

FON BÜLTENİ - NİSAN 2015

Makro Bakış

2014 büyümesi korkulduğu kadar düşük gelmedi. 2015 yılı ikinci yarısı için umutluyuz.

Türkiye ekonomisi 2014 yılının son çeyreğinde, piyasa beklentisi olan yıllık bazda %2,0 oranının üzerinde, %2,6 büyüme kaydetmiştir. Mevsim ve takvim etkilerinden arındırıldığında GSYH bir önceki çeyreğe göre %0,7 (yıllıklandırılmış, %2,8) artmıştır. 2014 yılı genelinde ise ekonomik büyüme yıllık bazda %2,9 ile uzun dönemli trendinin (%4,9) altında gerçekleşmiştir. 2014 yılında TL'de gözlenen değer kaybına bağlı olarak ABD Doları cinsi GSYH 800 milyar seviyesine gerilerken, kişi başı GSYH de 2013 yılındaki 10.822 USD seviyesinden 10.404 USD düzeyine inmiştir.

Üretim yöntemine göre değerlendirildiğinde, GSYH'de en yüksek paya sahip olan hizmetler sektörünün yılın son çeyreğinde 1,9 puan ile büyümeye en fazla katkıyı sağlayan sektör olduğu görülmektedir. Sanayi sektöründeki büyümenin yavaşlaması ile doğru orantılı olarak sektörün büyümeye verdiği katkı da art arda dört çeyrekte azalış eğilimi sergilemiş ve son çeyrekte 0,7 puana inmiştir. 2013 yılının üçüncü çeyreğinden bu yana ivme kaybeden inşaat sektörü geçtiğimiz yılın son çeyreğinde daralmıştır. Böylelikle, inşaat sektörü küresel krizden bu yana ilk defa GSYH'ye düşürücü yönde etkide bulunmuştur. Yaz aylarında meydana gelen kuraklığa bağlı olarak geçen yılın ikinci ve üçüncü çeyreğinde büyümeyi düşürücü yönde etkileyen tarım sektörü ise son çeyrekte büyümeye sınırlı ancak pozitif katkı sağlamıştır.

2014 yılının son çeyreğinde büyüme kompozisyonunun yılın ilk üç çeyreğine kıyasla farklılaştığı ve Türkiye ekonomisinin yeniden yurtiçi talep kaynaklı bir büyüme performansı sergilediği görülmektedir. %2,6'lık büyümeyi etkileyen temel faktörlerin "hane halkı tüketim harcamaları" (büyümeye 1,6 puanlık katkı) ve "stok birikimleri" (büyümeye 1,4 puanlık katkı) olduğu görülmektedir. 2014 yılının son çeyreğinde "özel sektör yatırım harcamaları" yıllık bazda %0,9 ile sınırlı bir artış kaydederek son çeyrekteki büyümeye 0,2 puan katkı sağlamıştır. Ancak yatırımlar makine – teçhizatın ziyade inşaat tarafına yapılmıştır.

Öncü niteliğindeki ekonomik güven göstergeleri iç talepte yılın ilk çeyreği için de olumlu bir görünüm sunmamaktadır. Tüketici güven endeksi Mart ayında aylık bazda %5,4 oranında düşerek son altı yılın en olumsuz performansını sergilemiştir. Mevsimsellikten arındırılmış reel kesim güven endeksi de Ocak 2014'ten bu yana en hızlı aylık düşüşünü kaydetmiştir. Ekonomik güven endeksi de 3 yılı aşkın bir sürenin en düşük seviyesinde gerçekleşmiştir. Seçimlerden sonra, yılın ikinci yarısında iç talebin ivmelenmesini beklemekteyiz. Zira 2014 yılının son çeyreğinde iç talep ivmesinde nispi bir toparlanma söz konusudur. Tüketici kredilerinde ise düşüş yönündeki hareketin kırıldığını gözlemlemekteyiz.

Dış talep tarafında ise görünüm 2014 yılı son çeyreğinde kötüleşmiştir. Yıllık bazda %3,4'lük artış ile 2014 senesinin en düşük "ihracat" artışı gerçekleşmiş ve büyümeye 0,9 puan ile önceki çeyreklere kıyasla daha düşük düzeyde katkı yapmıştır. Yılın son çeyreğinde gerçekleşen yüksek ithalat artışı neticesinde "net mal ve hizmet ihracatı" ilk üç çeyrekte verdiği katkıların ardından son çeyrekte büyümeden %0,4 puan çalmıştır.

