

## FON BÜLTENİ - OCAK 2015

### Makro Bakış

#### Büyüme, 2014 yılında hayal kırıklığı yarattı ama 2015 yılına yine umutla giriyoruz.

Türkiye ekonomisi, 2014 yılının üçüncü çeyreğinde, bir önceki yılın aynı dönemine göre %1,7 ile beklentilerin altında bir büyüme kaydetmiştir. Geride kalan yarıyılıda olduğu gibi büyümeye en yüksek katkı net ihracat kaleminden gelmiştir. Türkiye'nin başlıca dış pazarlarından Rusya ve Irak'ta devam eden jeopolitik sorunlara rağmen, özellikle Avrupa Birliği ve İran pazarlarına ihracatın artması yılın üçüncü çeyreğinde büyümeye dış talep yönünden desteklemiştir. Buna karşılık, BDDK tarafından tüketici kredilerindeki artışı sınırlayıcı yönde alınan makro ihtiyati önlemlerin ve TCMB'nin Ocak ayı sonunda faiz oranlarında yaptığı artışın özel tüketim harcamaları üzerindeki etkisi devam etmiştir. Banka'nın Mayıs-Temmuz döneminde gerçekleştirdiği faiz indirimleri yurtiçi tüketim harcamalarında beklenen canlanmayı yaratamamıştır. İç talep adına belki de tek güzel haber, özel sektör yatırım harcamalarının üçüncü çeyrekte bir önceki çeyreğe göre %2,6 artış kaydetmiş olmasıdır. Söz konusu artışın büyük ölçüde makine ve teçhizat yatırımlarındaki artıştan kaynaklanmış olması, sanayi sektörünün yakın geleceği adına olumludur. Bu dönemde sanayinin büyümeye katkısı 0,6 puan olurken, inşaat sektörünün katkısı ise 0,1 puan düzeyinde gerçekleşmiştir. Tarım sektörü ise yaşadığı kuraklığın etkisiyle büyümeye yılın üçüncü çeyreğinde 0,7 puan düşürmüştür. Dolayısıyla sınırlı büyümeyi sürükleyen sektör yine hizmetler tarafı olmuştur.

Dördüncü çeyrekte, özel tüketim harcamalarının yine yatay bir seyir izlediği düşünülmektedir. Bu dönemde tüketici kredileri ve bireysel kredi kartları büyüme hızının, bir önceki çeyreklik ortalaması olan %9'dan %7,4'e gerilemiş olması büyüme adına olumsuz algılanmaktadır. Yılın ilk dokuz ayında %2,8 düzeyinde gerçekleşen büyüme 2,6 puan katkı sağlayan (net) ihracatın, petrol fiyatlarındaki gerilemenin olumlu etkisine rağmen, enerji/altın hariç ihracatta görülen daralmaların neticesinde önceki performansının gerisinde kalması öngörülmektedir. Bu noktalardan hareket ederek, 2014 yılına dair büyüme tahminimizi %3,1'e revize ederken 2015 yılı için büyüme tahminimizi ise mevcut %3,5 seviyesinde korumaktayız. Büyüme kompozisyonunun iç talebe yönelerek bir miktar değişmesi beklenmektedir. 2015 yılında küresel büyüme beklentisinin daha iyimser olması ve yurt içinde mevcut düşük faiz ortamının devamı, yatırım talebini destekleyecektir. Net ihracat katkısının da yavaşlamakla birlikte, pozitif seviyede kalması muhtemeldir.

Kasım ayının ardından Aralık ayında da enflasyon verileri enflasyon görünümü açısından olumlu sinyaller vermeye devam etmiş ve tüketici fiyatları %0,44 gerilemiştir. 2014'te senelik enflasyon ise %8,2 seviyesinde gerçekleşerek, Şubat 2014'ten itibaren en düşük seviye görülmüştür. Aralık ayında giyim ve ayakkabı ile petrol fiyatlarındaki düşüş, ulaştırma grupları fiyatları üzerinden TÜFE'nin seyrinde etkili olmuştur. Kurun istikrarlı seyri ve gıda fiyatlarındaki ılımlı görünüm de enflasyondaki düşüşü hızlandırmıştır. Öte yandan, Aralık ayında hizmet fiyatları ana eğiliminde görülen yavaşlamanın devam etmesi oldukça önemlidir. Fiyatlama davranışlarındaki bozulmanın düzelmesi ve iyileşmenin sadece gıda ve enerji kaynaklı olmaması enflasyon görünümü açısından cesaret vericidir. Enflasyondaki düşüş eğiliminin Ocak ayından itibaren baz etkisinin de etkisiyle hızlanacak olması, Merkez Bankası'na yılın ilk yarısında politika hamlesi açısından alan bırakmaktadır. 2015 yılı ilk yarısında baz etkisiyle tüketici enflasyonunun %6 seviyesinin altına düşmesi öngörülmektedir. Gıda fiyatlarındaki artış oranının uzun vadeli ortalamasına yaklaşması (beklenti yıllık bazda %8,5'tir.) ve kurun enflasyon üzerinde yarattığı olumsuz etkinin ortadan kalkması, enflasyon oranlarındaki iyileşme beklentisinin temelini oluşturmaktadır. 2015 yıl sonunda, enflasyonun Merkez Bankası'nın %6,1'lik hedefinin üzerinde kalarak %7,1 olarak gerçekleşeceği tahmin edilmektedir.

