

FON BÜLTENİ - KASIM 2015

Makro Bakış

Enflasyon en zayıf halkamız olmaya devam ediyor.

Sanayi üretimi Ağustos ayında yıllık bazda %8,5 gibi çok güçlü bir artış göstererek büyümeye ilişkin yavaşlama öngörülerinin yeniden gözden geçirilmesine sebep oldu. Zira Temmuz-Ağustos ayları ortalamasında %4,9 büyüme kaydeden sanayi üretimi, yavaşlama beklentilerini haksız çıkarır şekilde yılın ikinci çeyreğindeki %3,7'lik hızı geride bırakmış oldu. Bununla birlikte, Eylül ayına ilişkin öncü göstergeler Ağustos ayındaki şaşırtıcı yükselişin geri çevrilebileceğine işaret etti. Özellikle dış ticaret verilerindeki zayıf performans ve bayram tatili nedeniyle işgünü kaybı olması Eylül ayında üretimde sert kayıplar görülmeye ihtimali olduğunu düşündürdü. Eylül ayında ihracat yıllık bazda %14,2 gerilerken, ithalat ise %25,2'lik çok daha keskin bir oranda daraldı. Otomotiv üretiminde yıllık bazda artış görülmemesi, beyaz eşya üretimindeki %8,3'lük düşüş ve yurtiçi kredi hacmindeki yavaşlama, Eylül ayındaki zayıf performansın iç talep ağırlıklı olabileceğinin ipuçlarını verdi. Eylül ayında finansal piyasalardaki sıkışma ve yurtiçinde güvenlik endişelerinin ekonomiye olumsuz yansıdığı anlaşılırken, bu zayıflığın önümüzdeki dönemde devam edip etmeyeceği konusu önem kazandı.

Bu kapsamda, anket yoluyla hesaplanan ve öncü gösterge olarak izlenen güven endekslerine gözler çevrilirken, iş ortamı güvenini ölçen Reel Sektör Güven Endeksi ve PMI endekslerinin Ekim ayında bir miktar toparlanması nefes aldırdı. Örneğin mevsimsel etkilerden arındırılmış olarak bakıldığında, Reel Sektör Güven Endeksi üçüncü çeyrek ortalaması 101,8 iken, Ekim ayında endeks 103,2'ye yükseldi. Ayrıca, endeksin 100 kritik seviyesinin üzerinde olması pozitif büyümenin devam edeceğinin bir sinyali oldu. Ekim ayında gelecek aylara ilişkin yeni sipariş beklentilerinin artması olumlu bir işaret olurken, özellikle ihracatın bu toparlanmaya destek verdiği izlendi. TÜİK'in yayınladığı Tüketici Güven Endeksi Ekim ayında 62,8'e yükselerek üçüncü çeyrek ortalaması olan 61,9 seviyesini geride bırakırken, yurtiçi kredi verilerindeki yavaşlama da Ekim ayında kesintiye uğradı. Ekim ayına ilişkin geçici dış ticaret verilerinin de yine Eylül ayına kıyasla daha olumlu bir resim çizmesiyle, en azından ekonomideki yavaşlamanın derinleşmediğine dair sinyaller netlik kazandı.

2015 ve 2016 yıllarına ilişkin %2,8 ve %2,5 olan büyüme beklentilerimiz şimdilik geçerliliğini korusa da, siyasi belirsizliklerin bizim öngördüğümüzden daha hızlı bir şekilde azalabilecek olması beklentimiz üzerindeki yukarı yönlü riskleri artırmaktadır. 1 Kasım'da gerçekleşen genel seçimlerde Adalet ve Kalkınma Partisi (AKP) %49,5'lik oy oranı ile sürpriz bir zafer elde ederek, 550 sandalyeli mecliste 317 milletvekili ile tek parti iktidarı kummaya yetecek çoğunluğa ulaştı. Şüphesiz, seçim sonucunun ekonomi ve piyasalar açısından ne derece olumlu olacağı konusunda, iki yıldan fazla zamandır siyasi tartışmaların gölgesinde kalan ekonomi politikalarının yeniden hükümetin gündeminde ön plana geçip geçmeyeceği belirleyici olacaktır.

Fitch 22 Ekim'de düzenlediği konferansta, risklere değinmekle beraber yatırım yapılabilir seviyedeki mevcut kredi notunun bu riskleri yansıttığını belirtti. Fitch'in bu görece iyimser yaklaşımının bir benzeri Moody's'in seçim sonrasında düzenlediği konferansta da izlendi. Dış borcunun yüksek olması sebebiyle Türkiye'nin benzerlerinden daha kırılgan olduğunu belirten Moody's seçim sonuçlarını pozitif değerlendirdi. Moody's küresel risk iştahındaki gelişmeleri Türkiye için potansiyel bir risk unsuru olarak görmekle beraber, Türkiye'nin kredi notu görünümünü negatifte tutan kurumun bir süre beklemede kalması daha muhtemel görünüyor.

