

FON BÜLTENİ - ARALIK 2015

Makro Bakış

Seçim sonrası güven artsa da, enflasyon ve para politikası belirsizliği devam ediyor.

Yılın üçüncü çeyreğinde sanayi üretimindeki artış yıllık bazda %0,3 ile sınırlı kaldı ve yılın ilk yarısında elde edilen %2,5 üretim artışına kıyasla aktivitenin zayıfladığına dair net bir gösterege oldu. Diğer yandan, üçüncü çeyrek GSYH verisine yönelik beklentiler, hizmet ve tarım sektörünün desteği ile yıllık %2,5 civarında bir artış olabileceğine işaret etti. Ekim ayına ilişkin öncü göstergeler de büyümenin yılın son çeyreğine daha olumlu bir başlangıç yaptığını düşündürürken, ihracatta Ekim ayında kaydedilen hızlanma, büyüme kompozisyonunun iç talepten ihracata kayma eğiliminin bir göstergesiydi. Sanayi üretiminin de Ekim ayında yıllık bazda %14,7 artış kaydetmesi ve ihracatın bu yükselişte başrolü oynaması da öncü verileri destekledi. Kasım ayında yapılan genel seçimlerin ardından siyasi belirsizliklerin azalması ekonomideki ivme kazancının sürmesi için zemin hazırladı. Tüketici Güven Endeksi aylık bazda %23 gibi tarihinde görülmemiş keskinlikte bir toparlanma sergiledi ve Reel Sektör Güven Endeksi de son iki senenin en yüksek seviyesine çıktı. 2015 yılı GSYH büyümesine dair beklentiler yaklaşık %3 seviyesindeyken, 2016 yılında bir miktar hızlanma mümkün görünmektedir. Aylık bazda yüksek oynaklık gösteren sanayi üretim verisine trend olarak bakıldığında %4-5 aralığında bir seyir oluşması da geleceğe dair büyüme tahminleri açısından destekleyici olmaktadır.

Küresel sermaye girişlerinin zayıfladığı ve ihracatın hızlı bir şekilde toparlanmadığı bir ortamda, %4,5-5 seviyelerindeki potansiyel büyüme performansının yeniden yakalanması için gereken yapısal reformlar dört gözle beklenmektedir. Aralık ayında, kredi derecelendirme kuruluşu Moody's, Türkiye'nin kredi notunu Baa3 ile yatırım yapılabilir kategorinin en altındaki seviyede teyit ederken, Türkiye'nin GSYH artışı potansiyeline taşınması konusundaki zorluklar not görünümünün negatif olarak belirlenmesinde kilit rol oynadı. Cari açık petrol fiyatındaki düşüş paralelinde belirgin olarak gerilese de, Fed'in faiz artırımına yaklaştığı ve jeopolitik risklerin arttığı bir ortamda, Türkiye ekonomisinin yurtdışından gelen sermaye girişine bağımlı büyüme yapısını bir risk unsuru olarak değerlendiren Moody's, güçlü mali performansın ise ekonominin şoklar karşısındaki direncini artırdığının altını çizdi. Büyüme beklentilerinin iyileşmesi için Türkiye'nin elindeki şans hükümetin yapısal reformları uygulama iradesi olurken, merkez bankası bağımsızlığı ve enflasyonla mücadelede istenilen sonucun alınmaması gibi konular ise tahvil getirileri başta olmak üzere piyasalarda katılık oluşturmaktadır.

Bu çerçevede, yıllık manşet enflasyonun Kasım ayında önceki %7,58'den %8,10 seviyesine yükselmesi iyi bir haber değildi. Yükselişte gıda fiyatları kadar, kurun gecikmeli etkileri ve fiyatlama davranışlarındaki bozulma da etkili oldu. Merkez Bankası son Para Politikası Toplantısı'nda (PPK) herhangi bir faiz değişikliğine gitmedi ve enflasyonda iyileşme sağlanana kadar sıkı duruşunu sürdüreceğini belirtti. Likidite yönetimi ve faiz koridoru Kasım ayında da Merkez Bankası'nın para politikası duruşunu belirleyen temel araçlardı. Bu çerçevenin kısa vadede değişmesi beklenmese de, Fed'in faiz artırımına Aralık ayında başlaması durumunda Merkez Bankası %7,5 olan bir haftalık repo faizini artıracak yönündeki mesajlarını yinelemektedir. Bizim beklentimiz bir haftalık repo faizinin Aralık'ta 50 baz puan artırılması yönündedir. Ancak, Merkez Bankası'nın para politikası duruşunu temsil eden ortalama fonlama maliyetinin %8,7 ve gecelik borç verme faizinin %10,75 seviyelerinde korunduğu, likidite yönetiminin sıkı kaldığı bir çerçevede, faiz artırımını sadeleşme adına atılmış teknik bir ayarlama olarak kalabilir ve piyasada genel faiz seviyelerinde yükseltici bir etki yaratmayabilir.

