şirketi Model Portföyümüze 62.00 TL hedef ile dahil ediyoruz.
- **HALKB:** Halkbank'ın 2021 yılında %73 yıllık artış ile en yüksek kar büyümesi elde edecek banka olmasını bekliyoruz. Özsermaye karlılığındaki iyileşme hızı dikkate alındığında Halkbank yakın dönemdeki sektör ortalamasına göre daha yüksek bir iskonto ile işlem görmektedir. Bu iyileşmenin fiyatlara yansiyebileceği beklentisi ile Halkbank'ı 7.70 TL hedef fiyat ile Model Portföyümüze dahil ediyoruz.
- **ISMEN:** 15 Nisan 2020'de dahil ettiğimiz ISMEN'i %314 nominal %156 göreceli getirinin ardından Model Portföyümüzden çıkartıyoruz. İşlem hacimlerindeki artışın önemli ölçüde hisse fiyatına yansıdığını düşündüğümüz hisse için 18.00 TL olan hedef fiyatımızı koruyoruz.
- **OTKAR:** Kar realizasyonu yaparak BİST100'den yaklaşık %109 daha iyi performans gösterdiği için Model Portföyümüzden çıkartıyoruz.
- **KCHOL:** 16 Temmuz 2020 tarihinde eklediğimiz KCHOL'ü 22.70 TL'lik hedef fiyatımıza ulaştığı için %26 nominal getirinin ardından Model Portföyümüzden çıkartıyoruz.

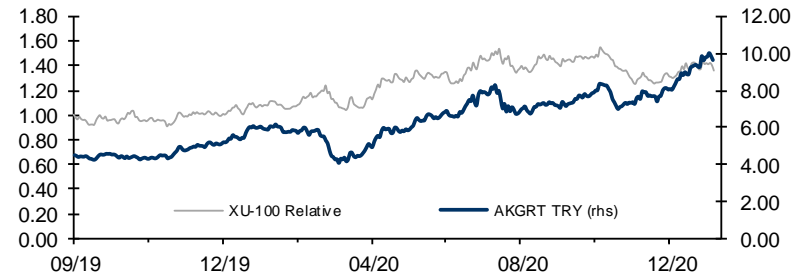
Tercih Ettiğimiz Hisseler

■ Aksigorta (AKGRT) – AL – Hedef Fiyat: 12.60 TL

- Aksigorta 2020 yılında sokağa çıkma yasaklarının hasar frekansını azaltmasına bağlı olarak iyi bir operasyonel performans yakaladı. Bunun yanı sıra özellikle 2020 yılının son çeyreğinde artış gösteren mevduat faizlerinin de şirketin finansal gelirlerine olumlu katkı sağlamasını bekliyoruz. 9A20'de 344 milyon TL net kar elde eden şirketin 2020 yılı kar rakamının 479 milyon TL'ye ulaşmasını bekliyoruz. %50 temettü dağıtım oranı varsayımı ile temettü verimliliğinin %8.3 seviyesinde olmasını öngörüyoruz. Aksigorta için 12.60 TL hedef fiyat ile önerimiz AL şeklindedir.
- 2020'de brüt prim üretimi ~%18 seviyesinde artan şirketin özsermaye karlılığının %53 seviyesinde olabileceğini öngörüyoruz. 2021 yılında ise %15'lik prim üretimi artışı ve ~%48 özsermaye karlılığı öngörüyoruz. Şirketin oto sigortalarındaki (kasko ve trafik) ağırlıklı prim kompozisyonu TL'nin daha stabil olmasını beklediğimiz 2021 yılında hasar oranı üzerinde olumlu etki sağlayabilir. Bununla birlikte banka sigortacılığının artışı ile prim üretim maliyetlerinde de kısmi gerileme olabileceği fikrindeyiz.
- Finansal gelirler tarafında 3.8 milyar TL büyüklüğündeki portföyün artan mevduat faizlerine bağlı olarak daha yüksek bir getiri sunabileceğini hesap ediyoruz.
- Risk olarak ise kamu sigorta şirketlerinin birleşmiş olması yaratabileceği sinerji ile kısa dönemde diğer sigorta şirketleri üzerinde olduğu gibi Aksigorta için de pazar payı anlamında kısmen olumsuz olabilir.

Gelir Tablosu ve Rasyolar	2018	2019	2020T	2021T	2022T
Prim Üretimi (TL mİn)	3,417	4,474	5,258	6,046	6,953
Operasyonel Kar(TL mİn)	368	584	765	876	952
Net Kar (TL mİn)	228	366	479	567	609
F/K	5.0	3.9	4.4	5.1	4.7
F/DD	1.6	1.6	1.9	2.0	1.6

Hisse performansı	1m	3m	6m	12m	ytd
TL nominal performans	2%	9%	-7%	-18%	0%
Relatif performans	-7%	-15%	-28%	-35%	-3%