2015 yılı ilk çeyreğinde reel sektöre gelen ihracat siparişleri sürekli bir bozulma eğilimi sergilemiştir. Açıklanan genişleme paketleri sonucunda iktisadi aktivitede sınırlı bir ilerleme kaydedebilen Avrupa ülkeleri ile petrol fiyatındaki düşüşler sonucu ticaret hadleri bozulan Kuzey Afrika – Orta Doğu Bölgesi ülkelerine yapılan ihracat hacimlerinin önemli ölçüde geriliyor olması yılın ilk çeyreğinde de net ihracatın büyümeye katkısının negatif olacağına işaret etmektedir. Bu gelişmeler ışığında, 2015 yılının ilk çeyreğinde büyümenin zayıf bir seyir izlediğini tahmin etmekteyiz. Ancak İran'a yönelik uygulanan uluslararası ambargonun Haziran sonunda kaldırılma olasılığının artması baskı altındaki dış talep görünümü adına önemli bir gelişme olabilir.

İthalat tarafında ise Ocak ayında yıllık bazda %13,7'lik düşüşü Şubat ayındaki %7,2'lik gerileme izlemiştir. Bu görünümde enerjinin önemi yüksektir; Eylül ayından bu yana yıllık bazda her ay artan bir hızla gerileyen enerji ithalatı Ocak ayında %24,5; Şubat ayında ise %22,9 düşmüştür. Ancak enerji faturasındaki bu gerilemeye karşılık Ocak ayında ham petrol ithalatının (bir yıl evveline kıyasla) yaklaşık 350 bin ton (%27,8), Şubat ayında ise 375 bin ton (%28,5) arttığını da belirtelim. Son altı ayda enerji ithalatı 3,7 milyar dolar gerilemiş olmasına rağmen ham petrol ithalatımız yaklaşık 1 milyar 236 bin ton artmıştır. Öte yandan, ithalattaki zayıflamanın sadece enerji kaynaklı olduğunu da savunmamaktayız. Aralık ayında yıllık bazda %1,4 artış gösteren altın ve enerji hariç ithalat Ocak ayında %9,2, Şubat ayında ise %1,8 gerilemiştir. "İthalden alınan KDV" gelirlerindeki önemli düşüşten hareketle bu yönde bir veri sürpriz olmamıştır.

Global Görünüm

FED beklenen faiz artırımını en erken Eylül ayı olacak şekilde öteledi.

FED'in para politikası kurulu (FOMC) Mart ayı toplantısında piyasa beklentileri ile uyumlu olarak ileriye yönelik yönlendirme politikası dahilinde son iki toplantıda kullandığı "sabırlı" sözcüğünü açıklama metninden çıkartmıştır. FOMC ilk faiz artırımının tarihi konusunda herhangi bir yönlendirmede bulunmazken bu artırımın Nisan ayında beklenmemesi gerektiğinin altını çizmiştir. Bundan böyle, FOMC üyeleri politika normalleşmesinin başlaması konusunda sadece gelen makro verilere göre hareket edecekleri için karar süreci daha esnek bir yapıya kavuşmuştur. Mart ayı itibarıyla aşağı yönlü revize edilen uzun vadeli işsizlik projeksiyonu ise piyasa oyuncuları şaşırtmıştır. Üyelerin, uzun vadeli büyüme beklentileri son projeksiyon döneminden Mart ayına mevcut [2,0 - 2,3] bandında sabit kalırken uzun vadeli işsizlik projeksiyonunun Aralık ayındaki %5,35 medyan değerinden Mart ayında %5,10 değerine indirilmesi fiyatlamalarda dalgalanma yaratmıştır. Açıklanan bu değer ile FED, son dönemde hızlı şekilde %5,5'e gerileyen işsizlik verilerine rağmen, işgücü piyasasındaki atılığın devam ettiğini ve işgücü piyasasında istenilen düzeye erişilememiş olduğunu kabul etmiştir. Manşet ve çekirdek enflasyon beklentilerinin 2015 yılı için aşağı yönde revize edilmesi beklentiler dahilinde olmuştur. 2015 ve 2016 yıllarında bu değerlerin uzun vadeli hedeflere yakınsıyor olması önemlidir. Bu durum, 2015 yılı fiyat seviyesi tahminlerindeki geri çekilmenin petrol başta olmak üzere emtia fiyatlarının ve kuvvetlenen dolar ile birlikte gerileyen ithal mali fiyatlarının "geçici" etkisine bağlanmaktadır. Faizlerin artmaya başlaması için ön koşul olarak görülen enflasyon dinamiğinin nasıl yukarı gideceği masa üzerindeki önemli sorulardan biridir.