Kademeli olarak para politikası çerçevesinin sadeleşmesi, Türkiye'ye yönelik algıya olumlu yansıma potansiyeli taşısa da, Türk Lirası'nın kırılgan görünümü ve asgari ücrete 2016 yılı için yapılması planlanan %30 zammın enflasyonist yükü belirsizlik unsurlarıdır. 2016 yılsonu enflasyon tahminimizi asgari ücret zammının muhtemel etkilerini yansıtarak %7,5'ten %8,3'e revize ederken, 2016 yılında Fed'in faiz artırımına devam edeceği varsayımı altında, Merkez Bankası'ndan 100 baz puanlık bir haftalık repo faizi artırımını ve ortalama fonlama maliyetinde 50 baz puanlık daha sınırlı bir sıkılaştırma öngördük.

Seçimler sonrasında siyasi istikrarın temin edileceğine dair beklentilerle risk algılamaları iyileşmiş, Türkiye'nin 5 yıllık CDS'si 20 baz puan düşüşle 234 baz puana gerilemişti. Ancak azalan siyasi belirsizliklerin yerini, Suriye ekseninde özellikle Rusya ile yaşanan gerginliklerin almasıyla bu durum uzun sürmedi. Rusya, Türkiye ile ekonomik bağımlı azaltıcı yönde tedbirler açıklarken, Türkiye'nin enerji tedarikinde stratejik öneme sahip bir ülkeyle askeri boyutta gerginlik yaşamaması Kasım ayında piyasaları hazırlıksız yakalayan en belirgin sürprizdi. Rusya ile ekonomik ilişkilerin sonlanması durumunda Türkiye için 9,7 milyar dolarlık (GSYH'ye oranla %1,4) bir gelir kaybına yol açabileceği hesaplanırken, cari açık üzerinde olumsuz yansımaları olabilecektir. Ancak, şimdilik gerginliğin bu boyuta taşınmayacağı düşünülmektedir. Bu doğrultuda, Türkiye'nin 5 yıllık CDS'si 270 baz puanı aşarak seçim öncesi seviyeleri aştı. Kasım ayında, Avrupa Birliği ile ilişkilerin yeni bir canlanma evresine girmesi ise genel risk algısını fazla etkilemedi. Suriyeli mültecilerin Avrupa'ya geçmesini engellemek ve güvenli bir bölgede mültecileri barındırmak sözüne karşı Türkiye'ye 3 milyar Euro yardım yapmayı kararlaştıran AB, uzun bir süredir sektöre uğrayan adaylık müzakerelerinde de yeni fasılların açılacağını söyledi.

Global Görünüm

Fed'in yağmurdan kaçarken ECB'nin dolusuna tutuldu.

Küresel gelişmelere bakıldığında ise en önemli sürpriz Avrupa Merkez Bankası'ndan (ECB) geldi. ECB enflasyon üzerindeki aşağı yönlü risklerin artması sebebiyle tahvil alım programının süresini uzatarak depo faizini -%0,2'den -%0,3'e indirdi, ancak aylık tahvil alımlarının miktarının artırılması kanalıyla daha etkin bir yol izlemesi beklenen ECB, piyasaları hayal kırıklığına uğrattı. Euro'da değer kazancı ve gelişmiş ülke tahvil getirilerinde yükseliş olarak yansımaları olan bu sürpriz, ihracatının %40'ından fazlasını Avrupa'ya yapan ve yurtdışından özel sektör borçlanmalarının %40'ını Euro Bölgesi'nden temin eden Türkiye'ye yönelik risk iştahı açısından da destekleyici değildi. Diğer yandan, Kasım ayının genelinde ve Aralık ayı başında piyasalar ABD Merkez Bankası Fed'in faiz artırımına hazırlanmaya devam etti. ABD'de tarım dışı istihdamın Kasım ayında 211 bin kişi artarak istihdam piyasasına ilişkin kuvvetli bir sinyal vermesi Fed'in faiz artırımına kesin gözüyle bakılmasına sebep olan son gelişme oldu. Ayrıca, ABD'de manşet enflasyonun birkaç ay içerisinde baz etkilerinin geride bırakılmasıyla belirgin şekilde yükselebileceği yönündeki beklentiler de faiz artırımının önünde pek engel kalmadığı şeklinde değerlendirildi. İki yıllık ABD tahvil faizinin %1'i aşarak 2010 yılından beri en yüksek seviyeye tırmanması da bu fiyatlamanın bir göstergesiydi.

