

FON BÜLTENİ - AĞUSTOS 2015

Makro Bakış

Merkez Bankası enflasyon konusunda iyimser olmaya devam ediyor.

Merkez Bankası bu yılın 3. enflasyon raporunu yayımlarken 2015 yıl sonu enflasyon beklentisi, Nisan raporundaki %6,8'den %6,9'a revize edilmiştir. 2016 yıl sonu enflasyon hedefi %5,5 seviyesinde sabit bırakılmıştır. Türk Lira'sında meydana gelen değer kaybı Merkez Bankası enflasyon tahmininin yukarı revize edilmesinde temel etken olarak durmaktadır. Kur geçişkenliği ile oluşan yukarı yönlü revizyon düşük petrol ve gıda fiyat beklentileri ile dengelenmiştir. Banka, petrol fiyatı beklentisini 2015 yılı geneli için %2, 2016 yılı için %6'ya yakın bir oranda aşağıya çekerken, 2015 yıl sonu gıda enflasyonu beklentisini %9'dan %8'e revize etmiştir. %9 gıda enflasyonu varsayımı altında 2015 yılı sonunda enflasyonun %7,3 seviyesinde olmasını beklemekteyiz. Ancak kurdaki zayıflığın devam etmesi enflasyon beklentimiz üzerinde yukarı yönlü risk yaratabilecektir. Merkez Bankası Başkanı Erdem Başçı'nın enflasyon görünümünde belirgin bir iyileşme sağlanana kadar para politikasında temkinli duruşun korunacağını vurgulaması TL üzerindeki baskının arttığı bir ortamda olumludur. Merkez Bankası Haziran ayının ortasından itibaren sıkı likidite politikasını korumaktadır.

Enflasyon raporu Merkez Bankası Başkanı Erdem Başçı'nın para politikasına ilişkin sürpriz açıklamaları ile beklentilerin ötesinde anlam kazanmıştır. Başçı, Fed'in yaklaşan faiz artırımına Ağustos ayında teknik bir raporla açıklama yapılarak önlem alınacağını ve para politikasında kademeli olarak sadeleşmeye gidileceğini belirtmiştir. Başkan Erdem Başçı, geniş faiz koridoruna olan ihtiyacın azalacağını ve tek bir faiz aracı kullanılabileceğini açıklamıştır. Para politikasında kademeli olarak sadeleşmeye gidileceğinin belirtilmesini piyasa açısından olumlu değerlendiriyoruz. Geniş faiz koridoru uygulamasının sonlandırılması para politikasının piyasa tarafından daha kolay anlaşılır hale gelmesini sağlayacaktır. Mevcut para politikası uluslararası kuruluşlar ve yabancı yatırımcılar tarafından karmaşık bulunmakta ve sıkça eleştirilmekteydi. Belirlenecek faiz seviyesi önemli olmakla birlikte Merkez Bankası'nın dalgalı piyasa koşullarının hakim olduğu bu dönemde bu geçiş aşamalı gerçekleştirmesi beklenmektedir. Hâlihazırda ağırlıklı fonlama maliyeti %8,5 seviyesine yakın seyrederken tek faizin bu seviyenin üzerinde bir seviyede oluşması muhtemeldir.

