

FON BÜLTENİ - EKİM 2015

Makro Bakış

Büyüme yılın ilk yarısında beklentileri aşsa da ikinci yarı parlak durmuyor.

Türkiye ekonomisi yılın ikinci çeyreğinde de beklentilerin üzerinde büyüyerek tüm dünyada büyüme endişelerinin arttığı bir dönemde şaşırtmıştır. Türkiye ekonomisi yılın ikinci çeyreğinde %3,5'lik beklentiye karşın %3,8 büyürken, mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış çeyreklik veri ise bir önceki çeyreğe göre %1,3 ile oldukça kuvvetli bir görünüm (yıllıklandırılmış %5,5) çizmiştir. Özellikle özel tüketim ve yatırım harcamalarının büyümeyi sürüklediği görülmektedir. Finansal koşulların sıkılaştığı bir ortamda hane halkı tüketiminin ikinci çeyrekte %5,6 büyüyerek 3,6 puanlık katkı yapması dikkat çekicidir. Ancak, bu toparlanmanın genele yayılan bir görüntüde olduğunu söylemek güçtür. Otomotiv sektöründe görülen kuvvetli toparlanmanın yanı sıra, konut ve beyaz eşya sektöründe görülen ılımlı büyüme hızlı artışta etkili olmuştur. Türk Lirasındaki değer kayıplarının süreklilik arz etmesi ve kalıcı nitelik kazanması sonucunda talebin öne çekilmesi bu kuvvetli toparlanmada etkili olmuş olabilir. Nitekim, yılın ikinci çeyreğinde tüketici güveninde görülen bozulma dikkate alındığında bu ihtimal artmaktadır. Kamu harcamalarının ise seçim öncesi büyümeye destek verdiği görülmektedir. Devletin nihai tüketim harcamaları %7,2 artarken büyümeye 0,8 baz puan katkı yapmıştır. İkinci çeyrekte en büyük sürpriz özel sektör yatırım kaleminde gerçekleşmiştir. 2011 yılının son çeyreğinden itibaren özel sektör yatırımları oldukça zayıf bir görüntü çizmekteydi. Son yıllarda büyümeye katkı yapmayan özel sektör yatırımlarının bu yıl içerisinde ertelenmiş yatırımların da etkisiyle toparlanmasını beklemekteydik. Ancak yılın ikinci çeyreğinde %11,4 artarak beklentilerimizin de ötesinde bir iyileşme gerçekleşmiştir. Bu oran 2011 üçüncü çeyreğinden sonra görülen en kuvvetli büyümedir. Reel kesim güven endeksinin yatırımlarda bu denli bir toparlamaya işaret etmemesi yatırımların niteliği konusunda bir miktar kuşku yaratsa da, ertelenmiş yatırımlar ve Fed faiz artırımını öncesi düşük faizle yatırım fırsatlarının değerlendirilmesi bu hızlı toparlanmada etkili olmuş olabilir. İç talepteki toparlanmaya bağlı olarak ithalatta görülen artış ve ihracattaki zayıf performans neticesinde net ihracat büyümeden 1,1 puan almıştır.

