

FON BÜLTENİ - ŞUBAT 2015

Makro Bakış

2015 yılı faizler konusunda kafa karışıklığı yaratarak başladı.

TCMB, 20 Ocak tarihli para politikası toplantısında, altı aylık bir aradan sonra faizleri indirmiştir. Enflasyon görünümündeki iyileşmeden hareketle bankalara haftalık olarak yaptığı fonlamanın (politika) faizini 50 baz puan indirerek %7,75'e çekmiştir. Buna karşılık, küresel risk iştahındaki belirsizlikler ve döviz kurundaki oynaklığı gerekçe göstererek faiz koridorunun üst bandında değişikliğe gitmemiştir. Banka, piyasadaki likiditeyi artırmayarak, gecelik faizleri %9,5-%10,0 bandında tutmaya devam etmiştir.

2014 yılı içinde Mayıs sonu ile Temmuz ayı arasındaki dönem, politika faizinin ve gecelik faizlerin aşağı yönde birlikte hareket ettiği bir dönem olmuştur. Bu dönemde çekirdek enflasyonun (enerji, gıda, tütün, alkol ve altın kalemleri hariç enflasyon) ivme hareketinde önemli derecede iyileşme kaydedilirken, Banka piyasadaki TL likiditesini yükseltmiş, ancak Türk Lirası'nın "reel anlamda" değerini de koruyabilmiştir. Sonuçta, bu dönemdeki politika faizi %10,0 seviyesinden %8,25'e çekilmiş; gecelik repo fonlamasında ortaya çıkan ortalama faiz ise yine yaklaşık %10,0 seviyesinden %7,50'lere kadar gerilemiştir.

Politika faizi mevcut %8,25 seviyesinde tutulmaya devam ederken Eylül ayı ortasında, özellikle FED politika hamleleri kaynaklı küresel risk iştahındaki dalgalanmalarla birlikte, TL üzerinde baskı oluşmuştur. Bu baskıya tepki olarak T.C. Merkez Bankası Eylül ayı sonundan başlayarak, özellikle Ekim ayında etkili olacak şekilde, piyasa fonlamasını kısmak suretiyle gecelik faizlerde yukarı yönlü bir ayırışmaya sebebiyet vermiştir. Kısa vadeli bu faizler dönem içinde %9,5-%10,0 bandına oturmuş ve Şubat 2015 itibarıyla gecelik faizler bu seviyede kalmıştır. Haftalık repo fonlamasında (politika faizi) ise Merkez Bankası, Ağustos-Aralık döneminde, enflasyon hedefiyle de uyumlu olarak, %8,25 seviyesini muhafaza etmiştir. Banka ancak bir ve iki yıl vadeli enflasyon beklentilerinin düzelme gösterdiği Ocak ayında politika faizini %8,25'ten %7,75 seviyesine indirmeyi uygun bulmuştur.

Önümüzdeki dönemde enflasyon hareketi için öngörülen patikanın, yılın ilk yarısında, aşağı yönlü olması Merkez Bankası'nın para politikasında gevşemesine ortam sağlamaktadır. Ancak, Amerikan Merkez Bankası (FED) kaynaklı belirsizliklerin yarattığı risk algısı ve kuvvetlenen doların TL/sepet kuru üzerinde önemli derecede baskı yaratıyor olması, Banka'nın alacağı kararlarda ihtiyatlı olmasına sebebiyet vermektedir. Bu görünüm altında 24 Şubat tarihinde gerçekleşecek olan para politikası toplantısında alınacak karar üzerine piyasa tahminleri farklılaşmaktadır. Bu konuda (i) beklentilerden yüksek gelen Ocak ayı manşet enflasyonu, (ii) hizmet sektöründeki fiyatlama davranışlarının bu ay içerisinde bozulma göstermesi sonucunda çekirdek göstergelerde görülen yavaşlama, (iii) Dolar/TL kurunun yukarı yönlü hareketi gibi faktörler neticesinde Merkez Bankası'nın gündeminden düşürüldüğü 4 Şubat'taki olağanüstü toplantı Banka'nın ihtiyatlı duruşunu göstermektedir. Ancak 24 Şubat tarihinde yapılacak PPK toplantısında bankanın faizleri indireceği beklentisi devam etmektedir.