Temmuz ayında tüketici fiyatları, beklentiler çerçevesinde %0,09 artarken, yıllık enflasyon %6,8'e gerilemiştir. Gıda fiyatları ve olumlu baz etkisi enflasyon düşüşünde etkili olurken manşet enflasyon Mayıs 2013'ten itibaren ilk defa %7 seviyesinin altına gerilemiştir. Bu yıl içerisinde hızlı artış gösteren yurtiçi üretici fiyatları ise Temmuz ayında %0,3 ile ilk defa gerilemiş ve yıllık değer %5,6 seviyesine düşmesini sağlamıştır. Mayıs ayından itibaren %6 oranında gerileyen gıda fiyatları et fiyatlarındaki yükselişin etkisiyle Temmuz ayında %0,23 artarken ılımlı görüntüsünü korumaktadır. Gıda ve içecek grubunda yıllık bazda fiyat artışı %9,2 ile yatay seyretmiştir. Gıda fiyatlarında ılımlı seyre karşın otel restoran kaleminde katılık devam etmektedir. Aylık bazda %1,2'lik artışla bu grupta yıllık fiyat artışı %13,8 seviyesine yükselmiştir. Bu ay en fazla fiyat artışı %1,6 ile mobilya ve ev eşyası grubunda gerçekleşmiştir. Ev aletlerinde %1,9'luk aylık artış meydana gelirken yıllık artış %10,3'e ulaşmıştır. Bu rakam Kasım 2008'den beri görülen en yüksek seviyedir. Buradaki artış kur geçişkenliğinin enflasyon üzerinde tehdit oluşturmaya devam ettiğini göstermektedir. Kur artışlarına duyarlı olan araç alımları kalemi aylık bazda %1,2 artarak kur etkisini gösteren bir diğer kalem olmuştur. Giyim grubu mevsimsel değerlere göre fazla düşerek zayıflayan talebe ilişkin sinyal vermeye devam etmektedir. Giyim fiyatları aylık bazda %5 gerilerken yıllık artış %4,1 olmuştur. Bu rakam Kasım 2010'dan beri en düşük seviyeye işaret etmektedir. Çekirdek enflasyon ise iki aylık yükselişin ardından %7,3'e gerilemiştir. Merkez Bankası'nın yakından takip ettiği üç aylık ortalamalara göre momentum göstergesinde iyileşme görülmekle birlikte yüksek seyretmeye devam etmektedir. Zayıf ekonomik aktivite göz önüne alındığında TL'deki zayıflık enflasyon üzerinde risk teşkil eden temel unsur olarak durmaktadır. Bu açıdan Merkez Bankası'nın para politikasında sıkı duruşunu korumasını bekliyoruz.

Büyüme tarafında ise riskler aşağı yönlü durmaktadır. Tüketim ve üretim tarafında öncü sinyaller yavaşlamaya işaret etmektedir. İlk çeyrekte iç tüketimde kuvvetli bir toparlanma görülmüş, hane halkı tüketim harcamaları %4,5 büyümüştür. Tüketici güvenindeki değişime baktığımız zaman ilk çeyrekte görülen güçlü seyrin devam etme olasılığı zayıf görülmektedir. Tüketici güveninde ilk çeyrekteki 66,7 seviyesi ve geçen yılın aynı dönemindeki 76,1 seviyesine göre ciddi bozulma gerçekleşmiş, endeksin ikinci çeyrekteki değeri 65,1 olmuştur. TL üzerindeki oynaklığın yüksek seyrettiği, siyasi ve jeopolitik risklerin bulunduğu bir ortamda tüketici güvenine ilişkin görüntü umut vaat etmemektedir. Üretim tarafında reel kesim güven endeksi zayıf bir görüntü ortaya koyarken, yılın ikinci yarısında üretim tarafında görüldüğü mütavazıya ilişkin soru işaretleri yaratmıştır.

Global Görünüm

Fed faiz artırımını yaklaşıyor.

Uzun süredir gündemi meşgul eden Yunanistan sorunu Eurogroup ile yürütülen görüşmelerin olumlu sonuçlanması ile gündemden düşerken, Çin borsasında görülen panik satışların kontrol altına alınması ile piyasalar yönünü tekrar Fed'e çevirmiştir. Başkan Yellen'in ay ortasında yaptığı sunumundan FOMC toplantısından da faiz artırımının yaklaştığı mesajı çıkmıştır. İstihdam piyasasına yönelik değerlendirme iyileştirilirken, buradaki atılığın azaldığı vurgulanmıştır. Ancak Fed üyelerinin istihdam piyasasındaki iyileşmenin devamını görmek istediklerini belirtmeleri, veri bağımlı olmaya devam edeceklerini de göstermektedir. Kuvvetli bir istihdam verisi Fed üyelerini harekete geçirecektir. Bu ay açıklanacak olan tarım dışı istihdam verisi Fed'in faiz artırım zamanlaması açısından önemli olacaktır. İstihdam rakamının yanı sıra son dönemde zayıf bir görünüm çizen ücret artışları da Fed üyeleri tarafından yakından takip edilecektir. Enflasyon tarafında ise metinde önemli değişiklik yapılmazken faiz artırımını için istihdam piyasasındaki iyileşmenin yanı sıra enflasyonun hedefin üzerine yöneleceğine yönelik inancın kuvvetlenmesine bağlı olduğu belirtilmektedir. Ücretlerden gelecek işaret Fed üyelerinin enflasyon konusunda emin olmaları açısından kritiktir.