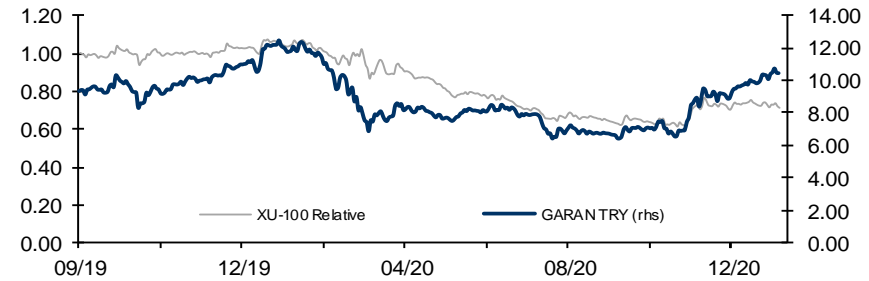
Tercih Ettiğimiz Hisseler

■ Garanti Bankası (GARAN) – AL – Hedef Fiyat: 13.50 TL

- %15.7 Çekirdek Sermaye Yeterliği ve %18.5 Toplam Sermaye Yeterliliği rasyoları ile Garanti Bankası'nın 2021 yılında TL kredilerde %16 artış yakalayabileceğini düşünüyoruz. Kredi büyümesinin yılın ikinci yarısında gerilemesini beklediğimiz faiz oranlarına bağlı olarak daha hızlı olacağını düşünüyoruz. Mevduat tarafında ise sektöre benzer şekilde TL mevduatların TL kredilere kıyasla daha hızlı büyümesini öngörüyoruz. Son dönemdeki güçlü hisse performansına rağmen 5.02x F/K ve 0.61x F/DD çarpanlarının daha yukarılarda olması gerektiği fikrindeyiz. 2020 yılı karından %25 temettü dağıtabileceğini öngördüğümüz Garanti Bankası için önerimiz AL ve hedef fiyatımız da 13.50 TL'dir.
- Kısa vadede marj baskısı olabilir. Vadesiz mevduatın payının azalması ve mevduatın kredilere kıyasla daha hızlı yeniden fiyatlanması nedeniyle 4Ç20'de ve 2021'in ilk yarısında Net Faiz Marjının gerilemesini öngörüyoruz. Ancak 2021'in ikinci yarısında faizlerin enflasyondaki gerilemeye bağlı olarak düşüş trendi içerisine girmesini ve böylelikle marjın da toparlanmasını bekliyoruz. 2021 yılının tamamında marjın 45-50 baz puan kadar daralabileceği görüşündeyiz.
- Pandemi sürecinin 2021'in ötesine geçmesini en önemli risk faktörü olarak görüyoruz. Yılın ikinci yarısında pandemi koşullarında beklediğimiz yumuşama gerçekleşmez ise özellikle aktif kalitesi açısından risk oluşturabilir. Bununla birlikte yine aynı dönemde beklediğimiz faiz gerilemesinin ötelenmesi de faiz marjının daha sert daralmasına neden olabilir. Katalist olarak ise Türk Telekom hisselerinin olası satışı değerlendirilebilir.

Gelir Tablosu ve Rasyolar	2018	2019	2020T	2021T	2022T
Net Faiz Geliri (TL mln)	16,167	16,129	19,893	21,049	25,164
Özsermaye (TL mln)	46,688	53,766	62,032	68,739	79,640
Net kar (TL mln)	6,638	6,159	6,718	8,386	12,998
F/K	5.6	6.2	5.4	5.0	3.2
F/DD	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5

Hisse performansı	1m	3m	6m	12m	ytd
TL nominal performans	3%	40%	26%	-18%	-3%
Relatif performans	-6%	9%	-2%	-35%	-6%



