

## FON BÜLTENİ - TEMMUZ 2015

### Makro Bakış

#### Büyüme ilk çeyrekte beklentileri aştı ancak aşağı riskler devam ediyor.

Türkiye ekonomisi 2015 yılının ilk çeyreğinde yıllık bazda %2,3 oranında büyüme kaydederek %1,7 olan piyasa beklentisini aşan bir performans sergilemiştir. Takvim etkilerinden arındırıldığında, GSYH 2015 yılının ilk çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre %2,4 oranında büyümüştür. Mevsim ve takvim etkilerinden arındırıldığında ise GSYH bir önceki çeyreğe göre %1,3 yıllıklandırılmış, %5,3 büyüyerek kuvvetli bir görünüm çizmiştir. Yıllık birikimli bakıldığında büyüme %2,3 olmuştur.

2014 yılının ilk çeyreğindeki hızlı büyümenin ardından ortalama büyüme %2 - %2,5 bandına çekilmiş, zayıf iç ve dış talep bu yavaşlamada etkili olmuştur. Bu yılın başında büyümeye ilişkin ilk çeyrek beklentileri daha karamsar bir görünüme işaret etse de hanehalkı tüketimi ve özel sektör yatırımları kuvvetli bir toparlama göstererek sürpriz yapmıştır. İç talepte harcamalar tarafındaki artışa bakarsak otomobil, dayanıklı tüketim ve konut sektörü önemli katkı yaparken genele yayılan bir görüntü çizmemiştir. Döviz kurundaki hareketin devam edeceği beklentisi talebin bir miktar öne çekilmesine neden olmuş olabilir. Nitekim tüketici güveni hala düşük seviyelerde seyretmektedir. Önümüzdeki dönemde, seçim sonrası ortaya çıkan politik belirsizlik ortamının uzaması halinde zayıf seyreden tüketici güveni daha da zedelenerek ve büyüme dinamiği yılın ikinci yarısında öngördüğümüz patikasından uzaklaşacaktır. Seçim sonrası oluşacak kuvvetli bir koalisyon durumunda ise ekonomide beklentileri aşan kuvvette bir büyüme trendi mümkündür.

Yılın ilk çeyreğinde %4,5 büyüyen hanehalkı tüketimi milli gelir büyümesine 3,0 puanlık katkı yapmıştır. Bu çeyrekte gelen rakam ise 2013 yılının son çeyreğinden itibaren görülen en hızlı büyümedir. Harcama gruplarının niteliği bu gibi talep yönlü bir büyümenin sürdürülebilir olduğuna yönelik soru işaretleri taşımaktadır. Tüketici kredilerinde ve kredi kartlarının hacim artışlarının ılımlı seyrettiği düşünülürse iç talepteki büyümenin önümüzdeki çeyreklerde daha düşük seviyelere çekilmesi muhtemeldir. Ayrıca seçim sonrası oluşan belirsizliklerin uzaması tüketici güveni üzerinde olumsuz etki yapabilir. %2,9 olan 2014 yılı büyümesine 0,5 puanlık katkı yapmış olan "kamu harcamaları" ise yılın ilk çeyreğinde %2,5 artarak büyüme 0,3 puanlık katkı sağlamıştır.

Özel yatırım harcamalarında yılın son çeyreğinde başlayan toparlanma devam etmekle birlikte büyüme hızı hala beklentilerin altında seyretmektedir. 2014 yılı genelinde özel sektör inşaat yatırımları büyümeye katkı yaparken makine ve teçhizat yatırımları büyümeyi aşağıya çekmişti. 2015 yılı ilk çeyreğinde özel sektör yatırım harcamaları %1,9 yükselirken yatırımlardaki artış makine - teçhizat üzerinden gelmiştir. Özel sektör makine teçhizat yatırımı %3,7 büyürken, inşaat yatırımları %1,4 gerilemiştir. Bu dönemde kamu yatırım harcamalarının yıllık bazda %10,2 oranında gerilemesi toplam yatırımların büyümeye katkı yapamamasına neden olmuştur. Avrupa bölgesinde başlayan ılımlı toparlanma yatırımlar üzerinde destekleyici olmakla birlikte, seçim sonrası oluşan belirsizliğin uzaması ihtimali reel sektör güvenini zedeleyebilir. Nitekim Haziran ayı reel kesim güven endeksi verileri ilk çeyrekteki toparlanmanın ardından zayıflığa işaret etmektedir.