TCMB tarafından 2015 yılında gerçekleştirilmesi muhtemel faiz indirimlerinin, ABD Merkez Bankası FED'in çıkış politikası dikkate alındığında ölçülü olması gerektiği sonucu çıkmaktadır. Böylece, önümüzdeki dönem enflasyon görünümünde devam eden olumlu hareket ile politika faizi tarafında "sınırlı" bir indirim söz konusu olabilir. Öte yandan, küresel risk iştahındaki oynaklık ve Türk lirasında devam eden zayıflık Merkez'in gecelik faizleri mevcut yüksek seviyesinde tutmayı sürdürmesine sebebiyet vermektedir.

Global Görünüm

FED Haziran'da faiz artırımına hazırlanırken, ECB parasal genişlemede hedef yükseltti.

ABD Merkez Bankası, 27-28 Ocak'taki açık piyasa komitesi (FOMC) toplantısında politika faiz oranında değişiklik yapmazken, faiz artırım sürecini başlatma konusunda "sabırlı" bir tutum izleneceği açıklamasını yinelemiştir. Büyüme konusunda daha olumlu, uluslararası gelişmeler kaynaklı kur riskleri konusunda ihtiyatlı, enflasyon konusunda ise temel duruşundan taviz vermeyen FOMC üyeleri böylece en az iki toplantıda daha (Mart ve Nisan) faizleri artırmayacağını sinyali vermiştir. FED, son dönemde enflasyon beklentilerinde önemli düşüşler görülmesine atıfta bulunarak, manşet enflasyonun uzun vadeli hedef seviyesinin altına indiğine işaret etmiş, ancak bu durumun geçici olduğunu vurgulamıştır. Dolayısıyla, FED işgücü piyasası göstergeleri tam istihdam hedefiyle uyumlu seviyelere doğru hızla ilerlerken, enflasyonun da orta vadede hedefe doğru hareketleneceği beklentisini muhafaza etmiştir. Piyasalarda ABD'de ilk faiz artırımını öngörülerinin hala Haziran 2015 üzerinde yoğunlaştığı görülmektedir.

ABD'de son çeyrek büyümesi hane halkının hizmetler ve dayanıklı mallar tüketiminde görülen canlılıkla birlikte %2,6 büyümüştür. Enerji fiyatlarındaki gerilemenin katkısıyla, son çeyrekte %3,8 artan reel harcanabilir gelirin tüketim katkısı yüksek olmuştur. Kuvvetlenen dolar sonucunda iç talepteki yoğunluk ithalatta kaydedilen %8,9 artışta da kendisini göstermiştir. Özel sektör sabit sermaye yatırımları ise son çeyrekte %2,3 artmasına rağmen yavaşlamıştır. Özellikle %1,9 daralan makine/teçhizat yatırımları, büyüme adına tabloyu bir miktar kötüleştirmiştir (Büyüme verisinin iki kez daha revizyona tabi kalacağını hatırlatırız).

Avrupa Merkez Bankası (ECB), 22 Ocak'ta gerçekleştirdiği para politikası toplantısında, mevcut tahvil alım programı (teminatlı bono ve varlığa dayalı menkul kıymet satın alımı) kapsamında aylık bazda 60 milyar Euro'luk tahvil alımı gerçekleştirilmesi ve devlet tahvil alımlarının da aynı program kapsamında dahil edilmesi yönünde karar almıştır. ECB Başkanı Mario Draghi toplantı sonrasında, Mart 2015'ten itibaren başlanacak olan devlet tahvil alımlarının ilk etapta Eylül 2016'ya kadar devamının öngörüldüğünü ancak, bu vade sonunda Euro Bölgesi'nde enflasyon hedeflenen seviyelere ulaşamaz ise tahvil alımlarının devam edebileceğini ifade etmiştir. Bu vadeden hareketle tahvil alım programının büyüklüğünün 1 Trilyon Euro'yu aşacağı tahmin edilmektedir. Yayınlanan metne göre tahvil alımlarında ülke merkez bankalarının ECB'nin sermayesindeki paylarının dikkate alınacağı belirtilmiş, varlık alımlarından doğan riskin paylaşımı konusunda da ayrıntılar paylaşılmıştır.