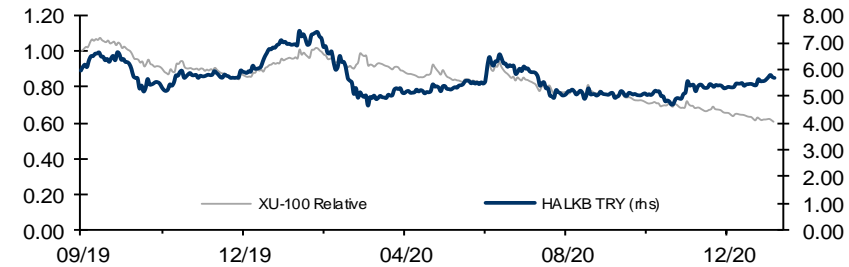
Tercih Ettiğimiz Hisseler

■ Halkbank (HALKB) – AL – Hedef Fiyat: 7.70 TL

- Uzun dönemli pozitif kar momentumu beklentimiz doğrultusunda Halkbank'ın önemli bir potansiyeli olduğunu düşünüyoruz. Bu nedenle yakın dönemli (2020-2021) özsermaye karlılığından ziyade uzun vadeli (2022 ve sonrası) bakış açısı ile Halkbank'ı incelediğimiz bankalar arasında daha ön plana çıkartıyoruz. 3.22x F/K ve 0.30x F/DD çarpanları incelediğimiz bankalar içerisindeki en düşük olanlardır. Özsermaye karlılığındaki iyileşme hızı dikkate alındığında Halkbank yakın dönemdeki sektör ortalamasına göre daha yüksek bir iskonto ile işlem görmektedir. Bu iyileşmenin fiyatlara yansiyabileceği beklentisi ile Halkbank'ı kapsamımızda en çok tercih ettiğimiz banka olarak belirledik. Hisse için önerimiz AL, hedef fiyatımız ise 7.70 TL'dir.
- Halkbank'ın 2021 yılında %73 yıllık artış ile en yüksek kar büyümesi elde edecek banka olmasını bekliyoruz. Buna bağlı olarak da özsermaye karlılığının 2020 yılında tahmin ettiğimiz %6.5'ten %9.7 seviyesine yükselmesini bekliyoruz. 2021 kar büyümesinin arkasındaki en önemli dinamiğin 2020 yılındaki sermaye piyasası işlem zararının tekrar etmeyecek olmasına dayandırıyoruz.
- Muhafazakar marj tahmini: TL cinsinden fonlama miktarı yüksek olduğu için Halkbank'ın TL fonlama maliyetindeki yükselişten sektöre kıyasla kısmen daha fazla etkilenmesini ve Net Faiz Marjının 2021 yılında yıllık bazda 100 baz puan kadar gerileyerek %3 seviyesinde olmasını bekliyoruz. Ancak sektörün aksine vadesiz mevduatın toplam mevduat içerisindeki payı %20 ile sektör ortalamasının gerisinde olduğu için sektörde beklediğimiz vadesiz mevduat gerilemesinden Halkbank'ın etkilenmeyeceğini düşünüyoruz.

Gelir Tablosu ve Rasyolar	2018	2019	2020T	2021T	2022T
Net Faiz Geliri (TL mln)	7,850	6,809	19,160	19,247	22,805
Özsermaye (TL mln)	29,021	32,197	42,056	46,337	55,467
Net kar (TL mln)	2,522	1,720	2,472	4,281	9,130
F/K	3.9	4.5	4.5	3.2	1.5
F/DD	0.3	0.2	0.3	0.3	0.2

Hisse performansı	1m	3m	6m	12m	ytd
TL nominal performans	2%	9%	-7%	-18%	0%
Relatif performans	-7%	-15%	-28%	-35%	-3%



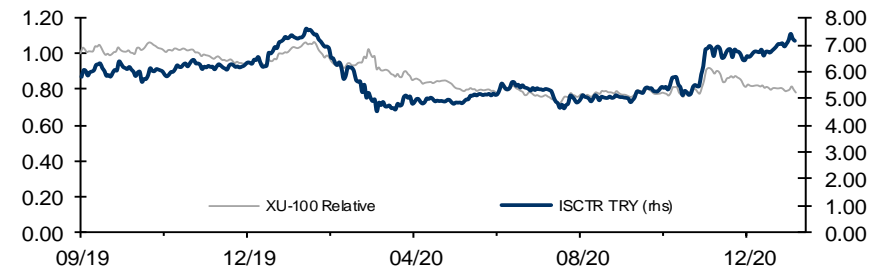
Tercih Ettiğimiz Hisseler

■ İş Bankası (ISCTR) – AL – Hedef Fiyat: 9.40 TL

- İş Bankası kapsamımızdaki en düşük çarpanlar ile işlem gören özel sektör bankasıdır. 2021 beklentilerimize göre 3.81x F/K ve 0.42 F/DD çarpanları ile işlem gören İş Bankası'nın 2021'de %17 yıllık kar artışı ile %11.7 özsermaye karlılığına ulaşmasını bekliyoruz. Takipteki kredi karşılık oranlarını daha yukarı seviyelere yükseltmesini beklediğimiz İş Bankası hisseleri için önerimiz AL ve hedef fiyatımız da 9.40 TL'dir.
- Yaygın şube ağı TL mevduat maliyetleri açısından avantaj olabilir. 1,241 şubesi ile diğer özel bankalara kıyasla daha geniş bir şube ağına sahip olan bankanın, TL fonlama maliyetlerinin artış eğiliminde olduğu 4Ç20'de ve takip eden dönemlerde rakiplerine kıyasla bireysel mevduata erişim anlamında avantajlı olabileceğini ve bunun da marj anlamında bankanın daha az bir baskı görmesine imkan sağlayabileceğini düşünüyoruz. 2021 yılı genelinde swap dahil net faiz marjının yıllık bazda 40 baz puan kadar daralarak %4.2 seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. 3Ç20 itibari ile toplam mevduat içerisinde %41 seviyesine kadar ulaşan vadeli mevduat payının 2021'de yüksek faiz ortamı ve daha stabil TL ile 7 puan kadar gerileyerek %34 seviyesine gelebileceğini öngörüyoruz.
- Pandeminin beklentimizden uzun sürmesi en önemli risk faktörüdür. Ekonominin normal performansına dönmesindeki gecikme aktif kalitesi tarafındaki en önemli negatif risk unsuru olarak değerlendirilebilir. Bununla birlikte yüksek fonlama maliyetinin de daha uzun süreye yayılması marj anlamında da beklentilerimiz için risk teşkil edebilir. Katalist olarak ise Türk Telekom hisselerinin olası satışı değerlendirilebilir.