2014 yılının ilk üç çeyreğinde büyümeyi şekillendiren dış dengelenme hareketi 2014 yılının dördüncü çeyreğinde son bulmuştu. Zayıf dış talep ve ihracat pazarlarındaki sorunlar nedeniyle yıllık bazda %0,3 gerileyen ihracat, iç talepteki gelişmeye bağlı olarak ithalattaki %4,1'lik artış ile birleşince net ihracat kaleminde süregelen bozulma 2015 yılı ilk çeyreğinde daha ciddi bir hale gelmiş ve büyümeyi ilk çeyrekte 1,2 puan aşağıya çekmiştir. MENA bölgesine yönelik ihracattaki sert düşüşe karşın Euro Bölgesi'ndeki toparlanmanın önümüzdeki çeyreklerde ihracata destek vermesi beklenmektedir.

Haziran ayında tüketici fiyatları, beklentilerin üzerinde %0,51 gerileyerek yıllık enflasyonu %7,2'ye düşürmüştür. Yurtiçi üretici fiyatları ise Haziran ayında %0,25 artmış ve endeksin yıllık artışını bu senenin en yüksek değeri olan %6,73'e çıkarmıştır. Mayıs ayının ardından Haziran ayında da gıda fiyatları beklentilerin üzerinde %3 düşerek manşet enflasyondaki düşüşün ana nedeni olmuştur. Hava koşullarının normale dönmesinin gıda fiyatları üzerindeki pozitif etkisi görülmektedir. Nisan ayında %14'ün üzerinde seyreden yıllık gıda fiyat artışı Haziran ayında %9,2'ye gerilemiştir. Gıda fiyatları ile beraber hareket eden otel restoran kaleminde ise yüksek seyir devam etmektedir. Bu grupta yıllık fiyat artışı %13,6 ile yükselmeye devam etmiştir. Gıda fiyatlarının bu seviyelerde istikrar kazanması durumunda bu grupta da önümüzdeki aylarda iyileşme görülebileceğini düşünüyoruz. Bu ay en fazla fiyat artışı %2,6 ile eğlence-kültür ürün grubunda görülmüştür. İlgili ürün grubunda paket turlarda görülen %19,2'lik fiyat artışı belirleyici olmuştur. Buradaki artış kur geçişkenliğinin hala büyük tehditlerden biri olmaya devam ettiğini göstermektedir. Giyim grubu mevsimsel değerlere göre fazla düşerek zayıflayan talebe ilişkin sinyal vermektedir. Çekirdek enflasyon ise %7,5 ile yıllık bazda yatay kalarak iyileşme göstermemiştir. Merkez Bankası'nın yakından takip ettiği üç aylık ortalamalara göre momentum (ivme) göstergesi de hala yüksek seyretmeye devam etmektedir. Yılın başından bu yana gıda ve TL'deki zayıflık fiyat artışları üzerinde etkili olmaktadır. Gıda fiyatları normale dönmeye başlarken, TL'deki zayıflık enflasyon üzerinde risk oluşturmaya devam etmektedir. Bu açıdan Merkez Bankası'nın sıkı duruşunu koruyacağı tahmin edilmektedir.