Öte yandan, Euro Bölgesi'nde sanayi üretimi verileri ekonomik aktivitedeki zayıf seyri yansıtırken, bölgede 2014 yılı enflasyonu -%0,2 seviyesinde gerçekleşerek, 2009 yılından bu yana ilk defa deflasyona işaret etmiştir. 2015 yılının ilk ayında da, öncü veriler itibarıyla, tüketici fiyatları yıllık bazda %0,6 düşüş kaydetmiştir. Bölge genelinde atıl kapasiteyi ve zayıf iç talebi yansıtan en önemli verilerden çekirdek enflasyon değeri Nisan 2014'teki %1,0 seviyesinden Aralık 2014'te %0,5'e gerilemiş, Ocak 2015'te de aynı seviyede kalmıştır. Dolayısıyla Euro'daki değer kaybının yaratacağı enflasyonist baskı, bölge için henüz söz konusu olmamıştır.

İsviçre Merkez Bankası, 15 Ocak'ta yaptığı açıklama ile EUR/CHF paritesinde 1,2 olarak belirlenen ve Eylül 2011'den bu yana sürdürülen taban kur uygulamasının sonlandırıldığını duyurmuştur. SNB'nin kararı öncesinde 1,20 seviyesinin hafif üzerinde seyreden EUR/CHF paritesi açıklamanın ardından 0,86 seviyesine kadar gerilemiştir. Yunanistan'da 25 Ocak tarihinde yapılan seçimlerde kemer sıkma politikalarına karşı sert tutumuyla bilinen Syriza galip çıkmıştır. Bu gelişme, Yunanistan'a yönelik risk algısının önemli ölçüde bozulmasına yol açmıştır.

Çin'de 2014 yılında hükümetin konut fiyatlarındaki hızlı artışı sınırlandırmaya yönelik uygulamaya koyduğu politikaların da etkisiyle başta konut sektörü olmak üzere ekonominin genelinde ivme kaybı gözlenmiştir. Bu etkiyle Çin ekonomisi, 2014 yılının son çeyreğinde yıllık bazda %7,3 büyümeye kaydetmiştir. 2014 yılının tamamında büyümeye %7,4 ile %7,5 olan resmi hedefin altında gerçekleşirken, son 24 yılın en zayıf ekonomik performansına işaret etmiştir.

Yurtiçi Piyasalar

Ocak ayında USD/TL kur rekoru 2,45 ile kırılmıştır...

TCMB, 20 Ocak'ta gerçekleştirdiği Para Politikası Kurulu toplantısında 1 hafta vadeli repo ihale faiz oranını 50 baz puan indirerek, %8,25'ten %7,75'e çekmiştir. Gecelik borçlanma faiz oranı %7,50, borç verme faiz oranı %11,25 seviyesinde sabit bırakılmıştır. Toplantı sonrası yayımlanan açıklamada, sıkı para politikası duruşunun ve alınan makro ihtiyati önlemlerin etkisiyle kredi büyüme hızlarının makul düzeylerde seyrettiği, iç talebin ise büyümeye ılımlı düzeyde katkı sağladığı ifade edilmiştir. Kurul indirimi "ölçülü" olarak tanımlarken, düşen petrol fiyatlarının yanı sıra, para politikasındaki sıkı duruşla alınan makro ihtiyati önlemlerin enflasyonu, özellikle enerji ve gıda dışı (çekirdek) enflasyon göstergelerini ve enflasyon beklentilerini, olumlu yönde etkilemesini karara gerekçe olarak göstermiştir. TCMB, enflasyon göstergelerindeki aşağı yönlü hareketin kalıcı olabilmesi için para politikasında temkinli bir duruş sergilenmesi gerektiğinin de altını çizmiştir.