FOMC üyeleri, faiz artırımını için (i) işgücü piyasasında "daha fazla" iyileşmeyi; (ii) enflasyonun %2,0'lik hedef yönünde hareket edeceğine ilişkin makul anlamda emin olunması gerektiğini vurgulamışlardır. Buradan hareketle de üyeler, 2015 yıl sonuna dair politika faizi beklentilerini Aralık ayındaki %1,125 medyan değerinden %0,625 medyan değerine indirmişlerdir. Faiz projeksiyonunda gerçekleşen 50 baz puanlık indirim ise piyasadaki ilk faiz artırım tarihine yönelik hakim görüşü (artırımların 25 baz puanlık dilimlerde gelmesi varsayımı altında) bu yılın Haziran ayından Eylül ayına ötelemiştir. Öte yandan 2016 ve 2017 yıl sonları için de faiz tahminleri 50 baz puan indirilmiş ve faiz artırım sürecinin oldukça yavaş ilerleyeceğine işaret edilmiştir. Bu revizyonlar FOMC ile piyasa fiyatlamaları arasındaki kopukluğun bir miktar piyasa yönüne kayarak kapanmasına sebebiyet vermiş, kısacası, piyasa FOMC'yi kendi doğrusuna doğru çekmiştir.

Öte yandan son dönemde güçlü bir görünüm sergileyen ABD tarım dışı istihdam artışı Mart ayında 126 bin kişi ile piyasa beklentisinin oldukça altında açıklanarak Aralık 2013'ten bu yana en zayıf performansını göstermiştir. Bu gelişme de FED'in faiz artırımını konusunda erken hareket etmeyeceği yönündeki görüşleri güçlendirmiştir.

Euro Bölgesi'nde Mart ayında tüketici fiyatları yıllık bazda %0,1 oranında düşüş kaydederek art arda dördüncü ayında da deflasyona işaret etmiştir. Avrupa Merkez Bankası (ECB), 3 Mart'ta gerçekleştirdiği toplantısında politika faiz oranında değişiklik yapmamıştır. Toplantı sonrasında ECB Başkanı Mario Draghi yaptığı açıklamada, 'devlet tahvili alımları'na 9 Mart itibarıyla başlanacağını duyurmuştur. Bu kapsamda ECB, 9 Mart - 27 Mart döneminde piyasadan toplam 41 milyar Euro tutarında devlet tahvili almıştır. ECB, Ekim 2014'te başlattığı 'teminatlı tahvil alım programı' kapsamında 27 Mart itibarıyla toplam 62,9 milyar Euro, Kasım ayında başladığı 'varlığa dayalı menkul kıymet alım programı' kapsamında ise 4,6 milyar Euro tutarında alım yapmıştır. ECB bahse konu üç kanal aracılığıyla ayda 60 milyar Euro tutarında alım gerçekleştireceğini belirtmişti. ECB'nin varlık alım programına devlet tahvillerini de dahil etmesi, Euro Alanı genelinde tahvil faizlerindeki gerilemenin sürmesinde etkili olmaktadır.

Yurtiçi Piyasalar

Mart ayında USD/TL kur rekoru yenilendi.

2014 yıl sonundan bu yana gelişmekte olan ülke kurları üzerinde devam eden baskı Şubat ve Mart aylarında yükselmiştir. İki temel kuvvet bu gelişimde belirleyici olmuştur. Parasal genişlemeye giden Avrupa Merkez Bankası'nın büyüteceği bilanço ve Yunanistan'ın kreditorleriyle tekrar masaya oturmasının yarattığı belirsizlik Euro'nun ABD Doları karşısındaki değer kaybının artmasına sebebiyet vermiştir. ABD Merkez Bankası verilerine göre, 2014 yıl sonundan 31 Mart tarihine kadar geçen sürede ABD Doları Euro karşısında yaklaşık %12,0 değer kazanırken, aynı dönemde ABD ticari ortaklarının para birimleri endeksi karşı dolarda %7,8'lik bir değerlenme gerçekleşmiştir. Başta Ocak ve Şubat aylarına dair açıklanan tarım dışı istihdam rakamları olmak üzere ABD ekonomisine dair kuvvetli makro-iktisadi veriler ile birlikte Amerikan Merkez Bankası'nın (FED) para politikasında normalleşme sürecini öteleyeceği yönündeki beklentiler karşılık bulamamıştır. Bunun sonucunda özellikle özel sektör döviz açık pozisyonu ve cari açık finansman ihtiyacı yüksek olan ve aralarında Türkiye'nin de bulunduğu gelişmekte olan ülke varlıkları üzerindeki satış baskısı artmıştır.