### Global Görünüm

#### ABD'de iç tüketim ivme kazanırken enflasyon tarafı sakin...

ABD ilk çeyrek büyüme verisi beklentiler dahilinde -%0,7 seviyesinden -%0,2 seviyesine revize edilirken iç talebin kuvvetlendiğine dair sinyaller vermiştir. Özel tüketim vergisinin %1,8'den %2,1'e revize edilmesi buradaki canlılığı ortaya koymaktadır. İlk çeyrekte özel tüketim büyümeye %1,4 puan katkı bulunmuştur. İthalat kalemi %7,1 büyürken ihracat %5,8 oranında daralmış ve net ihracat kalemi büyümeyi %1,9 puan çalmıştır. Liman grevi, zayıf dış talep ve değerli dolar net ihracattaki bozulmanın temel nedenleri olarak durmaktadır. Yatırım tarafı yukarı revizyonlara karşın ilk çeyrekte %0,3 daralmıştır. Özellikle petrol fiyatlarındaki düşüşe bağlı olarak enerji sektörünün yatırımları aşağıya çektiği görülmektedir. Petrol fiyatlarının istikrar kazanması ise önümüzdeki dönem yatırım tarafı için olumludur. Öte yandan son açıklanan yatırıma ilişkin veriler buradaki toparlanmanın hala sınırlı düzeyde gerçekleştiğini göstermektedir. Stoklar ise büyümeye %0,5 puan katkı yaparken gelecek dönem üretim verisi açısından olumsuz sinyal vermiştir. Mayıs ayı dayanıklı tüketim verisi stoklarda azalmayı ortaya koyarken ikinci çeyrek büyümesini aşağıya çekmesi beklenmektedir.

İkinci çeyreğe ilişkin ABD verileri ise tüketim tarafının ivme kazandığını göstermektedir. Tüketim kaleminin büyümede önemli yer tuttuğu düşünülürse Fed'in bu yıl içerisinde faiz artırımını desteklemektedir. Kişisel tüketim harcamaları Mayıs ayında %0,9 artarken istihdam piyasasında görülen toparlanmanın ve petrol fiyatlarındaki düşüşün etkisini göstermeye başladığı görülmektedir. Çeyreklik ortalama yıllıklandırılmış veri %3'e yaklaşmıştır. Yılın ilk çeyreğinde kişisel tüketim harcamaları %2,1 artmıştı. Öte yandan, yeni konut satışları son yedi yılın en yüksek seviyesinde gelirken toparlanma işaretleri göstermiştir. Fed buradaki zayıflığa uzun süre dikkat çekerken son FOMC toplantısında konut sektöründe bir miktar toparlanma görüldüğüne vurgu yapmıştı. Ancak toparlanmaya karşın buradaki satış rakamlarının hala düşük seviyelerde seyrettiği unutulmamalıdır.

Sonuç olarak, son veriler ekonomideki toparlanmanın devam ettiğini gösterirken Fed'i faiz artırımına da yaklaştırmaktadır. Ancak Fed'in politika kararlarında baz aldığı çekirdek PCE'deki artış %1,2 ile %2'lik hedefin uzağında seyretmesi Fed'i faiz artırımında yavaş olmaya yöneltecektir. Veriler sonrasında piyasa tepkisine bakacak olursak 2016 yılı Fed vadeli kontratları faiz beklentilerini Fed'e göre daha düşük fiyatlamaya devam etmektedir. Fed toplantısı sonrasında %1 seviyesine yaklaşan 2016 piyasa faiz beklentileri olumlu verilerin ardından %1,11'e yükselmiştir. Ancak, hala Fed'in 2016 yılı için %1,6 tahmin seviyesinin altındadır.

Yunanistan ile Euro Grup arasında yürütülen görüşmelerin anlaşma ile sonuçlanmaması durumu çıkmaza sokmuştur. Yunanistan Euro grup tarafından önerilen yeni anlaşmanın koşullarını referanduma götürme kararı almıştır. ECB'nin Acil Durum Likidite Yardımı'na (ELA) devam etme kararı alırken referandum sonucu ve ECB'nin ELA konusundaki tavrı piyasalar tarafından yakından takip edilecektir. Yunanistan'ın özellikle Euro'dan çıkış ihtimali üzerine yaşanabilecek gelişmeler risk algısının yükselmesine neden olabilir. Yunanistan konusunun bir miktar daha gündemde kalması beklenmekle birlikte 2011 yılı ile karşılaştırıldığında çevre ülkelere bulaşma etkisi daha sınırlıdır. Avrupa bölgesinin ılımlı toparlanma sürecine girmesi, düşük faiz seviyeleri ve bol likidite piyasa etkisini sınırlamaktadır. Avrupa Bankaları'nın Yunanistan'a yönelik pozisyonlarını son yıllarda azaltması piyasa riskini azaltan bir diğer faktördür. Öte yandan Çin ekonomisine yönelik endişeler devam ederken düşen enflasyon ve zayıflayan ekonomik aktiviteye bağlı olarak faiz ve rezerv karşılık oranlarında indirim devam etmektedir. Bu ay yurtdışı tarafta global piyasalarda ABD'den gelecek veriler, Yunanistan ile ilgili gelişmeler ve İran nükleer görüşmeleri takip edilecektir.