### Global Görünüm

#### Amerikan ekonomisi toparlanmaya devam ederken Euro Bölgesi ve Japonya sendeliyor.

2014 yılında ABD ekonomisindeki güçlü toparlanmaya karşılık Euro Bölgesi'nde ekonomik aktivitenin yavaşlaması, Çin ekonomisindeki ivme kaybı ve Japonya'daki belirsizlik, küresel büyüme performansını olumsuz etkilemiştir. Global bazda yetersiz talep, başta petrol fiyatları olmak üzere endüstriyel metaller ve birkaç tarım ürünü dışında hemen hemen tüm emtia fiyatlarında aşağı yönlü hareketlere sebebiyet vermiştir. Petrol fiyatlarındaki düşüşte talebe ilişkin gelişmelerin yanı sıra, arzın son yıllarda hızlı artış eğilimi sergilemesi ve jeopolitik gelişmelerin sonuçları da etkili olmuştur. Brent petrol fiyatları Haziran ortasında yılın en yüksek seviyesini 115 USD/varil ile gördükten sonra gerilemeye başlamış, Ekim ayında düşüşler ivmelenmiş ve Aralık sonu itibarıyla 56 USD/varil'e düşmüştür. Yeni yılın ilk haftasında ise varil başı fiyat 50 dolar seviyesine kadar gerilemiştir. 2014 yılında fiyatlarında kaydedilen yıllık bazda %48'lik düşüş petrol ithalatçısı/ihracatçısı ülkelerin ticaret hadlerine ciddi manada etki etmiştir. Petrol fiyatlarındaki düşüş dünya gelirinin yaklaşık %60'ını oluşturan Euro Bölgesi, Çin, Japonya ve ABD gibi net enerji ithalatçısı olan ülkelerin makro dinamiklerini olumlu yönde etkilerken; Suudi Arabistan, Rusya, Venezuela, Nijerya ve İran gibi net enerji ihracatçısı olan ülkeler üzerinde olumsuz yansımaları olmuştur. Örneğin, USD/Ruble kuru 16 Aralık'ta gün içinde 80 seviyesine kadar yükselmiştir. Rus Rublesi'nde gözlenen hızlı değer kaybını önlemek amacıyla Rusya Merkez Bankası politika faiz oranını 16 Aralık'ta 650 baz puan artırmak zorunda kalmıştır. Finansal taraftaysa bu sert düşüş küresel ekonominin seyrine yönelik beklentilerin yeniden şekillenmesine neden olmuştur.

ABD'de daha önce %3,9 olarak açıklanan 2014 yılı 3. çeyrek büyümesi %5'e revize edilmiştir. Böylece, ABD ekonomisi son 11 yılın en güçlü büyüme performansını sergilemiştir. Araç satışları ve elektronik teçhizat talebi hane halkı harcamalarını sürüklerken, yatırım harcamalarının da yukarı yönlü güncellenmesi kuvvetli büyümeyi getirmiştir. Sanayi üretimi öncü verilerinden hareketle ABD'de son çeyrek büyümesi de güçlü görünmektedir. Bu ekonomide aksayan tek ayak hedef altında seyreden enflasyondur. Emtia fiyatlarında meydana gelen sert düşüşün etkisiyle Kasım ayında aylık bazda tüketici fiyatlarında %0,3 düşüş yaşanmış ve yıllık bazda enflasyon %1,3'e gerileyerek, %2,0'lik hedef seviyesinden uzaklaşmıştır. 16-17 Aralık'ta gerçekleşen açık piyasa komitesi toplantısında Fed, beklentilere paralel olarak mevcut para politikasında herhangi bir değişiklik kararı almamıştır. Toplantı sonrası yayınlanan açıklama notunda daha önce yer alan "kayda değer bir süre daha" faiz oranlarının rekor düşük seviyelerde tutulmaya devam edeceği ifadesi ise yerini para politikasında normalleşme sürecinde Fed'in "sabırlı" bir tutum izleyeceği ifadesine bırakmıştır. 17 komite üyesinden 15'inin 2015 yılında faiz artırımını beklediğini belirtmesi, Fed'in 2006 yılından bu yana ilk kez bu kadar kesin bir şekilde faiz artırımını sinyali verdiği yorumlarına neden olmuştur. Diğer taraftan, üyelerin 2015 ve 2016 yılsonu faiz seviyesi öngörülerinin gerilemesi faiz artırım sürecinin yavaş gerçekleşeceği yönündeki beklentileri destekleyerek piyasaları bir miktar rahatlatmıştır.

Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB) ekonomik aktiviteyi desteklemeye yönelik uygulamaya koyduğu "hedefli uzun vadeli refinansman operasyonları"nın (TLTRO) ikinci ayağında da öngörülen kredi kullanımına ulaşamamıştır. Operasyon kapsamında bankalara dört yıl vadeli kredi veren ECB, Aralık ayında düzenlediği TLTRO ihalesinde bankacılık sistemine 130 milyar Euro finansman sağlamıştır. Böylece, program kapsamında 2014 yılı için bankalara 400 milyar EUR tutarında finansman kaynağı ayrılmasına rağmen toplam 212 milyar Euro tutarında finansman sağlanmıştır. Bu durumun, bölge ekonomisini canlandırmak için ECB'nin önümüzdeki dönemde varlık alım programına devlet tahvillerini (QE) de dahil etmesini gerekli kılacağı düşünülmektedir.

Japonya'da 14 Aralık'ta yapılan seçimleri Başbakan Shinzo Abe'nin başkanlık ettiği Liberal Demokrat Parti kazanmıştır. Böylece Shinzo Abe, 2012 yıl sonundan buyana ülkedeki deflasyon sorununu aştırmak amacıyla sürdürdüğü ve "Abenomics" olarak adlandırılan ekonomi politikaları için güvenoy almıştır. Seçimi izleyen günlerde 29 milyar dolar büyüklüğünde mali teşvik kararı alınırken, kurumlar vergisinde 2015 mali yılından itibaren geçerli olmak üzere indirim kararı alınmıştır. Çin'de ise Ocak ayı başında 300 adet altyapı projesinin finansmanı için 1,1 trilyon dolarlık yeni bir genişleme paketi açıklanmıştır.

## Yurtiçi Piyasalar

### Aralık ayında USD/TL kuru 2,41 seviyesini gördü.

ABD Merkez Bankası, FED'in faiz artırım takviminin yaklaşması, Çin ekonomisinin ivme kaybettiğini teyit eden veriler ve petrol fiyatları kaynaklı endişelerin artmasıyla, ayın ilk yarısında küresel risk göstergeleri bozulmuştur. Bazı gelişmekte olan ülkelerin önemli yapısal sorunları olması ve bu ülkelerin para birimleri ile menkul kıymet varlıklarına gelen satış baskısının diğer ülkelerde de yansımalarının olması tedirginlik yaratmıştır. Bu durum, Türkiye'nin de aralarında bulunduğu bazı ülkelerde daha sıkı bir para politikasının yolunu açmıştır. Mevcut konjonktürde Rusya hariç diğer gelişmekte olan ülkelerde faizler artmasa bile para politikasında gevşemeye yer olmadığı düşüncesi öne çıkmıştır.

Kasım ayında 2,20 seviyesine kadar gerileyen USD/TL kuru, Aralık ayında risk algısının bozulmasının etkisiyle hızlı bir şekilde yükselmiştir. Kur, 16 Aralık tarihinde gün içinde 2,4120 ile tarihi rekor seviyeye ulaşmıştır. TCMB, USD/TL volatilitesindeki yükselişe bağlı olarak likiditeyi kısmak suretiyle sıkı bir duruş sergilemiştir. 12-23 Aralık döneminde gecelik interbank repo oranları %11,24 ile üst limitte giderken, Banka tarafından sağlanan marjinal fonlama olanağı da yüklü miktarda kullanılmıştır. Öyle ki, 18 Aralık günü kotasyondan sağlanan 10 milyar TL'yi aşkın miktar sonucunda gün içinde ağırlıklı fonlama maliyeti %8,92'ye çıkmış ve Haziran ayından bu yana en yüksek seviyesini görmüştür. TCMB, ayrıca, 16 Aralık'ta enerji ithalatçısı kamu iktisadi teşebbüslerinin döviz ihtiyacının gerekli görülen kısmının Hazine Müsteşarlığı ve TCMB tarafından doğrudan karşılanacağını duyurmuştur. Bu gelişmelerin neticesinde, 24 Aralık'ta gerçekleştirilen Para Politikası Kurulu toplantısında kısa vadeli faizlerde değişikliğe gidilmemiştir. 17 Aralık'ta sona eren Fed toplantısının ardından gelen açıklamaların piyasalar üzerinde olumlu etki yaratması ve Rusya'da politika yapıcıların Ruble konusunda yeni önlemler alması Türkiye'ye yönelik risk algısının da hafiflemesine yol açmış ve yurtiçi piyasalarda olumlu bir görünüm izlenmiştir. 2014 yılını USD/TL kuru 2,33 ve EUR/TL kuru 2,83 seviyesinden tamamlamıştır. BİST-100 endeksi ise 2014 yılında %26 oranında yükseliş kaydetmiştir.