Ekim ayının olumsuz gelişmesi ise enflasyon tarafındaydı. Manşet tüketici enflasyonu %7,95'ten %7,6'ya gerilese de, bu düşüş büyük ölçüde lehte baz etkisinden ve gıda fiyatlarındaki düzeltmeden kaynaklandı. Enflasyonun önümüzdeki aylarda yeniden yükselişe geçeceği görüşü ağırlık kazandı. Daha önemlisi, enflasyonun temel eğilimini yansıttığı düşünülen çekirdek-I endeksindeki (gıda, alkollü içecekler ve tütün, enerji ve altını dışlayan enflasyon) trend (yıllıklandırılmış ve mevsim etkilerinden arındırılmış üç aylık değişim) %12 gibi çok yüksek bir seviyeye ulaştı. Merkez Bankası Ekim ayında yayınladığı Enflasyon Raporu'nda 2015 sonu ve 2016 sonu enflasyon beklentilerini sırasıyla %7,9 ve %6,5'e revize ederken, kamu harcamalarındaki artışın %5 olan resmi enflasyon hedefine yakınsama sürecini geciktireceğini öngördü. Ekim ayında faizlerde ve diğer makroihtiyati politikalarında değişikliğe gitmeyen Merkez Bankası, Türk Lirası üzerindeki zayıflama baskısının sınırlı miktarda azalmasına rağmen, ortalama fonlama maliyetini %8,8 ile nispeten yüksek seviyelerde tutmaya devam etti. Fed'in faiz artırımını paralelinde faiz artırımına hazırlanan Merkez Bankası'nın ABD'de Aralık ayında faiz artırımına başlaması durumunda, %7,5 olan bir haftalık repo faizini %8'e yükseltebileceğini düşünüyoruz. Ancak, ortalama fonlama maliyetinin %9 seviyesini aşmasını beklemiyoruz.

Global Görünüm

Fed faiz artırımını için Aralık ayının kapanışını araladı.

Ekim ayının ilk haftasında yayınlanan ABD tarım dışı istihdam verisinin tahminlerin belirgin şekilde altında kalması Fed'in faiz artırımlarını öteleyeceği algısını kuvvetlendirse de, bu durum çok uzun soluklu olmadı. 28 Ekim'de gerçekleşen Fed toplantısında Aralık ayında faiz artırımının değerlendirileceği belirtilirken, Fed bu kararın verilere bağlı olacağına dair bir şerh koymayı ihmal etmedi. Ayrıca, Eylül ayına ilişkin zayıf istihdam verisine rağmen, Fed'in ekonomiye dair değerlendirmelerinde aşağı yönlü bir güncelleme olmaması ve yayınlanan açıklamada küresel ekonomik yavaşlamaya dair endişelerin metinden çıkarılması Fed'in faiz artırımına piyasanın tahmin ettiğinden daha yakın olduğunu düşündürdü. Fed Başkanı Janet Yellen'in yaptığı konuşmada Aralık ayının faiz artırımı için masada olduğunu belirtmesi de faiz artırımının bu yıl içinde olabileceğini güçlendirdi.

ABD ekonomisine ilişkin veriler, GSYH artışının ikinci çeyrekteki %3,9'dan üçüncü çeyrek itibarıyla %1,5'e yavaşladığını gösterse de, özellikle hanehalkı tüketiminin kuvvetli olması ve üçüncü çeyreğe ilişkin stok erimesi gibi bazı geçici faktörlerin yavaşlamanın sebebi olması, geleceğe dair beklentilerin bozulmasını engelledi. Büyümenin önemli bir öncü göstergesi olarak izlenen ABD imalat sanayi ISM endeksi Ekim ayında 50,1 ile Eylül ayındaki 50,2'lik seviyesine yakın gelirken, hizmet sektörü ISM endeksi ise 59,1 ile önceki 56,9 seviyesinin belirgin şekilde üzerine yükseldi. Böylece, ABD'de imalat sektörünün güçlü ABD Doları'ndan olumsuz etkilendiği, buna karşın iç talebin oldukça güçlü seyretmeye devam ettiği izlendi. Enflasyon tarafında ise, Fed'in odaklandığı çekirdek PCE göstergesi (özel tüketim harcamalarındaki fiyat artışı) Ekim ayında %1,3 ile %2 olan hedefin altında kalmaya devam etti. Ancak, Fed üyeleri enflasyonun %2 hedefine 2018 yılında ulaşacağını öngörüyor ve mevcut düşük enflasyonun faiz artırımına başlaması için engel olmadığı düşünülüyor.