Gelir Tablosu ve Rasyolar	2018	2019	2020T	2021T	2022T
Net Faiz Geliri (TL mİn)	13,322	13,402	21,112	22,655	26,557
Özsermaye (TL mİn)	49,721	58,873	66,495	72,847	82,309
Net kar (TL mİn)	6,769	6,068	6,932	8,085	11,483
F/K	3.7	4.3	3.7	3.8	2.7
F/DD	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4

Hisse performansı	1m	3m	6m	12m	ytd
TL nominal performans	2%	25%	29%	-3%	-2%
Relatif performans	-7%	-2%	0%	-23%	-5%



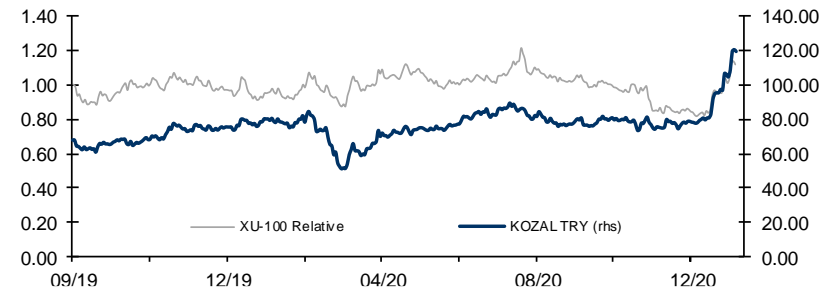
Tercih Ettiğimiz Hisseler

■ Koza Altın (KOZAL) – AL – Hedef Fiyat: 139.80 TL

- 2020 yılı 9 aylık dönemde Koza Altın'ın altın satışı yıllık %16 azalışla 196.406 ons düzeyine gerilerken, satış gelirleri altın fiyatları ve USD kurundaki artışın desteğiyle yıllık %22 artışla 2,3 milyar TL'ye ulaştı. Şirket'in 2019 sonunda 4,35 milyar TL olan net nakit pozisyonu Eylül sonu itibariyle 5,50 milyar TL düzeyine yükseldi. Altın ons fiyatının 4Ç20 ortalaması 1875 USD olup önceki yıla göre %26 artış göstermiştir. Buna paralel olarak Şirket'in 2020 yılını yıllık %20,5 artışla 3,4 milyar TL satış geliri ile tamamlayabileceğini düşünüyoruz.
- KOZAL model portföye eklediğimiz Haziran ayından bu yana nominal bazda %47 oranında yükselirken, endeksin %10 üzerinde getiri sağlamıştır. Sahiplik sorununun çözüleceğine dair beklentilerin hisse performansını destekleyebileceğini tahmin ediyoruz.
- Hissenin sergilediği güçlü performansa karşın 2021 yılında küresel bazda merkez bankalarının emtia fiyatlarını destekleyen düşük faiz politikalarının devamını bekliyor ve altın fiyatlarına dair olumlu beklentilerimiz paralelinde hedef fiyatımızı 139,80 TL seviyesine yükseltirken, hisseyi model portföyümüzde taşımaya devam ediyoruz.

Gelir Tablosu	2018	2019	2020T	2021T	2022T
Satışlar (TL mİn)	1,611	2,849	3,432	3,811	4,211
FAVÖK (TL mİn)	900	1,823	2,127	2,352	2,675
Net Kar (TL mİn)	1,174	1,767	1,963	1,886	2,127
F/K	5.8	4.9	5.8	9.4	8.3
FD/FAVÖK	4.7	2.4	3.3	5.2	4.5

Hisse performansı	1m	3m	6m	12m	ytd
TL nominal performans	47%	49%	52%	50%	20%
Relatif performans	34%	8%	10%	19%	16%



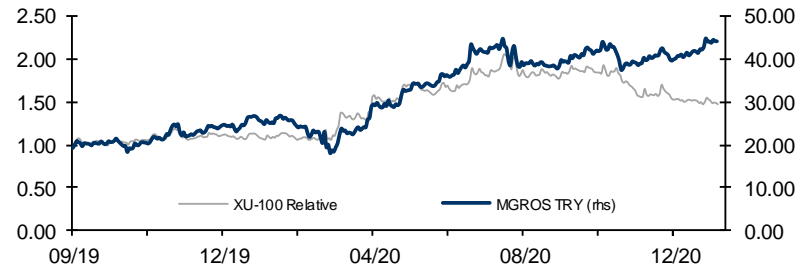
Tercih Ettiğimiz Hisseler

■ Migros (MGROS) – AL – Hedef Fiyat: 62.00 TL

- Pandemi kaynaklı karantina önlemleri sebebi ile ev tüketimindeki artıştan en olumlu etkilenen şirketin Migros olduğunu düşünüyoruz. Şirketin, online kanal satış platformunda öncü olarak yapılan yatırımların meyvelerini topladığına inanıyoruz. Online platformdaki “sanal market” satışlarının cironun içindeki payının artması ve uyguladığı başarılı kampanyalar sayesinde müşteri trafiğini güçlendirmesinin şirketi rakiplerine karşı pozitif ayrıştırmaya devam edeceğini öngörüyoruz.
- Migros, güçlü operasyonel sonuçlar ve çeşitli bölgelerde yapılan gayrimenkul satışlarından elde edilen nakit ile uzun bir dönemdir devam eden döviz pozisyonunu azaltmayı başardı. Şirket, 2019 sonu itibarıyla brüt borcunu 430 milyon Euro'dan, 3Ç20 sonunda 95 milyon Euro'ya kadar düşürdü. 2021 yılında daha öngörülebilir olacağını düşündüğümüz TL'nin net karı pozitif etkileyeceğini tahmin etmekteyiz.
- 2020 yılındaki güçlü satış ve FAVÖK büyümesinin ardından 2021 yılında ciro büyümesinde ve marjlarda normalleşme olacağını tahmin ediyoruz.
- Migros'u, operasyonel faaliyetlerindeki pozitif gelişmeler, döviz pozisyonlarını geçmişe göre daha iyi yönetebilmesi ve uzun vadeli büyüme stratejisine sahip olduğu için AL tavsiyemiz ile portföyümüze ekliyoruz. Hisse için 12 aylık hedef fiyatımız olan 62,00 TL'ye istinaden %43'lük artış öngörüyoruz.