TCMB, 10 Mart tarihinde uzun vadeli dış borçlanmayı teşvik etmek amacıyla iki yıla kadar vadeli YP mevduat dışı yükümlülüklerin zorunlu karşılık (ZK) oranlarını artırdığını açıklamıştır. Yeni düzenleme ile hâlihazırda %12,7 olan YP efektif ZK oranının %13,1 olacağını belirten TCMB, bu çerçevede rezervlerine yaklaşık 1,3 milyar USD tutarında döviz ilave etmiştir. Ayrıca, TCMB ZK oranlarındaki düzenlemeler neticesinde finansal kesimde oluşacak geçici döviz likiditesi ihtiyacının karşılanmasına yönelik olarak TL zorunlu karşılıkların döviz cinsinden tutulma imkanına ilişkin rezerv opsiyon katsayılarında (ROK) da yeni düzenlemelere gitmiştir. Bu düzenlemeyle birlikte TCMB'nin rezervlerinden yaklaşık 1,5 milyar USD tutarında döviz likiditesinin serbest kalacağı öngörülmektedir.

Yurtiçi piyasalar, özellikle Mart ayının ikinci haftasında küresel piyasalardan olumsuz yönde ayrılmıştır. Şubat ayını 84 bin puanın üzerinde tamamlayan BİST-100 endeksi, 13 Mart'ta 76.642 puan ile son 5 ayın en düşük seviyesine gerilemiştir. Şubat ayını 2,4786 seviyesinden kapatan USD/TL kuru, yukarı yönlü seyrini Mart ayının ilk iki haftasında da sürdürmüştür. USD/TL kuru 13 Mart'ta 2,6481 ile tarihi yüksek seviyesini görmüştür. Bu gelişimde, TCMB'nin para politikalarına yönelik eleştiriler etkili olurken, izleyen dönemde tansiyonun düşmesi ve yatırımcıların düşük seviyelerden gelen tepki alımları piyasalara olumlu yansımıştır. Global piyasalarda devam eden kur kaynaklı belirsizlik ortamı altında, 17 Mart tarihli TCMB Para Politikası Kurulu (PPK) toplantısında faizlerde herhangi bir değişikliğe gidilmemiştir. Şubat ayı karar metninin aksine "çekirdek enflasyondaki düşüş devam edecektir" ibaresinin Mart ayında çıkartılmış olması, enflasyon görünümünde bozulma olduğunun bir göstergesi olarak algılanmıştır. Bu bozulmanın temel sebebi gıda fiyatlarının (özellikle de yaş sebze / meyve) beklenildiği gibi tarihi ortalamasına yakınsamaması ve artan sepet kurun geçişkenlik etkisi ile önümüzdeki dönemde enflasyonu bir miktar yükseltecek olmasıydı. TCMB Beklenti Anketi'ne göre piyasalar TÜFE'nin Mart ayında %0,69 artış kaydetmesini beklemekteydi. Ancak Mart ayı TÜFE'si bir önceki aya göre piyasa beklentisinin üzerinde %1,19 olarak gerçekleşmiştir. Aynı dönem için yurt içi ÜFE (Yİ-ÜFE) de %1,05 oranında artış kaydetmiştir. Aylık bu denli yüksek bir hareket neticesinde TÜFE'de yıllık bazda artış Mart ayında da devam etti ve %7,61 seviyesinde gerçekleşmiştir. Yİ-ÜFE'deki yıllık artış ise baz etkisinin zayıflaması nedeniyle bir miktar hız kazanmış ve %3,41 düzeyine ulaşmıştır.

18 Mart'ta sona eren FED toplantısının ardından yapılan açıklamaların ABD'de faiz artırım sürecinin tedrici bir şekilde gerçekleştirileceğine dair beklentileri desteklemesi yatırımcıların tekrar yüksek getirili varlıklara yönelmesinde etkili olmuştur. İzleyen dönemde kayıplarının bir kısmını telafi eden borsa endeksi, 31 Mart itibarıyla 80 bin puanın üzerine çıkmıştır. FED toplantısı sonrasında ABD dolarının küresel piyasalarda değer kaybetmesi ve içeride de para politikasına dair endişelerin bir miktar azalması TL'ye destek sağlamıştır. 31 Mart itibarıyla USD/TL kuru 2,6102 seviyesinde gerçekleşmiştir. Mart ayı başında %8,39 düzeyinde olan 2 yıllık gösterge tahvilin bileşik faiz oranı, bozulan risk algısı paralelinde artış eğilimini Mart ayında da sürdürdü ve ay sonunda faiz düzeyi %8,77'ye gelmiştir.