27 Ocak'ta TCMB senenin ilk "Enflasyon Raporu"nu yayınlamış ve bu raporda 2015 sene sonu için enflasyon beklentisi Ekim ayındaki beklentiye kıyasla 60 puanlık revizyon görmüş ve %5,5 olarak tayin edilmiştir. 2016 yıl sonu enflasyon tahmini ise %5 olarak öngörülmüştür. Petrol fiyatlarındaki aşağı yönlü eğilim ve gıda fiyatlarının seyrindeki normalleşme varsayımı ve kur etkisinin zayıflaması enflasyon tahminlerinin aşağı yönlü revizyonunda temel faktörler olmuştur. Raporla göre baz etkisinin de Ağustos ayına kadar enflasyon üzerinde aşağı yönlü etkide bulunması, son çeyrekte ise enflasyonun bir miktar yukarı hareket göstermesi beklenmektedir. Bu görünüm altında TCMB Başkanı Erdem Başçı, faiz indirimlerinin daha hızlı olabileceğine yönelik mesajlar vermiştir. Ocak ayı yıllık enflasyon verisinde düşüşün 1 puan üzerinde gerçekleşmesi durumunda Banka'nın gündem dışı toplantı yaparak faiz indirimine gidebileceğini belirtmiştir.

Piyasa oyuncuları 20 Ocak tarihinde gerçekleşen faiz indirimi olumlu karşılamışlardır. Kararın ardından 28 Ocak tarihine kadar geçen süre zarfında 16 Kasım 2016 vadeli (gösterge) tahvilin bileşik faizinde 77 puanlık bir gerileme görülmüş ve tahvil faizi günün sonunda %6,66 seviyesine inmiştir. Ancak, ayın son haftasında yapılan Enflasyon Raporu sunumu sırasında TCMB Başkanı'nın 4 Şubat tarihinde olağanüstü bir toplantıyı gündeme alması ve bu toplantıda faizlerde beklentilerin üzerinde bir indirim gelmesine yönelik ihtimaller piyasadaki olumlu havayı bozmuştur. Ancak Fed'in faiz artırımı sürecinde sabırlı davranacağına yönelik beklenti ve ay boyunca petrol fiyatlarında süregelen düşüşün yurtiçiye yönelik risk algısında meydana getirdiği iyileşmenin katkısıyla gösterge tahvilin bileşik faizi, 2014 sene sonuna göre, 115 baz puan azalarak %6,82 düzeyinde gerçekleşmiştir.

BİST-100 endeksi ise, bankacılık hisseleri öncülüğünde, 26 Ocak tarihinde 91.413 seviyesine kadar yükselerek 22 Mayıs 2013 tarihindeki rekor seviyesine oldukça yaklaşmıştır. Endeks ayın son haftasında TCMB'nin açıklamalarının etkisiyle gerilemiş, buna rağmen yıl sonuna göre %3,8 oranında yükselmiştir.

2014 yılını 2,33 seviyesinde tamamlayan USD/TL kuru, Ocak ayının ilk yarısında 2,27'ye kadar gerilemiştir.

TCMB'nin faiz indirim kararına ve sonraki dönemde yaptığı açıklamalara bağlı olarak USD/TL kuru yeniden yükselişe geçerek tarihi yüksek seviyelere çıkmıştır. 30 Ocak itibarıyla USD/TL kuru 2,45 düzeyinde gerçekleşmiştir. EUR/USD paritesinde 26 Ocak tarihinde 1,11 seviyeleri görülmüştür. Paritedeki hızlı düşüş nedeniyle EUR/TL kuru Ocak ayında genel olarak aşağı yönlü bir seyir izlemiş, ay sonuna doğru yeniden yönünü yukarı çevirmiştir. 30 Ocak itibarıyla EUR/TL kuru 2,76 düzeyinde gerçekleşmiştir.