ABD'den ayrılan Avrupa Merkez Bankası (ECB) ise Aralık ayında ilave genişleme tedbirleri alacağına dair güçlü bir sinyal verdi. Ekim ayında faiz değişikliğine gitmeyen ECB, büyüme ve enflasyon üzerindeki aşağı yönlü risklere vurgu yaparak para politikasının ekonomiye verdiği desteğin artırılmasının gerekebileceğini belirtti. Bu kapsamda, ECB'nin mevcut tahvil alım programının süresinin uzatılması veya aylık alım miktarının artırılması gibi ihtimaller devreye girerken, ECB ayrıca depo faiz indirimi için de yeşil ışık yaktı. Ekim ayında Euro Bölgesi'nde yıllık manşet enflasyonun eksi bölgeden çıkarak %0'a ulaşması olumlu bir gelişme olsa da, uzun vadeli enflasyon beklentilerinin %1,7 ile hala %2 olan hedefin altında seyrediyor olması ilave gevşeme adımları gelebileceği beklentilerini desteklemektedir. Diğer yandan, Euro Bölgesi'nde öncü göstergeler büyümede bir ivme kaybı olmayacağına işaret etti. Ekim ayında 53,9 olarak açıklanan bileşik PMI endeksi, üçüncü çeyrek ortalamasına yakın seyrini sürdürerek büyümenin %1,5 civarında kalabileceğini düşündürdü.

Ağustos ve Eylül aylarında başta Çin olmak üzere gelişmekte olan ülkelerdeki ekonomik yavaşlamaya ilişkin ön plana çıkan endişeler Ekim ayında bir miktar unutuldu. Çin Merkez Bankası'nın bir kez daha faiz indirimine gitmesinin ve zorunlu karşılıklar indirmesinin, önümüzdeki dönemde Çin'den gelecek büyüme verilerine olumlu yansıtacağı beklentisi oluştu. Ayrıca, gelişmekte olan ülkelerde PMI endekslerinin toparlanması ve henüz gelişmekte olan ülkelerdeki yavaşlamanın gelişmiş ülkelere sirayet etmemiş olması rahatlatıcı oldu.

Yurtiçi Piyasalar

Ekim'de toparlanan risk iştahı şimdi Fed'in sınavından geçiyor.

Ekim ayı küresel para politikalarına ilişkin gelişmeler sayesinde gelişmekte olan ülkeler açısından parlak geçerken, yurtiçi piyasalar seçimlere ilişkin iyimser beklentilerin ve değerlemelerin geldiği düşük seviyelerin etkisiyle uzun zamandır ilk defa diğer gelişmekte olan ülkelere kıyasla daha olumlu performans gösterdi. Eylül sonu ile karşılaştırıldığında, Türk Lirası ABD Doları karşısında 2 Kasım itibarıyla %6,7 değer kazandı ve benzer ülke para birimlerine kıyasla %5'e yakın daha olumlu performans gösterdi. Aynı dönemde, 2 yıllık tahvil getirisi 170 baz puan düşerken, gelişmekte olan ülkelere kıyasla 30 baz puan daha olumlu bir performans oldu. Faizdeki ve kurdaki düşüş BIST100 Endeksi'ne %12,8 artış olarak yansırken endeks 83.693 puana ulaştı. MSCI endeksleri dikkate alındığında ABD Doları bazında Türkiye borsası gelişmekte olan ülkelere %15 olumlu yönde ayrıştı.

Önümüzdeki döneme bakıldığında Aralık ayı oldukça kritik bir hal almıştır. Zira Fed'in faiz artırımına gitmesi, ECB'nin niceliksel gevşeme hamlesi yapması ve nihai olarak da yurtiçinde Fed'e paralel bir faiz artırımı olması mümkün görünmektedir. Fed'in faiz artırımına gidip gitmeyeceği ve buna piyasanın vereceği tepki küresel taraftan olumlu piyasa performansını engelleyebilecek bir unsur olarak belirlemektedir. Özellikle, 6 Kasım'da ABD'de yayınlanan tarım dışı istihdam verisinin beklentinin çok üzerinde açıklanarak faiz artırımının Aralık'ta gelme ihtimalini belirgin şekilde artırması Kasım ayında küresel rüzgârın risk iştahı açısından parlak geçmeyeceğini düşündürmektedir. Diğer yandan, ECB'nin ilave genişleme tedbirleri, hem ihracatımızın %40'ından fazlasını Avrupa'ya yapmamız hem de özel sektörün yurtdışından aldığı kredilerin %40 civarının Euro para birimi cinsinden olması sebebiyle Türk Lirası varlıklar için pozitif olacaktır. Yine de, finansal piyasalar açısından bakıldığında, Fed'in politikalarının belirleyici olacağına bu nedenle de yurtiçi varlıklar için temkinli olunması gerektiğini düşünüyoruz.