Düşen petrol fiyatlarının Türkiye ekonomisine yönelik olumlu beklentileri desteklemesinin etkisiyle 2 yıllık gösterge tahvilin faiz oranı Kasım ayında son bir yılı aşkın sürenin en düşük seviyesine gerilemiştir. Ancak, Aralık ayının ilk yarısında faiz oranlarının hızlı bir şekilde yükselmesiyle 2 yıllık gösterge tahvilin faiz oranı %9 seviyesine yaklaşmıştır. İzleyen dönemde ise söz konusu tahvilin faiz oranı bir miktar gerileyerek, 2014 yılını %8,02 seviyesinden tamamlamıştır.

Merkez Bankası son dönemde makro finansal risklerin sınırlandırılmasına yönelik çabaları yoğunlaştırmıştır. Banka, bankacılık sektöründeki vadelerin uzatılması ve çekirdek yükümlülük oranının (mevduat + özkaynak / krediler) artırılmasını, yani basiretli borçlanmayı, teşvik etmektedir. Öte yandan, sektörün dış borç vadesinin nispeten kısa olmasından hareketle, yabancı para cinsi borçlanmanın kontrol altında tutulmasını temin etmek istemektedir. Finansal istikrara katkı sağlamak amacıyla 3 Ocak tarihinde TCMB, yabancı para cinsinden yükümlülüklerinin zorunlu karşılık oranlarını artırarak vadelerin uzamasını hedeflemiştir. Diğer taraftan, ROM mekanizmasının otomatik dengeleyici özelliğinin güçlendirilmesi amacıyla kullanımda olan ROM katsayılarını düşürerek hafif bir genişlemeye gitmiştir.

MAKROEKONOMİK GÖSTERGE TAHMİNLERİ	2010	2011	2012	2013	2014 Beklentileri	2015 Beklentileri
GSYİH (Milyar TL)	1.099	1.298	1.417	1.565	1.746	1.935
GSYİH (Milyar ABD Doları)	730	773	787	821	796	854
Büyüme Oranı (%)	%9,2	%8,8	%2,1	%4,1	%3,1	%3,5
TÜFE Enflasyonu (Yıllık) (%)	%6,4	%10,4	%6,2	%7,4	<b>%8,17</b>	%7,1
İhracat (f.o.b., Milyar ABD Doları)	113.9	134.9	152.5	151.8	159.1	166.7
İthalat (c.i.f., Milyar ABD Doları)	185.5	240.8	236.5	-251,7	245.2	251.7
Dış Ticaret Dengesi (Milyar ABD Doları)	-71.7	-105.9	-84.1	-99.9	-86.1	-85.0
Cari İşlemler Dengesi (Milyar ABD Doları)	-45.4	-75.1	-48.5	-65.0	-45.3	-43.0
Cari İşlemler Dengesi/GSYİH (%)	-%6,2	-%9,7	-%6,2	-%7,9	-%5,7	-%5,0
Faiz (Gösterge, Bileşik, Yıl sonu) (%)	%7,1	%11,0	%6,2	%10,0	<b>%7,97</b>	%8,00
Politika Faizi (%)	%6,5	%5,8	%5,5	%4,5	<b>%8,25</b>	%7,25
Marjinal Gecelik Fonlama Faizi (%)	%9,0	%12,5	%9,0	%7,8	<b>%11,25</b>	%9,25
BİST-100	66.004	51.267	78.208	67.802	<b>85.721</b>	97.200
ABD Doları/TL (Ortalama)	1.50	1.68	1.80	1.91	<b>2.19</b>	2.27
ABD Doları/TL (Yıl sonu)	1.55	1.81	1.79	2.14	<b>2.32</b>	2.36
Euro/ABD Doları (Yıl sonu)	1.34	1.30	1.32	1.38	<b>1.21</b>	1.20

2014 ve 2015 yıllarına dair İş Portföy Yönetimi A.Ş. tahminleridir. **Kalın italik** veriler 2014 yılı gerçekleşmeleridir.