MAKROEKONOMİK GÖSTERGE TAHMİNLERİ	2010	2011	2012	2013	2014 Beklentileri	2015 Beklentileri
GSYİH (Milyar TL)	1.099	1.298	1.417	1.565	1.746	1.923
GSYİH (Milyar ABD Doları)	730	773	787	821	796	806
Büyüme Oranı (%)	%9,2	%8,8	%2,1	%4,1	%3,1	%3,6
TÜFE Enflasyonu (Yıllık) (%)	%6,4	%10,4	%6,2	%7,4	%8,2	%6,4
İhracat (f.o.b., Milyar ABD Doları)	113.9	134.9	152.5	151.8	157.7	161.6
İthalat (c.i.f., Milyar ABD Doları)	185.5	240.8	236.5	-251,7	-242.2	236.8
Dış Ticaret Dengesi (Milyar ABD Doları)	-71.7	-105.9	-84.1	-99.9	-84.5	-75.2
Cari İşlemler Dengesi (Milyar ABD Doları)	-45.4	-75.1	-48.5	-65.0	-43.0	-35.6
Cari İşlemler Dengesi/GSYİH (%)	-%6,2	-%9,7	-%6,2	-%7,9	-%5,4	-%4,4
Faiz (Gösterge. Bileşik. Yıl sonu) (%)	%7,1	%11,0	%6,2	%10,0	%7,97	%8,00
Politika Faizi (%)	%6,5	%5,8	%5,5	%4,5	%8,25	%7,25
Marjinal Gecelik Fonlama Faizi (%)	%9,0	%12,5	%9,0	%7,8	%11,25	%9,25
BİST-100	66.004	51.267	78.208	67.802	85.721	97.200
ABD Doları/TL (Ortalama)	1.50	1.68	1.80	1.91	2.19	2.38
ABD Doları/TL (Yıl Sonu)	1.55	1.81	1.79	2.14	2.32	2.42
Euro/ABD Doları (Yıl Sonu)	1.34	1.30	1.32	1.38	1.21	1.15

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

Makroekonomik Göstergeler				
v	Dönemi	2013	2014	2015
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	2015
Sanayi Üretimi (Takvim Etkisinden Arındırılmış)	Kasım	%4,7	%0,7	-
Kapasite Kullanımı (Mevsimsellikten Arındırılmış)	Ocak	%73,6	%74,8	%74,6
İşsizlik Oranı (Mevsimsellikten Arındırılmış)	Ekim	%9,2	%10,6	-
Fiyat Göstergeleri (Yıllık)	Dönemi	2013	2014	2015
TÜFE Enflasyonu	Ocak	%7,31	%7,75	%7,24
ÜFE Enflasyonu	Ocak	%1,88	%10,72	%3,28
Çekirdek Enflasyon	Ocak	%5,72	%7,59	%8,63
Bütçe Göstergeleri (Milyar TL)	Dönemi	2013	2014	2015
Gelirler	Ocak-Aralık	389.7	425.8	-
Harcamalar	Ocak-Aralık	408.2	448.4	-
Bütçe Dengesi	Ocak-Aralık	31.4	27.2	-
Faiz Dışı Denge	Ocak-Aralık	-18.5	-22.7	-
Dış Denge (Milyar ABD Doları)	Dönemi	2013	2014	2015
İhracat	Ocak-Aralık	138.6	157.7	-
İthalat	Ocak-Aralık	228.5	-242.2	-
Dış Ticaret Dengesi	Ocak-Aralık	-89.9	-84.5	-
Cari İşlemler Dengesi	Ocak-Kasım	-52.4	-47.1	-

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 kararları ile 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 (%) 31/12/2014 - 30/01/2015 (*)	Yılbaşından Beri Değişim (%) 31/12/2014 - 30/01/2015 (*)	Yıllık Değişim (%) 31/12/2014 - 30/01/2015 (*)
Likit Fon (HEP)	%0,72	%0,72	%8,82
Kamu Borçlanma Standart Fonu (HEK)	%3,28	%3,28	%16,41
Kamu Dış Borçlanma Fonu (HED)	%2,66	%2,66	%11,21
Esnek Fon (HEB)	%3,72	%3,72	%23,73
Hisse Senedi Fonu (HES)	%4,66	%4,66	%46,32
Katkı Fonu (HET)	%3,49	%3,49	%19,00
Alternatif Esnek Fon (HEE)	%1,44	%1,44	%16,24
Alternatif Katkı Fonu (HER)	%1,62	%1,62	%13,92
Altın Fonu (HEA)	%8,42	%8,42	%6,03

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