MAKROEKONOMİK GÖSTERGE TAHMİNLERİ	2010	2011	2012	2013	2014 Beklentileri	2015 Beklentileri
GSYİH (Milyar TL)	1.099	1.298	1.417	1.567	1.750	1.923
GSYİH (Milyar ABD Doları)	732	774	786	823	800	806
Büyüme Oranı (%)	%9,2	%8,8	%2,1	%4,2	%2,9	%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	-45.8	-36.2
Cari İşlemler Dengesi/GSYİH (%)	-%6,2	-%9,7	-%6,2	-%7,9	-%5,7	-%4,5
Faiz (Gösterge. Bileşik. Yıl Sonu) (%)	%7,10	%11,04	%6,16	%10,03	%7,97	%8,00
Politika Faizi (%)	%6,50	%5,75	%5,50	%4,50	%8,25	%7,25
Marjinal Gecelik Fonlama Faizi (%)	%9,00	%12,50	%9,00	%7,75	%11,25	%9,25
BİST-100	66.004	51.267	78.208	67.802	85.721	97.200
ABD Doları/TL (Ortalama)	1.5008	1.6790	1.8011	1.9054	2.1927	2.38
ABD Doları/TL (Yıl Sonu)	1.5535	1.9157	1.7912	2.1381	2.3230	2.42
Euro/ABD Doları (Yıl Sonu)	1.34	1.30	1.32	1.38	1.21	1.15

2015 yılına dair İş Portföy Yönetimi A.Ş. tahminleridir.

Makroekonomik Göstergeler					
Büyüme	Dönemi	2013	2014	2015	
GSYİH (Yıllık Birikimli, Milyar ABD Doları)	4. Çeyrek	823.0	800.1	-	
Büyüme Oranı (Yıllık)	4. Çeyrek	%4,6	%2,6	-	
Üretim Göstergeleri	Dönemi	2013	2014	2015	
Sanayi Üretimi (Takvim Etkisinden Arındırılmış)	Şubat	%2,5	%3,5	-%2,8	
Kapasite Kullanımı (Mevsimsellikten Arındırılmış)	Mart	%74,2	%74,5	%73,9	
İşsizlik Oranı (Mevsimsellikten Arındırılmış)	Aralık	%9,1	%10,4	-	
Fiyat Göstergeleri (Yıllık)	Dönemi	2013	2014	2015	
TÜFE Enflasyonu	Mart	%7,29	%8,39	%7,61	
ÜFE Enflasyonu	Mart	%2,30	%12,31	%3,41	
Çekirdek Enflasyon	Mart	%5,80	%9,32	%7,10	
Bütçe Göstergeleri (Milyar TL)	Dönemi	2013	2014	2015	
Harcamalar	Ocak-Şubat	64.9	68.8	78.9	
Gelirler	Ocak-Şubat	69.4	72.3	80.3	
Faiz Dışı Denge	Ocak-Şubat	4.5	3.6	1.4	
Bütçe Dengesi	Ocak-Şubat	14.7	11.9	13.3	
Dış Denge (Milyar ABD Doları)	Dönemi	2013	2014	2015	
İhracat	Ocak-Şubat	23.9	25.5	24.6	
İthalat	Ocak-Şubat	38.2	37.5	33.6	
Dış Ticaret Dengesi	Ocak-Şubat	-14.3	-12.1	-9.0	
Cari İşlemler Dengesi	Ocak	-5.8	-5.0	-2.0	

Bu raporda yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum ve istatistiki 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 istatistiki 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 (%) 27/02/2015 - 31/03/2015 (*)	Yılbaşından Beri Değişim (%) 31/12/2014 - 31/03/2015 (*)	Yıllık Değişim (%) 31/03/2014 - 31/03/2015 (*)
Likit Fon (HEP)	%0,69	%2,07	%8,61
Kamu Borçlanma Standart Fonu (HEK)	%0,31	%0,26	%10,95
Kamu Dış Borçlanma Fonu (HED)	%1,87	%6,94	%16,91
Esnek Fon (HEB)	-%1,14	-%1,22	%12,73
Hisse Senedi Fonu (HES)	-%3,80	-%4,35	%19,16
Katkı Fonu (HET)	%0,38	%0,40	%12,93
Alternatif Esnek Fon (HEE)	-%0,70	%0,09	%11,08
Alternatif Katkı Fonu (HER)	%0,16	%1,66	%12,83
Altın Fonu (HEA)	%1,64	%9,57	%8,35

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