Diğer yandan, Fed Başkanı Janet Yellen yaptığı konuşmalarda Aralık ayında yapılabilecek bir faiz artırımına piyasayı hazırlarken, orta vadede faiz artırımlarına çok yavaş adımlarla ilerleneceğine dair açıklamalar yapması için gelişmekte olan ülkeler açısından destekleyici tarafıydı. Ayrıca, Fed'den son dönemde gelen mesajlar, piyasaların faiz artırımından daha fazla önem verdiği orta vadeli faiz projeksiyonlarının aşağı revize edilebileceğine işaret etti. Bu boyutuyla, piyasaların tam olarak hazırlıklı olduğu Fed faiz artırımını aslında korkulanın aksine, risk iştahına olumlu yansıma potansiyeli olan bir gelişme özelliği kazandı.

Kasım ayında büyüme öncü göstergesi olarak kabul edilen PMI endeksleri küresel ölçekte yükseliş göstererek hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerin büyüme performanslarında iyileşmeye işaret etti. Ancak, gelişmekte olan ülkelerin hala geçmiş dönem ortalamalarının altında büyüyerek küresel ekonomiyi zayıflatığı şeklinde özetlenebilecek küresel büyüme denklemi, Kasım ayında da geçerliliğini korudu. Üçüncü çeyrek için ABD ekonomisindeki büyüme %1,5'ten %2,1'e revize edilirken, Euro Bölgesi ise %1,6 büyüme kaydederek kademeli toparlanma beklentisini değiştirmedii. Çin'de ise Merkez Bankası'nın aldığı tedbirlerin yılın son çeyreğinde büyüme oranını yükseltip yükseltmeyeceği konusu önemini koruyor. Bu doğrultuda, Çin'de büyüme öncü göstergesi olarak izlenen PMI Endeksi'nin 49,9'dan Kasım ayında 50,5'e yükselmesi olumlu olmakla birlikte, bu iyileşmenin yeterli olup olmadığı konusunda endişeler oluştu.

Yurtiçi Piyasalar

Seçimlerin geride bırakılması piyasaları güldürmeye yetmedi.

Kasım ayında seçimlerin tamamlanmasının hemen ardından 2,94 seviyesinden 2,76 seviyesine kadar gerileyen ABD Doları/Türk Lirası kuru, Fed'den faiz artırım beklentilerinin güçlenmesi ile yeniden yükselirken, Kasım ayının genelinde yeni hükümetin kurulmasına kadar geçen süre boyunca piyasaların tedirgin bekleyişi Türk Lirası'nın kazançlarını sınırladı. Ayrıca, Suriye'deki istikrarsızlıkların Türkiye'nin diğer komşu ülkeleriyle gerginlik yaşamasına sebep olacak boyuta ulaşması ve ECB'nin beklentilerin gerisinde kalan gevşeme adımları piyasalar üzerinde Kasım ayının sonlarından başlayıp Aralık ayına uzayan süreçte baskı yarattı. Yurtiçinde ise asgari ücret zammı sebebiyle enflasyon beklentilerinin bozulması genel faiz seviyelerinin yüksek kalmasına sebep olarak, piyasalara nefes aldırmadı. Son bir aylık süreçte Türk Lirası %2'ye yakın değer kaybederken, BIST100 Endeksi %13'a yakın düştü ve 2 yıllık tahvil getirisi 60 baz puan yükseldi.

Fed'in Aralık ayında uzun vadeli faiz projeksiyonlarını aşağı revize etmesinin risk iştahı ve genel faiz seviyeleri açısından destekleyici bir gelişme olmasını beklememize rağmen, Rusya ile yaşanan gerginlikler ve Suriye'de NATO ülkelerini de içine çeker şekilde sorunların derinleşmesi yakından izlenmesi gereken risk unsurlarıdır. Bir süre daha Türk Lirası varlıklar üzerindeki risk priminin yüksek seyretmesine sebep olabilecek bu faktörler, Merkez Bankası'nın para politikasında başlatması beklenen sadeleşme operasyonunun veya hükümetin kısa süre içinde duyurması beklenen yapısal reform programının piyasaya olumlu etkilerini sınırlayabilir.