Gelir Tablosu	2018	2019	2020T	2021T	2022T
Satışlar (TL mİn)	18,717	23,191	28,977	34,781	41,378
FAVÖK (TL mİn)	1,144	2,127	2,237	2,680	3,188
Net Kar (TL mİn)	-836	-492	-94	299	772
F/K	-4.2	-6.3	A.D.	24.5	12.1
FD/FAVÖK	5.6	4.0	4.7	3.9	3.7

Hisse performansı	1m	3m	6m	12m	ytd
TL nominal performans	6%	13%	21%	64%	1%
Relatif performans	-3%	-18%	-12%	30%	-2%



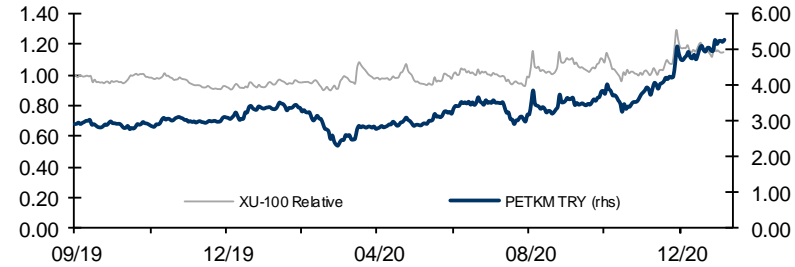
Tercih Ettiğimiz Hisseler

■ Petkim (PETKM) – AL – Hedef Fiyat: 6.50 TL

- 2020 yılının ikinci yarısında etilen-nafta makasının belirgin artış göstermesi ile birlikte 3. çeyrekte Şirket'in karlılığında iyileşme görüldü. Petrokimya endüstrisi için genel bir karlılık metriği olan nafta-etilen makası, Mayıs 2020'de ton başına 268 dolar iken 2020 sonu itibariyle ton başına 588 dolar düzeyine yükseldi. Bu göstergenin son olarak 652 USD düzeyinde olduğunu belirtelim. Dolayısıyla 4Ç20 sonuçlarında da düşük nafta-yüksek ürün fiyatı etkisinin operasyonel ve finansal sonuçları olumlu yönde etkilemesini beklemekteyiz.
- İlk 9 aylık dönemde yaklaşık 134 milyon USD FAVÖK elde eden Şirket'in 2020 yılını 212 milyon USD FAVÖK ile tamamlayacağını tahmin ediyoruz. Etilen-nafta makasının daralması riskini dikkate almakla birlikte ilk çeyrekte bu mevcut trendin korunabileceğini tahmin ediyoruz. 2021 FAVÖK tahminimiz ise 259 milyon USD düzeyindedir. Ek olarak 2020 yılında nafta fiyatının düşük seyri dolayısıyla etan bazlı üretimin avantajının azalmasıyla yatırımların ertelenmesi olasılığını PETKM için olumlu değerlendiriyoruz.
- Ocak ayı sonunda devreye alınacak olan ACN tesisinin de yıllık büyümeye kısmi katkı sağlayacağını hatırlatalım. Tahminlerimizde yaptığımız güncellemeler sonucunda PETKM için hedef fiyatımızı 6,50 TL düzeyine yükseltiyor ve model portföyümüzde tutuyoruz.

Gelir Tablosu	2018	2019	2020T	2021T	2022T
Satışlar (TL mİn)	9,315	11,672	11,322	14,153	16,983
FAVÖK (TL mİn)	1,478	1,531	1,785	2,178	2,578
Net Kar (TL mİn)	872	813	840	1,037	1,241
F/K	10.8	9.8	9.6	12.4	10.4
FD/FAVÖK	9.3	8.1	7.0	8.4	7.1

Hisse performansı	1m	3m	6m	12m	ytd
TL nominal performans	2%	41%	55%	50%	2%
Relatif performans	-6%	3%	13%	19%	-1%