Makroekonomik Göstergeler			
Büyüme	Dönemi	2013	2014
GSYİH (Yıllık Birikimli, Milyar ABD Doları)	3. Çeyrek	823.9	798.9
Büyüme Oranı (Yıllık)	3. Çeyrek	%4,2	%1,7
Üretim Göstergeleri	Dönemi	2013	2014
Sanayi Üretimi (Takvim Etkisinden Arındırılmış)	Ekim	%1,6	%2,4
Kapasite Kullanımı (Mevsimsellikten Arındırılmış)	Aralık	%76,0	%74,6
İşsizlik Oranı (Mevsimsellikten Arındırılmış)	Eylül	%9,4	%10,7
Fiyat Göstergeleri (Yıllık)	Dönemi	2013	2014
TÜFE Enflasyonu	Aralık	%7,40	%8,17
ÜFE Enflasyonu	Aralık	%6,97	%6,36
Çekirdek Enflasyon	Aralık	%7,08	%8,73
Bütçe Göstergeleri (Milyar TL)	Dönemi	2013	2014
Gelirler	Ocak-Kasım	357.0	386.9
Harcamalar	Ocak-Kasım	358.2	398.2
Bütçe Dengesi	Ocak-Kasım	46.8	37.1
Faiz Dışı Denge	Ocak-Kasım	-1.2	-11.3
Dış Denge (Milyar ABD Doları)	Dönemi	2013	2014
İhracat	Ocak-Kasım	138.6	144.5
İthalat	Ocak-Kasım	228.5	220.5
Dış Ticaret Dengesi	Ocak-Kasım	-89.9	-76.0
Cari İşlemler Dengesi	Ocak-Ekim	-52.4	-33.1

Bu raporda yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum ve istatistikî şekil ve değerler hazırlandığı tarih itibarıyla mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan derlenerek hazırlanmıştır. Raporda sunulan görüş, bilgi ve veriler, yatırımcılara kendi oluşturacakları yatırım kararlarında yardımcı olmayı hedeflemekte olup, herhangi bir menkul kıymetin alım-satım teklifi ve/veya taahhüdü anlamına gelmemektedir. Yatırımcıların verecekleri yatırım kararlarıyla bu raporda sunulan görüş, bilgi ve veriler arasında bir bağlantı kurulamayacağı gibi, burada yer alan bilgi, değerlendirme, yorum ve istatistikî şekil ve değerlendirmelerin kullanımı sonucunda ortaya çıkacak doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan İş Portföy'ün ya da çalışanlarının herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır. Raporda yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Geçmişteki performanslar gelecekteki performansın bir göstergesi ya da garantisi olarak kabul edilmemelidir. İşbu rapor, Fikir ve Sanat Eserleri Kanunu ve Türk Ceza Kanunu uyarınca koruma altındadır; İş Portföy'ün yazılı izni olmadıkça değiştirilemez, kopyalanamaz, çoğaltılamaz, yayımlanamaz veya bilgisayar sistemlerine aktarılamaz. Aksi davranışlara karşı her türlü yasal yola başvurma hakkımız mahfuzdur.

#### Emeklilik Fon Performansları

Emeklilik Fonu	Aylık Değişim (%) 28/11/2014 - 31/12/2014 (*)	Yılbaşından Beri Değişim (%) 31/12/2013 - 31/12/2014 (*)	Yıllık Değişim (%) 31/12/2013 - 31/12/2014 (*)
Likit Fon (HEP)	%0,70	%8,56	%8,56
Kamu Borçlanma Standart Fonu (HEK)	-%0,31	%12,76	%12,76
Kamu Dış Borçlanma Fonu (HED)	%3,63	%13,52	%13,52
Esnek Fon (HEB)	%0,44	%16,79	%16,79
Hisse Senedi Fonu (HES)	%0,78	%28,97	%28,97
Katkı Fonu (HET)	%0,17	%14,97	%14,97
Alternatif Esnek Fon (HEE)	%0,74	%13,27	%13,27
Alternatif Katkı Fonu (HER)	%0,46	%12,08	%12,08
Altın Fonu (HEA)	%5,27	%4,91	%4,91

(\*) Oranlar her ayın son iş gününde hesaplanan fiyatlar ile oluşturulmuştur.