Ekim ayındaki olumlu performansa rağmen, Türk Lirası varlıkların yılbaşından bu yana bakıldığında benzerlerine kıyasla geride kaldığı izlenmektedir. Ayrıca, Ekim ayındaki tahvil ve hisse senedi piyasalarında yılbaşından bu yana toplamda 2,5 milyar dolar yabancı fon çıkışı olduğu hesaplanmaktadır. Bu tespitler, önümüzdeki dönemde yurtiçi piyasaların lehine gelişebilecek bir potansiyel yaratmaktadır. Ancak, bunun gerçekleşebilmesinin Fed'in faiz artırımına bir an önce başlayarak belirsizliklerin azalmasına katkıda bulunmasına ve yurtiçinde kurulacak yeni hükümetteki ekonomi yönetiminin basiretli politikalar uygulamasına bağlı olduğunu düşünüyoruz. Bu doğrultuda, bizim tahminimiz, Aralık ayına kadar yurtiçi piyasalarda oluşabilecek kayıpların, Aralık ve sonrası için yerini yükselişe bırakmasının daha kuvvetli ihtimal olduğu yönündedir.

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	80.000
ABD Doları/TL (Ortalama)	1,6790	1,8011	1,9054	2,1927	2,73
ABD Doları/TL (Yıl Sonu)	1,9157	1,7912	2,1381	2,3230	2,90
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	807.9	775.6
Büyüme Oranı (Yıllık)	2. Çeyrek	%2.4	%3.8
Üretim Göstergeleri	Dönemi	2014	2015
Sanayi Üretimi (12 Aylık Ortalama)	Ağustos	%4.1	%3.1
Kapasite Kullanımı (Mevsimsellikten Arındırılmış)	Ekim	%74.1	%74.6
İşsizlik Oranı (Mevsimsellikten Arındırılmış)	Temmuz	%10.4	%10.4
Fiyat Göstergeleri (Yıllık)	Dönemi	2014	2015
TÜFE Enflasyonu	Ekim	%8.96	%7.58
ÜFE Enflasyonu	Ekim	%10.09	%5.74
Çekirdek Enflasyon	Ekim	%9.04	%8.92
Bütçe Göstergeleri (Milyar TL)	Dönemi	2014	2015
Gelirler	Ocak-Eylül	313.5	354.2
Harcamalar	Ocak-Eylül	325.4	367.7
Faiz Dışı Denge	Ocak-Eylül	26.3	31.3
Bütçe Dengesi	Ocak-Eylül	-11.9	-13.5
Dış Denge (Milyar ABD Doları)	Dönemi	2014	2015
İhracat (12 Aylık Toplam)	Eylül	157.8	146.5
İthalat (12 Aylık Toplam)	Eylül	243.9	218.7
Dış Ticaret Dengesi (12 Aylık Toplam)	Eylül	-86.0	-72.2
Cari İşlemler Dengesi (12 Aylık Toplam)	Eylül	-48.3	-43.0

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 (%) 30/09/2015 - 30/10/2015 (*)	Yılbaşından İtibaren Değişim (%) 31/12/2014 - 30/10/2015 (*)	Yıllık Değişim (%) 31/10/2014 - 30/10/2015 (*)
Likit Fon (HEP)	%0,86	%7,63	%9,07
Kamu Borçlanma Standart Fonu (HEK)	%3,73	%1,39	%3,68
Kamu Dış Borçlanma Fonu (HED)	-%0,20	%18,74	%24,92
Esnek Fon (HEB)	%4,22	-%1,55	%2,49
Hisse Senedi Fonu (HES)	%6,24	-%5,50	%1,45
Katkı Fonu (HET)	%4,38	%2,06	%4,79
Alternatif Esnek Fon (HEE)	%2,02	%5,45	%9,54
Alternatif Katkı Fonu (HER)	%0,80	%8,63	%10,41
Altın Fonu (HEA)	-%1,25	%17,78	%25,58

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