## Yurtiçi Piyasalar

### Haziran ayında piyasalarda dalga boyu arttı.

Türk finansal piyasaları Haziran başında yapılan genel seçim sonuçları ve hükümet kurulmasına yönelik beklentiler ile yön bulmuştur. Seçim sonrasında hiçbir parti tek başına iktidar olma şansı elde edemezken, koalisyon hükümetinin kurulup kurulamayacağına yönelik oluşan belirsizlik Türk Lirası cinsi varlıklarda dalgalanmaların boyutunun artmasına neden olmuştur. Fed faiz toplantısı ve Yunanistan sorunu piyasaların seyrinde belirleyici olan diğer gelişmeler olarak ön plana çıkmaktadır.

Seçim sonuçlarının belirsizliğe işaret etmesi piyasalarda ilk etapta sert satışların görülmesine neden olmuştur. Ülke risk primini gösteren CDS'ler yaklaşık 30 puan yükselerek bu yılın en yüksek seviyesine gelirken BİST 100 endeksi 75.000 seviyelerine 2 yıllık gösterge faiz ise %10,40 seviyelerine kadar yükselmiştir.

T.C. Merkez Bankası Para Politikası Kurulu, Haziran ayı toplantısında beklentilere paralel faizlerde değişikliğe gitmezken politika faiz oranı olan 1 hafta vadeli repo ihale faiz oranını %7,5'te bırakmış, faiz koridorunun alt ve üst bantlarında değişikliğe gitmemiştir. Mayıs ayında gıda fiyatlarında görülen yumuşama Haziran ayı PPK metni içerisinde yer bulurken, gıda fiyatlarında görülen kısmi düzelme ile enflasyonun düşeceğinin öngörülmekte olduğu belirtilmiştir. Döviz kuru hareketlerindeki oynaklık sebebiyle kur geçişkenliğinin çekirdek enflasyondaki iyileşmeyi geciktirdiği vurgulanmıştır. Bankanın döviz kurlarındaki hareketliliğe vurgu yapması ve temkinli duruşunu koruyacağını belirtmesi TL'nin seyri açısından destekleyicidir.

Haziran ayı başından ayına 2,6620 seviyesinden başlayan USD/TL kuru, 2,81 seviyelerine kadar yükselirken ayı %0,7 sınırlı kayıpla 2,6810 seviyesinden kapamıştır. Kur ay içerisinde 2,65 seviyelerine kadar gerilese de Yunanistan gerginliği kazançların geri verilmesine neden olmuştur.

Haziran ayına 82.981 puan seviyesinde başlayan BİST-100 endeksi, seçim sonrasında sert gerileme ile 75.268'e kadar düşerken bu yılın en düşük seviyesini görmüştür. Endeks, seçim sonrasında koalisyon kurulmasına yönelik beklentilerin artması ve Fed'den gelen mesajlar ile toparlanmış, 85.000 seviyelerine yaklaşıp da Yunanistan endişeleri ile gelen satışlar ile ayı 82.249'dan kapamıştır. Öte yandan BİST 100 endeksi seçim sonrası oluşan belirsizliklere bağlı olarak yüksek oranda dalgalanmasına ve ayı %0,88'lik kayıpla tamamlamasına karşın benzer ülkelere göre daha olumlu bir performans göstermiştir.

Haziran ayında bono faizleri de ayı düşüşler ile tamamlamıştır. Ay içerisinde %10,40 ile bu yılın en yüksek düzeyine çıkan 2 yıllık gösterge tahvilin faiz oranı, Fed toplantısı ardından gelen göreceli olarak iyimser mesajlar ve ihale takviminin atlatılmış olması ile ayı %9,75 seviyesinde tamamlamıştır.