Büyüme üretim yöntemine göre değerlendirildiğinde, 2015 yılının ikinci çeyreğinde tarım sektörü %6,7 ile en fazla artışın görüldüğü sektör olmuştur. Hava koşullarının elverişli seyretmesi tarım sektörünün olumlu etkilenmesini sağlamıştır. Gıda sektörü ihracatının kuvvetli seyrediyor olması bu sektördeki toparlanmanın sinyalini vermektedir. Tarım sektörü büyümeye yarım puan katkı yapmıştır. İnşaat hariç sanayi sektöründe hızlı bir toparlanma yaşanırken ikinci çeyrekte %4,6 büyümüş ve büyümeye 1,3 puan katkı yapmıştır. Dayanıklı tüketim malları üretimi ve sermaye malları üretimdeki toparlanmada etkili olmuştur. Sanayi sektörü ilk çeyrekte %1,1 büyümüşü. Ancak Temmuz ayı sanayi üretim verisi zayıf bir görüntü çizirken ikinci çeyrek verisinin çok altında %0,3 artmış ve sanayi sektörü üçüncü çeyreğe olumlu bir başlangıç yapmamıştır. İnşaat sektörü %2 büyürken sınırlı bir büyüme göstermiştir. Yılın ilk çeyreğinde inşaat sektörü %2,8 daralmıştı. GSYİH'de en yüksek paya sahip olan hizmet sektörünün yılın ikinci çeyreğinde 2,5 puan ile büyümeye en fazla katkıyı sağlayan sektör olduğu görülmektedir. İlk çeyrekte %4 büyüten hizmet sektörü kuvvetli görüntüsünü ikinci çeyrekte de korumuş ve %4 büyümüşür. Finans sektörü ve gayrimenkul katkı yapan sektörler olarak devam etmektedir.

Yılın ilk yarısında gerçekleşen olumlu görüntüye karşın yılın ikinci yarısı büyüme açısından parlak durmamaktadır. Özellikle tüketici ve reel kesim güvenindeki bozulmanın sürüyor olması yavaşlama konusunda işaret vermektedir. Ağustos ayında altın ve enerji hariç ithalattaki gerileme iç talepteki yavaşlama adına bir diğer işaretidir. Yılın ikinci yarısında ilk yarının tersine net ihracatın büyümeye katkı yapmasını beklemekte ve 2015 yılında büyümenin %2,8 olarak gerçekleşmesini öngörmekteyiz.

Enflasyon tarafında ise olumlu haber gelmemekte ve yükseliş sürmektedir. Eylül ayında tüketici fiyatları beklentilerin üzerinde %0,89 yükselirken yıllık enflasyon %7,95 seviyesine ulaşmıştır. Gıda fiyatlarının tekrardan artışa geçmesi enflasyondaki bu yükselişte etkili olurken, Temmuz ayında %9 seviyelerine kadar gerileyen gıda fiyatlarındaki yıllık fiyat artışı %10,7'ye ulaşmıştır. Yükselişte etkili olan bir diğer ana harcama grubu ise ulaştırma olmuştur. Araç fiyatlarındaki %3,9'luk artış neticesinde ulaştırma kalemi %1,9 yükselmiştir. TL'deki değer kaybının enflasyon üzerindeki etkisi hissedilmeye devam etmektedir. Otel restoran kaleminde ise iyileşme sınırlı olurken yıllık artış %14 ile yüksek seyretmeye devam etmektedir. Çekirdek enflasyonda görünüm bozulmaktadır. Merkez Bankası'nın favori göstergesi I tanımlı çekirdek enflasyon %8,2'ye yükselmiştir.

Çekirdek enflasyondaki momentumun hızla arttığı görülürken bu durum enflasyon beklentilerindeki bozulmanın süreceğine işaret etmektedir. Merkez Bankası, enflasyon beklentilerinde görülen bozulmaya bağlı olarak sıkı likidite politikasını sürdürürken, para politikasında normalleşmeye yönelik adımlarını atmaya devam etmektedir. Merkez Bankası faiz oranlarını sadeleştirme politikasını Fed'in para politikasındaki normalleşmeye endekslemiştir. Fed'in Aralık ayında faiz artırımına gitmesi Merkez Bankası'nı da faiz konusunda harekete geçirecektir.

Global Görünüm

Fed Eylül ayını da pas geçti.