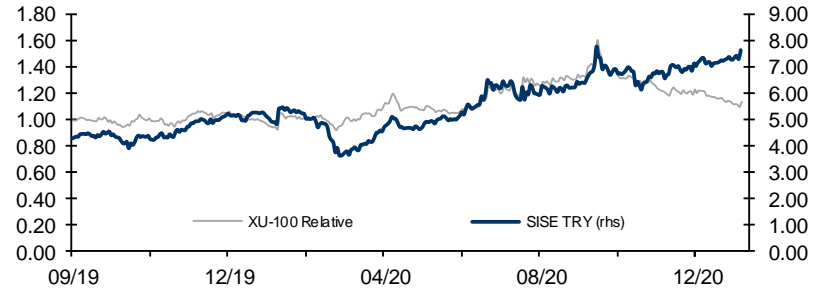
Tercih Ettiğimiz Hisseler

■ Şişe Cam (SISE) – AL – Hedef Fiyat: 9.90 TL

- 2020 yılının ilk 9 aylık döneminde konsolide bazda satışlarının %40'ını Türkiye'den elde eden Şişecam, satışlarının %57'sini yurtdışından elde etmekte ve yaklaşık 150 ülkeye ihracat yaparak dengeli bir coğrafi dağılım sunmaktadır. Şirket'in operasyonel görünümüne segment bazında baktığımızda, düzcam tarafında kapasite kullanımının eski seviyelerine yükselmesi ve Avrupa'daki fiyat artışları ile birlikte 3Ç20'de görülen toparlanmanın 4. çeyrekte de devam etmesini bekliyoruz. Yurtiçinde özellikle otomotiv sektöründeki olumlu görünümün yanı sıra Avrupa'daki yenileme dalgası ve Güney İtalya'daki yatırımın katkısı ile birlikte 2021 yılında yıllık bazda güçlü sonuçlar elde edilebileceğini tahmin ediyoruz. Cam ev eşyası segmentinde düşük baz etkisi, ılımlı toparlanma eğilimi ve kur çevrim farkları satış büyümesini desteklerken, planlı duruşlar ve stok yönetimiyle karlılıkta artış görülebilir. Cam ambalajda ilk 9 aydaki güçlü performans sonrasında artan sağlık ve hijyen odağı doğrultusunda olumlu eğilimin devamını bekliyoruz. Düzcamda 2Ç20'de görülen yavaşlamanın etkisi, gecikmeli olarak yılın ikinci yarısında kimyasallar segmentinde hissedildi, düzcam segmentindeki toparlanma dikkate alındığında 2021 yılında satış hacminde toparlanma yaşanması olası gözükmemektedir. Birleşmenin etkisiyle operasyonel kar marjlarında 2022'den sonra etki beklenirken, teşvik oranlarındaki artış ile birlikte efektif vergi oranının azalması 2021 yılından itibaren net karı destekleyebilir.
- Model portföye eklediğimiz 4 Eylül 2020 tarihinden bu yana nominal bazda %25 oranında değer kazanan SISE hissesi endeksin %11 altında getiri sağlamıştır. 2021 ve 2022 beklentilerimize göre cazip 5,5x ve 4,5x FD/FAVÖK çarpanlarından işlem görmektedir. SISE için hedef fiyatımızı 9,90 TL düzeyine yükseltiyor ve orta vadeli perspektifle portföylerde bulundurulması gerektiğini düşünüyoruz.

Gelir Tablosu	2018	2019	2020T	2021T	2022T
Satışlar (TL mİn)	15,550	18,059	20,767	26,998	31,857
FAVÖK (TL mİn)	3,384	3,831	4,027	5,165	6,398
Net Kar (TL mİn)	2,289	1,905	1,809	3,002	4,062
F/K	4.9	6.2	6.6	8.0	5.9
FD/FAVÖK	4.7	5.0	4.8	6.3	5.1

Hisse performansı	1m	3m	6m	12m	ytd
TL nominal performans	7%	22%	54%	49%	7%
Relatif performans	-2%	-12%	12%	18%	4%