MAKROEKONOMİK GÖSTERGELER	2011	2012	2013	2014	2015T	2016T
GSYİH (Milyar TL)	1.298	1.417	1.567	1.747	1.935	2.138
GSYİH (Milyar ABD Doları)	774	786	823	800	711	706
Büyüme Oranı (%)	%8,8	%2,1	%4,2	%2,9	%2,8	%3,3
TÜFE Enflasyonu (Yıllık) (%)	%10,4	%6,2	%7,4	%8,2	%8,4	%8,3
İhracat (Milyar ABD Doları)	134,9	152,5	151,8	157,7	145,0	151,0
İthalat (Milyar ABD Doları)	-240,8	-236,5	-251,7	-242,2	-214,5	-229,3
Dış Ticaret Dengesi (Milyar ABD Doları)	-105,9	-84,1	-99,9	-84,5	-69,5	-78,3
Cari İşlemler Dengesi (Milyar ABD Doları)	-75,1	-48,5	-64,7	-46,4	-37,8	-45,5
Cari İşlemler Dengesi/GSYİH (%)	-%9,7	-%6,2	-%7,9	-%5,8	-%5,3	-%6,4
Faiz (Gösterge. Bileşik. Yıl Sonu) (%)	%11,04	%6,16	%10,03	%7,97	%10,50	%10,50
Politika Faizi (%)	%5,75	%5,50	%4,50	%8,25	%8,00	%9,00
TCMB Ağırlıklı Fonlama Maliyeti (%)	%9,04	%5,55	%7,10	%8,51	%9,00	%9,50
Marjinal Gecelik Fonlama Faizi (%)	%12,50	%9,00	%7,75	%11,25	%10,75	%10,75
BİST-100	51.267	78.208	67.802	85.721	80.000	92.500
ABD Doları/TL (Ortalama)	1,6790	1,8011	1,9054	2,1927	2,72	3,02
ABD Doları/TL (Yıl Sonu)	1,9157	1,7912	2,1381	2,3230	2,90	3,15
Euro/ABD Doları (Yıl Sonu)	1,30	1,32	1,38	1,21	1,10	1,05

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)	Ekim	%4,3	%2,8
Kapasite Kullanımı (Mevsimsellikten Arındırılmış)	Kasım	%73,9	%75,1
İşsizlik Oranı (Mevsimsellikten Arındırılmış)	Ağustos	%10,3	%10,4
Fiyat Göstergeleri (Yıllık)	Dönemi	2014	2015
TÜFE Enflasyonu	Kasım	%9,15	%8,10
ÜFE Enflasyonu	Kasım	%8,36	%5,25
Çekirdek Enflasyon	Kasım	%9,03	%9,22
Bütçe Göstergeleri (Milyar TL)	Dönemi	2014	2015
Gelirler	Ocak-Ekim	347,7	398,0
Harcamalar	Ocak-Ekim	362,6	404,2
Faiz Dışı Denge	Ocak-Ekim	30,3	41,2
Bütçe Dengesi	Ocak-Ekim	-14,9	-6,2
Dış Denge (Milyar ABD Doları)	Dönemi	2014	2015
İhracat (12 Aylık Toplam)	Ekim	158,6	146,8
İthalat (12 Aylık Toplam)	Ekim	243,6	216,4
Dış Ticaret Dengesi (12 Aylık Toplam)	Ekim	-84,9	-69,6
Cari İşlemler Dengesi (12 Aylık Toplam)	Eylül	-47,3	-40,6

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 tekli 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 (%) 30.10.2015 - 30.11.2015 (*)	Yılbaşından İtibaren Değişim (%) 31.12.2014 - 30.11.2015 (*)	Yıllık Değişim (%) 28.11.2014 - 30.11.2015 (*)
Likit Fon (HEP)	%0,75	%8,44	%9,20
Kamu Borçlanma Standart Fonu (HEK)	-%0,37	%1,01	%0,70
Kamu Dış Borçlanma Fonu (HED)	-%1,65	%16,77	%21,02
Esnek Fon (HEB)	-%0,98	-%2,52	-%2,94
Hisse Senedi Fonu (HES)	-%3,61	-%8,92	-%9,62
Katkı Fonu (HET)	-%0,71	%1,34	%1,17
Alternatif Esnek Fon (HEE)	-%0,54	%4,88	%5,66
Alternatif Katkı Fonu (HER)	%0,25	%8,90	%9,41
Altın Fonu (HEA)	-%7,50	%8,95	%14,69

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