MAKROEKONOMİK GÖSTERGE TAHMİNLERİ	2010	2011	2012	2013	2014	2015 Beklentileri
GSYİH (Milyar TL)	1.099	1.298	1.417	1.567	1.750	1.940
GSYİH (Milyar ABD Doları)	732	774	786	823	800	742
Büyüme Oranı (%)	%9,2	%8,8	%2,1	%4,2	%2,9	%3,3
TÜFE Enflasyonu (Yıllık) (%)	%6,4	%10,4	%6,2	%7,4	%8,2	%7,3
İhracat (f.o.b., Milyar ABD Doları)	113.9	134.9	152.5	151.8	157.7	165.2
İthalat (c.i.f., Milyar ABD Doları)	185.5	240.8	236.5	-251.7	-242.2	-237.4
Dış Ticaret Dengesi (Milyar ABD Doları)	-71.7	-105.9	-84.1	-99.9	-84.5	-72.2
Cari İşlemler Dengesi (Milyar ABD Doları)	-45.4	-75.1	-48.5	-65.0	-46.4	-35.2
Cari İşlemler Dengesi/GSYİH (%)	-%6,2	-%9,7	-%6,2	-%7,9	-%5,8	-%4,7
Faiz (Gösterge. Bileşik. Yıl Sonu) (%)	%7,10	%11,04	%6,16	%10,03	%7,97	%9,00
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	%10,50
BİST-100	66.004	51.267	78.208	67.802	85.721	94.500
ABD Doları/TL (Ortalama)	1.5008	1.6790	1.8011	1.9054	2.1927	2.61
ABD Doları/TL (Yıl Sonu)	1.5535	1.9157	1.7912	2.1381	2.3230	2.67
Euro/ABD Doları (Yıl Sonu)	1.34	1.30	1.32	1.38	1.21	1.05

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

Makroekonomik Göstergeler			
Büyüme	Dönemi	2014	2015
GSYİH (Yıllık Birikimli, Milyar ABD Doları)	1. Çeyrek	813.6	796.2
Büyüme Oranı (Yıllık)	1. Çeyrek	%4,9	%2,3
Üretim Göstergeleri	Dönemi	2014	2015
Sanayi Üretimi (12 Aylık Ortalama)	Nisan	%4,1	%2,5
Kapasite Kullanımı (Mevsimsellikten Arındırılmış)	Haziran	%74,6	%74,5
İşsizlik Oranı (Mevsimsellikten Arındırılmış)	Mart	%9,2	%10,0
Fiyat Göstergeleri (Yıllık)	Dönemi	2014	2015
TÜFE Enflasyonu	Haziran	%9,16	%7,20
ÜFE Enflasyonu	Haziran	%9,75	%6,73
Çekirdek Enflasyon	Haziran	%9,65	%7,51
Bütçe Göstergeleri (Milyar TL)	Dönemi	2014	2015
Gelirler	Ocak-Mayıs	175.9	197.9
Harcamalar	Ocak-Mayıs	178.7	200.3
Faiz Dışı Denge	Ocak-Mayıs	22.1	25.6
Bütçe Dengesi	Ocak-Mayıs	-2.8	-2.4
Dış Denge (Milyar ABD Doları)	Dönemi	2014	2015
İhracat	Mayıs	156.3	152.0
İthalat	Mayıs	245.8	231.7
Dış Ticaret Dengesi	Mayıs	-89.6	-79.7
Cari İşlemler Dengesi	Nisan	-56.8	-44.3

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 (%) 29/05/2015 - 30/06/2015 (*)	Yılbaşından İtibaren Değişim (%) 31/12/2014 - 30/06/2015 (*)	Yıllık Değişim (%) 30/06/2014 - 30/06/2015 (*)
Likit Fon (HEP)	%0,73	%4,33	%8,57
Kamu Borçlanma Standart Fonu (HEK)	%0,20	-%0,44	%4,85
Kamu Dış Borçlanma Fonu (HED)	%0,05	%9,89	%18,32
Esnek Fon (HEB)	-%0,58	-%1,49	%5,17
Hisse Senedi Fonu (HES)	-%1,60	-%2,46	%6,96
Katkı Fonu (HET)	%0,30	-%0,01	%5,96
Alternatif Esnek Fon (HEE)	%0,15	%3,01	%9,81
Alternatif Katkı Fonu (HER)	%0,52	%4,43	%8,90
Altın Fonu (HEA)	-%0,33	%11,58	%10,76

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