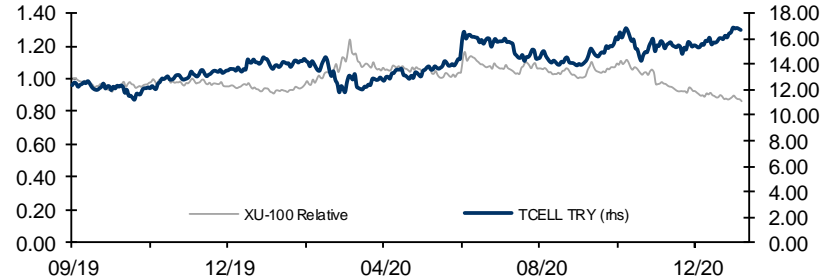
Tercih Ettiğimiz Hisseler

■ Turkcell (TCELL) – AL – Hedef Fiyat: 22.00 TL

- Turkcell Türkiye’de 3. çeyrekte net 382 bin abone kazanımı sağlarken, daha yüksek faturalı abone bazı, artan veri ve dijital servis kullanımını ile mobil abone başına ortalama gelir (ARPU) yıllık bazda %14 oranında büyüdü. Yönetim, 2020 yılına dair %10-12 gelir büyümesi ve %40-42 FAVÖK marjı beklentilerini yukarıya doğru revize ederek %14-15 gelir büyümesi ve %41-42 FAVÖK marjı olarak açıkladı. Şirket’in 2020 yılında beklenti aralığının üst bandını tutturabileceğini, 2019-2024 döneminde satış gelirlerinin %11,8 ortalama bileşik büyüme oranıyla artacağını, FAVÖK marjının %40-42 aralığında seyredeceğini tahmin ediyoruz.
- Yönetim sorununun çözülmesinin ardından önümüzdeki dönemde yeni projelerin gündeme gelebileceğine dair beklentilerin artabileceğini düşünüyoruz. Ek olarak mevcut durumda bu yönde alınmış bir karar olmasa da, Şirket’in iştiraklerinde gelecekte yapılabilecek halka arz veya stratejik ortaklıklar ile varlık değerini destekleyen adımlar da hisseye yönelik ilginin orta vadede güçlü kalmasını sağlayabilir. 2021 ve 2022 beklentilerimize göre sırasıyla 3,6x ve 3,3x FD/FAVÖK çarpanlarından işlem gören hisse son 6 aylık dönemde nominal bazda %15 yükselirken, endeksin %16 altında getiri sağlamıştır. LetterOne’in kalan %19,8’lik payı satması olasılığı hisse üzerinde kısmi baskı oluşturabilir, ancak Ekim 2021’e kadar satmama taahhüdü olduğunu hatırlatalım.
- Operasyonel görünüm, temettü beklentisi ve yüksek iskontosu dikkate alındığında TCELL’in olumlu performans sergileyebileceği yönündeki beklentimizi sürdürüyoruz, hedef fiyatımızı 22,00 TL seviyesine yükseltirken hisseyi model portföyümüzde tutuyoruz.

Gelir Tablosu	2018	2019	2020T	2021T	2022T
Satışlar (TL mİn)	20,173	23,996	27,596	30,907	34,616
FAVÖK (TL mİn)	9,097	10,745	11,815	13,087	14,358
Net Kar (TL mİn)	2,021	3,246	4,133	3,585	4,015
F/K	14.1	8.8	7.3	10.2	9.1
FD/FAVÖK	4.6	3.7	3.4	3.5	3.2

Hisse performansı	1m	3m	6m	12m	ytd
TL nominal performans	7%	19%	15%	17%	3%
Relatif performans	-2%	-13%	-16%	-7%	0%



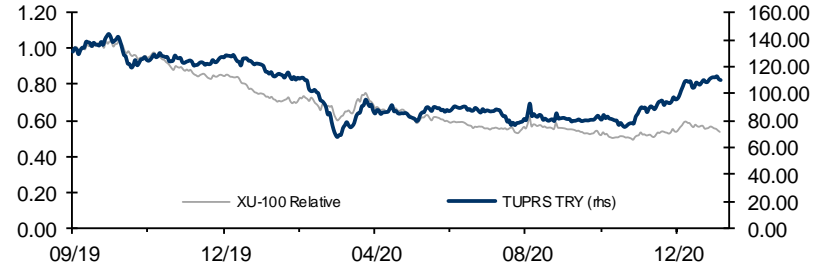
Tercih Ettiğimiz Hisseler

■ Tüpraş (TUPRS) – AL – Hedef Fiyat: 135.00 TL

- 2020 yılında Koronavirüs Salgını nedeniyle başta jet yakıtı olmak üzere akaryakıt talebinin azalması Tüpraş'ın satış hacimlerini olumsuz yönde etkilerken, global bazda arz fazlasının oluşmasına bağlı olarak ürün marjları tarihi düşük seviyelerde seyretti. 3Ç20'de marjlar zayıf kalmaya devam ederken satış hacimleri ise çeyrek başında uygulamaya alınan yeniden normalleşme adımları ile toparlandı. Yılın son çeyreğinde talep tarafındaki iyileşme eğiliminin devam etmesini, stokların normal düzeylere yaklaşması ile ürün marjlarında da önceki çeyrek döneme göre iyileşme görülmesini bekliyoruz.
- Yılın ilk 9 aylık döneminde satış gelirlerinde görülen TL bazında %36'lık daralmanın ardından 4Ç20'de %10 oranında ılımlı bir daralma öngörüyoruz. Öte yandan jet yakıtının satış gelirleri içindeki payı dikkate alındığında TUPRS'ın aşı uygulamaları ile birlikte önümüzdeki dönemde mobilitenin artmasına yönelik beklentilerden en fazla faydalanacak olan hisselerden biri olduğunu düşünüyoruz.
- Hisse model portföye eklediğimiz 15 Nisan 2020 tarihinden bu yana nominal bazda %21 oranında değer kazanırken endeksin %24 altında performans göstermiştir. Makro tahminler ve değerlememizde yaptığımız güncellemelerle birlikte TUPRS için hedef fiyatımızı 135.00 TL düzeyine yükseltiyor, hisseyi endeksin üzerinde getiri önerisi ile model portföyümüzde taşımaya devam ediyoruz.

Gelir Tablosu	2018	2019	2020T	2021T	2022T
Satışlar (TL mİn)	88,552	89,601	62,721	97,217	116,660
FAVÖK (TL mİn)	8,539	3,807	816	5,687	9,080
Net Kar (TL mİn)	3,713	526	-2,898	1,733	4,875
F/K	7.9	61.7	A.D.	15.4	5.5
FD/FAVÖK	4.8	10.7	49.2	7.8	4.9

Hisse performansı	1m	3m	6m	12m	ytd
TL nominal performans	-2%	31%	22%	-14%	-2%
Relatif performans	-10%	-5%	-11%	-32%	-5%