ABD ekonomisi yılın ikinci çeyreğinde %2,5'lik beklentiye karşın %2,3 büyürken ilk çeyrek büyümesi -%0,2'den %0,6'ya revize edilmiştir. Ancak yeni hesaplama çerçevesinde 2012'den beri yapılan revizyonlar ABD ekonomisindeki toparlanmanın daha zayıf olduğunu göstermektedir. 2009 yılı ikinci çeyreğinden itibaren başlayan toparlanma %2,1 ortalama büyüme ile oldukça düşük seyretmektedir. Buna göre 2012 büyümesi %2,32'den %2,22'ye, 2013 büyümesi %2,2'den %1,49'a, 2014 büyümesi ise %2,15'den %2,43'e revize edilmiştir. İkinci çeyrek büyümesinin detaylarına bakılacak olursa özel tüketim harcamaları %2,7'lik beklentiye karşın %2,9 büyümüştür. İlk çeyrek verisi ise %2,1'den %1,8'e revize edilmiştir. Özel tüketim verilerinde toparlanma öncü göstergelerde görülmekteydi.

Burada genele yayılan bir iyileşme dikkat çekmektedir. Yatırımlar büyümeye katkı yapmazken zayıf bir görüntü çizmiştir. İlk çeyrek verisinin yukarı revize edilmesi bu durumda etkili olmuştur. Yılın ilk yarısında yatırım tarafı genel olarak beklentilerin gerisinde kalan bir görüntü ortaya koymuştur. Yılın ilk çeyrek verisindeki kuvvetli yukarı reviziyonda stoklar etkili olan bir diğer kalem olmuştur. Yılın ilk çeyreğinde büyümeyi %1,9 puan aşağıya çeken net ihracat ise bu çeyrekte %0,2 oranında pozitif katkı yapmıştır.

Öte yandan, bir diğer tarihi ve önemli gelişme İran ve P5+1 (ABD, Rusya, İngiltere, Fransa, Çin + Almanya) görüşmelerinin olumlu sonuçlanması ile olmuştur. Böylece, petrol fiyatları üzerinde kaya gazının ardından arz baskısı oluşturacak bir unsur daha devreye girmektedir. Petrol sevkiyatı 2016 yılında başlayacak olsa da, petrol fiyatlarının baskı altında kalması muhtemeldir. Bu durum petrol ihraç eden ülkeler açısından olumsuz olurken, tüketiciler açısından harcanabilir gelirin artması anlamına gelmektedir.

Çin piyasasında yaşanan dalgalanmalar normale dönmesine karşın Çin gündemde kalmaya devam etmektedir. Yılın ikinci çeyreğinde %7 büyümeyi başaran Çin ekonomisine yönelik endişeler Haziran ayında sanayi üretiminde toparlanma yaşanması ile birlikte bir miktar azalmıştı. Öncü göstergeler buradaki iyileşmenin kalıcı olmadığını göstermektedir. İmalat sanayi PMI verisi Nisan 2014'ten beri en düşük seviyesine gerileyerek 48,2 ile daralmaya işaret etmiştir.

Yurtiçi Piyasalar

Belirsizlikler, piyasalarda dalgalanma yaratmaya devam ediyor.

Temmuz ayında Türkiye'nin risk seviyesinde artış meydana gelirken, ülke risk primini gösteren CDS'ler 2014 yılı Mart ayından itibaren en yüksek seviyeye ulaşmıştır. Haziran başında yapılan genel seçimin ardından oluşan politik belirsizliğin devam ediyor olması ve erken seçim ihtimalinin artması Temmuz ayında Türk finansal varlıklarını baskılayan en önemli faktör olarak durmaktadır. Ay içerisinde gerçekleşen terör eylemleri ve artan jeopolitik riskler Türkiye ekonomisine yönelik endişeleri daha da artırmaktadır. Öte yandan, Başkan Yellen ve Fed üyelerinin ABD ekonomisine yönelik kuvvetli mesaj vermeleri doları güçlendirmekte ve gelişmekte olan ülkeler üzerinde baskı yaratmaya devam etmektedir. Güçlenen ABD Doları'na Çin ekonomisine yönelik yavaşlama endişelerinin de eklenmesi ile emtia ve gelişmekte olan ülkelere kaçış hızlanmıştır. Brent petrol aylık %18'lik bir düşüş gösterirken, TS-CRB emtia endeksi 2009 yılı global kriz seviyelerine gerilemiştir. Çin ve emtia ihraççısı ülke borsaları düşüşlerde başı çekerken, MSCI gelişmekte olan ülkeler endeksi ayı %7,3 kayıpla tamamlamıştır.