Fed'in Haziran 2006'dan beri ilk defa faiz artırımına gitme ihtimali Eylül ayı Fed Açık Piyasa Komitesi toplantısına ayrı bir önem yüklemiştir. Ancak, Fed Eylül toplantısında faizleri bir kez daha artırmayarak pas geçmiştir. Düşen enerji ve emtia fiyatlarının kısa dönemde enflasyon üzerinde aşağı yönlü baskıları artırması ve Çin kaynaklı finansal piyasalarda yaşanan dalgalanmalar Fed'in faiz artırımını ertelemesindeki temel etkenler olarak durmaktadır. Fed toplantıda uzun vadeli faiz beklentisini %3,75'ten %3,5'e çekerken, bu durum faiz artırım sürecinin geçmiş örneklerine göre daha yavaş olacağı ve faizin daha düşük seviyelerde dengeleneceğine yönelik beklentiler ile uyumludur. 2016 yılına yönelik faiz projeksiyonu ise %1,6'dan %1,4'e gerilemiştir. Bu gerilemeye karşın 2016 yılı sonu için piyasaların faiz fiyatlaması Fed üyelerinin beklentilerine göre yaklaşık 100 baz puan aşağıdadır. Fed üyeleri ekonomik görünüme ilişkin beklentilerini geniş manada korumalarına karşın faiz artışını ertelemesi piyasalarda daha güvercin fiyatlamayı beraberinde getirdi. Fed üyelerinin 2017 yılı sonunda faiz beklentisi ise %2,9'dan %2,6'ya düşmüştür. Sonuç olarak Fed üyeleri son gelişmelerin ekonomik görünüm üzerinde kalıcı bir etki yaratmasını öngörmese de hem erken hareket etmenin maliyetini üstlenmemek hem de enflasyonun yukarı gittiği yönünde daha fazla kanıt görmek adına Eylül ayını pas geçmiştir. Son açıklanan istihdam verisi de hayal kırıklığı yaratırken Fed'in bekleme kararını desteklemektedir. Bu veriden sonra Fed'in Ekim ayında faiz artırım ihtimali azalırken, Aralık ayında harekete geçmesi ihtimal olarak durmaktadır.

Fed faiz kararını büyük ölçüde dış gelişmelere bağlayıp daha fazla veriye ihtiyaç duyulduğunu belirtmesinin ardından piyasalar yön bulmak adına ekonomik verilere odaklanmıştır. Tüm dünyada öncü PMI imalat ve hizmet verileri açıklanırken veriler yılın ikinci yarısı açısından yavaşlama eğiliminin devam ettiğini göstermektedir. Çin imalat PMI'ı 50 seviyesinin altında seyrederken yavaşlamaya yönelik endişelerin canlı kalmasına neden olmaktadır. Çin PMI 47 olarak açıklanırken son 78 ayın en düşük seviyesine gerilemiştir. Bu durum özellikle Çin kaynaklı emtia ve enerji talebinin baskı altında kalacağını göstermektedir. Çin yetkililerinden önümüzdeki dönemde yavaşlamaya ilişkin ek önlemlerin devam etmesi muhtemeldir. İmalat tarafında görülen yavaşlama eğilimine göre hizmet tarafı daha güçlü seyretmektedir. Euro Bölgesi PMI verilerinde ise sınırlı geri çekilme görülürken ilimli toparlanmanın yılın üçüncü çeyreğinde de devam ettiğine işaret etmektedir. ABD tarafında ise hizmet PMI kuvvetli görüntüsünü korurken, imalat tarafı kuvvetli dolar ve zayıf dış talep nedeniyle zayıf seyretmeye devam etmektedir. İhracat siparişlerinde görülen gerileme kuvvetli dolar tartışmalarının canlı kalmasına neden olacaktır.

Yurtiçi Piyasalar

Piyasalarda dalgalı seyir artarak devam ediyor.