4Ç20 Tahmini Bilanço Açıklanma Tarihleri

Şirket	4Ç20 Bilanço Açıklanma Tarihleri (Tahmini)	Şirket	4Ç20 Bilanço Açıklanma Tarihleri (Tahmini)
AEFES*	25 Şubat 2021	MGROS*	1 Mart 2021
AKBNK*	2 Şubat 2021	MPARK*	8 Mart 2021
ALKIM	26 Şubat 2021	ODAS	10 Mart 2021
ARCLK	8 Şubat 2021	OYAKC	24 Şubat 2021
ASELS*	23 Şubat 2021	PETKM	2 Mart 2021
BIMAS*	11 Mart 2021	PGSUS*	4 Mart 2021
DOHOL	1 Mart 2021	SAHOL	24 Şubat 2021
ECILC	26 Şubat 2021	SASA	10 Mart 2021
EGEEN	26 Şubat 2021	SISE	1 Şubat 2021
EKGYO	9 Mart 2021	SKBNK	29.02.2021
EREGL	11 Şubat 2021	SOKM	5 Mart 2021
GARAN*	28 Ocak 2021	TAVHL	8 Şubat 2021
GUBRF	10 Mart 2021	TCELL	19 Şubat 2021
HALKB	15 Şubat 2021	THYAO	5 Mart 2021
HEKTS	12 Şubat 2021	TKFEN*	20 Şubat 2021
IHLGM	26 Şubat 2021	TOASO*	3 Şubat 2021
IPEKE	26 Şubat 2021	TRGYO	9 Mart 2021
ISCTR	8 Şubat 2021	TSKB	3 Şubat 2021
ISFIN	1 Şubat 2021	TTKOM	12 Şubat 2021
ISGYO	1 Şubat 2021	TUPRS	12 Şubat 2021
KARSN	5 Mart 2021	TURSG	1 Şubat 2021
KCHOL	12 Şubat 2021	ULKER	5 Mart 2021
KOZAA	26 Şubat 2021	VAKBN	15 Şubat 2021
KOZAL	26 Şubat 2021	VESTL*	11 Mart 2021
KRDMD	3 Mart 2021	YKBNK	4 Şubat 2021

4Ç19 Bilanço açıklanma tarihleri baz alınmıştır.

*Bilanço açıklanma tarihi kesinleşmiştir

2020 Net Karından Dağıtılacak Tahmini Temettü Performansları

Şirket	Kapanış Fiyatı	Hisse Başına Temettü (Brüt) - mln TL	Temettü (Brüt) mln TL	Temettü Verimliliği 2020T
AEFES	26.70	1.65	977	6.2%
AKGRT	9.45	0.81	247	8.5%
ARCLK	33.08	2.00	1,354	6.1%
ASELS	18.18	0.86	428	1.0%
AYGAZ	14.72	0.24	73	1.7%
BIMAS	74.35	5.68	1,724	3.8%
BIZIM	15.25	0.21	9	0.9%
CCOLA	74.50	0.98	896	4.7%
DOAS	30.64	2.74	604	9.0%
EKGYO	2.45	0.02	83	0.9%
ENKAI	8.20	0.32	1,278	2.8%
EREGL	15.19	0.99	3,480	6.5%
FROTO	151.30	7.66	2,689	5.1%
INDES	19.90	0.68	38	3.4%
KCHOL	21.42	0.37	946	1.7%
PETKM	5.07	0.41	407	3.2%
SAHOL	11.29	0.35	724	3.1%
SELEC	12.90	0.18	114	1.4%
SISE	7.82	0.29	549	2.3%
TCELL	16.58	0.80	1,765	4.8%
TKFEN	18.08	0.25	93	1.4%
TOASO	36.72	2.26	1,129	6.2%
TTKOM	8.47	0.50	1,759	5.9%
TTRAK	177.90	10.10	539	5.7%
ULKER	22.92	0.86	295	3.8%
VESBE	39.70	3.54	673	8.9%
YATAS	14.97	0.90	39	1.7%

Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma

* 15 Ocak 2021 kapanış fiyatları alınmıştır.

2021 Strateji Raporu

Orkun GÖDEK

Bölüm Müdürü

Deniz Yatırım Araştırma

Tel: +90 212 348 5160

E-mail: orkun.godek@denizbank.com

Hüseyin Vedat TINÇ

Yönetmen

Deniz Yatırım Araştırma

Tel: +90 212 348 9080

E-mail: huseyinvedat.tinc@denizbank.com

Banu DİRİM

Yönetmen

Deniz Yatırım Araştırma

Tel: +90 212 348 9088

E-mail: banu.dirim@denizyatirim.com

Yusuf Emre EVKURAN

Asistan

Deniz Yatırım Araştırma

Tel: +90 212 348 9078

E-mail: yusufemre.evkuran@denizyatirim.com

Yasal Uyarı

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu içerikteki yorumlar DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.'nin görüşlerini yansıtmaktadır. Bu dokümanda sunulan materyal sağlam kaynaklardan derlenmiştir. Ancak Şirketimiz buradaki yorumların içeriği sonucu üçüncü şahıslara karşı doğabilecek sonuçlara karşı hiç bir sorumluluk kabul etmez. Buradaki içeriğin hiç bir bölümü DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, hiçbir şekil ve ortamda yayınlanamaz, alıntı yapılamaz ve kullanılamaz.

© DENİZ YATIRIM 2021