T.C. Merkez Bankası Para Politikası Kurulu, Temmuz ayı toplantısında kur geçişkenliğine vurgu yapmaya devam etmesi ve temkinli duruşunu koruyacağını belirtmesi TL'nin seyri açısından destekleyici olmuştur. Bununla birlikte Yunanistan sorununun çözülmesi ve koalisyon hükümetinin kurulacağına yönelik beklentiler ile USD/TL kuru Temmuz ayı ortasında 2,6240 seviyelerine kadar gerilemişti. Ancak artan terör eylemleri ve siyasi tansiyon nedeniyle Türk Lirası ABD Doları'na karşı aylık %3,3 değer kaybederken, kur sepeti tarihi yüksek seviyelerde seyretmeye devam etmiştir. Temmuz ayında BİST-100 endeksi 84 bin ve 77 bin seviyeleri arasında dalgalanırken ayı %2,8 kayıpla 79.909 seviyesinden kapatmıştır. Bono faizleri de belirsiz ortamdan olumsuz etkilenirken 2 yıllık gösterge tahvilin faiz oranı, %10 seviyesinin üzerine yükselmiştir. Gösterge faiz ay içerisinde %9,58 seviyelerine kadar gerilemiştir.

FED'in uzun bir süreden sonra faiz artırımına hazırlanıyor olması ve politik belirsizlikler piyasalarda dalgalı seyrin devamına neden olması muhtemeldir. Yurtiçi gündemi ise politik gelişmeler oluşturmaya devam edecektir. Seçim ihtimalinin son dönemde artmış olması piyasalarda bekle gör stratejisinin sürmesine neden olabilir. Seçim kararının alınması durumunda piyasalar anketlere göre yön bulmaya çalışacaktır. İhtimali azalmakla birlikte meclisteki iki büyük parti arasında koalisyon konusunda uzlaşmaya varılması ise olumlu fiyatlanacaktır.

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)	Mayıs	%4,1	%2,4
Kapasite Kullanımı (Mevsimsellikten Arındırılmış)	Temmuz	%74,1	%74,8
İşsizlik Oranı (Mevsimsellikten Arındırılmış)	Nisan	%9,3	%9,9
Fiyat Göstergeleri (Yıllık)	Dönemi	2014	2015
TÜFE Enflasyonu	Temmuz	%9,32	%6,81
ÜFE Enflasyonu	Temmuz	%9,46	%5,62
Çekirdek Enflasyon	Temmuz	%9,75	%7,31
Bütçe Göstergeleri (Milyar TL)	Dönemi	2014	2015
Gelirler	Ocak-Haziran	210.5	237.5
Harcamalar	Ocak-Haziran	213.9	236.7
Faiz Dışı Denge	Ocak-Haziran	23.1	30.5
Bütçe Dengesi	Ocak-Haziran	-3.4	0.8
Dış Denge (Milyar ABD Doları)	Dönemi	2014	2015
İhracat (12 Aylık Toplam)	Haziran	156.7	151.1
İthalat (12 Aylık Toplam)	Haziran	245.6	229.1
Dış Ticaret Dengesi (12 Aylık Toplam)	Haziran	-88.9	-78.1
Cari İşlemler Dengesi (12 Aylık Toplam)	Mayıs	-56.9	-44.7

Not: 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 (%) 30/06/2015 - 31/07/2015 (*)	Yılbaşından İtibaren Değişim (%) 31/12/2014 - 31/07/2015 (*)	Yıllık Değişim (%) 08/01/2014 - 31/07/2015 (*)
Likit Fon (HEP)	%0,80	%5,17	%8,66
Kamu Borçlanma Standart Fonu (HEK)	%0,10	-%0,34	%4,94
Kamu Dış Borçlanma Fonu (HED)	%2,76	%12,93	%21,18
Esnek Fon (HEB)	-%0,54	-%2,02	%3,80
Hisse Senedi Fonu (HES)	-%1,81	-%4,22	%1,40
Katkı Fonu (HET)	%0,12	%0,11	%6,17
Alternatif Esnek Fon (HEE)	%0,08	%3,09	%9,22
Alternatif Katkı Fonu (HER)	%0,77	%5,23	%8,59
Altın Fonu (HEA)	-%3,94	%7,18	%7,63

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