Uluslararası piyasalarda geçen ayın gündemini uzun süredir merakla beklenen Fed toplantısı belirlerken küresel büyümeye yönelik endişelerle başlayan risken kaçış eğilimi devam etmiştir. Fed'in Eylül ayı toplantısında faiz artırımını pas geçmesi ve Çin'den gelen ekonomiyi desteklemeye yönelik mali paket haberleri dahi piyasalardaki düşüş eğilimini kırmaya yetmemiştir. Petrol ve emtia fiyatlarında yeni dip seviyeler görülürken, Çin piyasalarına yönelik endişelerin başladığı Haziran ayından itibaren Brent petroldeki düşüş %25'e ulaşmıştır. Öte yandan, emisyon değerlerinin olduğundan farklı gösterilmesi ile başlayan Volkswagen skandalı şirket tahvillerine yönelik risk primlerinin artmasına neden olmuştur. Volkswagen skandalı bulaşma etkisi yaratmakla birlikte bu gelişmenin bir sistematik riske dönüşmesi beklenmemektedir.

Enerji ithalatçısı olması sebebiyle düşen petrol fiyatları Türkiye ekonomisi için olumlu olmakla birlikte, iç tarafta yaşanan sorunlar Türk Lirası cinsi varlıkları kırılan hale getirmeye devam etmektedir. Türk Lirası yılbaşından bu yana gelişmiş ülke para birimlerine karşı Brezilya Reali ile birlikte en kötü performans gösteren para birimi olmuştur. Türk Lirasının Brezilya Reali ile benzer şekilde hareket etmesi politik belirsizliğin yarattığı baskıyı göstermesi açısından önemlidir. Dolar/TL paritesi tarihi yüksek seviyelere yükselirken TL'nin yılbaşından bu yana dolar karşısındaki kaybı %30'a ulaşmıştır. Gösterge faiz 60 baz puan yükselerek ayı %11,55 seviyesinde kapamıştır. BİST 100 diğer finansal enstrümanlara ve benzer ülke borsalarına göre daha dirençli kalarak %1,3 ile sınırlı bir düşüş gerçekleştirmiş ve ayı 74,205 seviyesinde kapatmıştır.

Son 4 yıldaki en kötü çeyreklik performansın ardından finansal piyasalarda bir miktar toparlanmanın görülmesi muhtemeldir. Ancak, hâlihazırda derinleşen sorunlar kalıcı bir toparlanmanın kolay olmadığını da göstermektedir. Artan risklere bağlı olarak Avrupa Merkez Bankası ve Çin tarafından gelecek ek önlemler gündemde kalmaya devam edecektir. Fed'in Aralık ayında faiz artırımına gitmesi ise zayıf istihdam verisine karşın hala masadadır. Faiz artırım hızının yavaş olacak olması ve uzun süredir bu gelişmenin fiyatlanıyor olması Fed kararının piyasalarda oluşturacağı etkinin sınırlı olmasını sağlayacaktır. Yurtiçi tarafta ise seçim sonuçlarına ilişkin beklentiler yakından takip edilecektir. Seçim sonrasında meclisin kompozisyonu Türk Lirası cinsi varlıkların yönünde belirleyici olacaktır. Hâlihazırda anketler Kasım seçimlerinde benzer bir sonucun çıkacağına işaret etmektedir. Bu açıdan seçime yönelik belirsizlikler sürmektedir. Ancak, Haziran sonrasında başarısız hükümet kurma çabalarının ardından Kasım seçimleri sonrasında bir koalisyon hükümeti kurulma ihtimali daha yüksektir. Bu ihtimal piyasalarda iyimser fiyatlamayı beraberinde getirebilir.

MAKROEKONOMİK GÖSTERGE TAHMİNLERİ	2011	2012	2013	2014	2015
GSYİH (Milyar TL)	1.298	1.417	1.567	1.750	1.935
GSYİH (Milyar ABD Doları)	774	786	823	800	709
Büyüme Oranı (%)	%8,8	%2,1	%4,2	%2,9	%2,8
TÜFE Enflasyonu (Yıllık) (%)	%10,4	%6,2	%7,4	%8,2	%8,4
İhracat (f.o.b., Milyar ABD Doları)	134,9	152,5	151,8	157,7	145,4
İthalat (c.i.f., Milyar ABD Doları)	-240,8	-236,5	-251,7	-242,2	-216,4
Dış Ticaret Dengesi (Milyar ABD Doları)	-105,9	-84,1	-99,9	-84,5	-71,0
Cari İşlemler Dengesi (Milyar ABD Doları)	-75,1	-48,5	-64,7	-46,4	-39,2
Cari İşlemler Dengesi/GSYİH (%)	-%9,7	-%6,2	-%7,9	-%5,8	-%5,5
Faiz (Gösterge. Bileşik. Yıl Sonu) (%)	%11,04	%6,16	%10,03	%7,97	%10,50
Politika Faizi (%)	%5,75	%5,50	%4,50	%8,25	%8,00
TCMB Ağırlıklı Fonlama Faizi (%)	%9,04	%5,55	%7,10	%8,51	%9,00
Marjinal Gecelik Fonlama Faizi (%)	%12,50	%9,00	%7,75	%11,25	%10,75
BİST-100	51.267	78.208	67.802	85.721	85.000
ABD Doları/TL (Ortalama)	1,6790	1,8011	1,9054	2,1927	2,730
ABD Doları/TL (Yıl Sonu)	1,9157	1,7912	2,1381	2,3230	2,900
Euro/ABD Doları (Yıl Sonu)	1,30	1,32	1,38	1,21	1,10

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

Makroekonomik Göstergeler			
Büyüme	Dönemi	2014	2015
GSYİH (Yıllık Birikimli, Milyar ABD Doları)	2. Çeyrek	807,3	775,6
Büyüme Oranı (Yıllık)	2. Çeyrek	%1,8	%3,8
Üretim Göstergeleri	Dönemi	2014	2015
Sanayi Üretimi (12 Aylık Ortalama)	Temmuz	%3,1	%3,3
Kapasite Kullanımı (Mevsimsellikten Arındırılmış)	Eylül	%74,2	%75,2
İşsizlik Oranı (Mevsimsellikten Arındırılmış)	Haziran	%10,0	%10,4
Fiyat Göstergeleri (Yıllık)	Dönemi	2014	2015
TÜFE Enflasyonu	Eylül	%8,86	%7,95
ÜFE Enflasyonu	Eylül	%9,84	%6,92
Çekirdek Enflasyon	Eylül	%9,25	%8,23
Bütçe Göstergeleri (Milyar TL)	Dönemi	2014	2015
Gelirler	Ocak-Ağustos	283,2	320,4
Harcamalar	Ocak-Ağustos	285,9	319,7
Faiz Dışı Denge	Ocak-Ağustos	30,9	39,0
Bütçe Dengesi	Ocak-Ağustos	-2,7	0,6
Dış Denge (Milyar ABD Doları)	Dönemi	2014	2015
İhracat (12 Aylık Toplam)	Ağustos	157,3	148,5
İthalat (12 Aylık Toplam)	Ağustos	243,9	223,9
Dış Ticaret Dengesi (12 Aylık Toplam)	Ağustos	-86,6	-75,4
Cari İşlemler Dengesi (12 Aylık Toplam)	Ağustos	-48,5	-45,0

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 (%) 31/08/2015 - 31/09/2015 (*)	Yılbaşından İtibaren Değişim (%) 31/12/2014 - 31/09/2015 (*)	Yıllık Değişim (%) 30/09/2014 - 31/09/2015 (*)
Likit Fon (HEP)	%0,75	%6,72	%8,97
Kamu Borçlanma Standart Fonu (HEK)	-%1,03	-%2,26	%4,02
Kamu Dış Borçlanma Fonu (HED)	%1,53	%18,98	%24,16
Esnek Fon (HEB)	-%0,84	-%5,54	%3,03
Hisse Senedi Fonu (HES)	-%0,83	-%11,05	%2,55
Katkı Fonu (HET)	-%1,25	-%2,22	%4,82
Alternatif Esnek Fon (HEE)	%0,64	%3,37	%10,19
Alternatif Katkı Fonu (HER)	%1,36	%7,77	%10,63
Altın Fonu (HEA)	%2,58	%19,28	%20,00

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