

FON BÜLTENİ - OCAK 2016

Makro Bakış

Büyüme ve cari açığı beklenenden iyi performans, enflasyon ve bütçenin gölgesinde.

Türkiye ekonomisi 2015 yılının üçüncü çeyreğinde sürpriz bir şekilde yıllık %4 büyüme kaydederek, %2,5 civarındaki ortalama beklentilerin belirgin şekilde üzerine çıktı. Tarım sektöründeki %11,1'lik artış toplam büyüme performansına 1,6 puan katkı yaparken, hizmet sektöründeki %5'lik büyüme de GSYH'yi yukarı taşıyan önemli bir kategoriydi. Sanayi sektöründeki büyüme ise %1,3 ile çok daha düşük kaldı. Büyüme verisine harcama kalemleri ayırımında bakıldığında, özel sektör tüketim harcamaları ve kamu harcamaları büyümeye sırasıyla ekledikleri 2,2 puan ve 0,8 puan ile ekonominin temel sürükleyicisi olurken, özel sektör yatırımlarındaki yavaşlama ve bu kanaldan büyüme üzerindeki "-0,1" puanlık etki dikkat çekti. Net dış ticaret ise, Avrupa'ya yapılan ihracatın hızlanması ve zayıf TL'nin ithalatı frenlemesi sayesinde geçtiğimiz çeyreklerin aksine büyüme performansı üzerinde olumsuz bir etki yapmadı. Üretim önemli bir kısmının stoklara yapılması ise GSYH artışına 1 puanlık katkı yaparak ekonominin, beklentilerin üzerinde büyümesinin temel sebebi oldu. Yılın son çeyreğine ait göstergeler de büyüme oranının yüksek seyrettiğini düşündürmektedir. Sanayi üretimi Ekim ayında yıllık %14,7 artarken, iş ortamı güveninde ve tüketici algısında yaşanan iyileşmeler de Kasım ayında yapılan seçimlerden sonra imenin korunduğunu düşündürmektedir. Kasım ayında sanayi üretiminin yıllık artışı %3,6'ya doğru hız kesmiş olsa da, 2015 yılının dördüncü çeyreğinde ortalama GSYH artışının %3'ün üzerine çıkacağını öngörüyoruz. 2015 yılının tamamı için büyüme beklentimiz %3,4 seviyesinde olurken, son veriler ışığında risklerin yukarı yönlü olduğu anlaşılmaktadır. Resmi kanallardan gelen açıklamalar da 2015 yılı büyüme rakamının %3,5-4 aralığında olabileceğine işaret etmektedir.

Türkiye ekonomisine ilişkin diğer olumlu haber akışı da dış ticaret cephesindeydi. Kasım ayında dış ticaret açığı enerji ithalatındaki düşüşün etkisini hissettirmeye devam ederek yıllık kıyaslamalarda yarı yarıya geriledi. Aralık ayına ait öncü göstergelerle birlikte değerlendirildiğinde cari açığın seneyi 33 milyar dolar civarında ve GSYH'ye oranla %4,6 civarında kapatma ihtimali kuvvetlenirken, piyasanın bu gelişmelerden çok fazla olumlu etkilenmiyor olması dikkat çekmektedir. Türkiye ekonomisi, cari açığı gerilemeye rağmen özel sektörün yüksek seviyelerdeki dış borçluluğu sebebiyle kırılgan kalmaya devam etmektedir. Fed'in faiz artırımının süreceği ortamda yurtdışından sermaye girişlerinin zayıf kalma ihtimali hala bir risk faktörü olurken, enflasyon ve bütçeye ilişkin belirsizlikler ile jeopolitik riskler de piyasaların temkinli kalmasında etkili olmaktadır.

Aralık ayında yıllık TÜFE enflasyonu beklentileri aştı ve Kasım ayındaki %8,1'den %8,8'e yükseldi. Gıda fiyatlarındaki yüksek artışın devam etmesi enflasyonda katılık yaratırken, petrol fiyatlarının sert bir şekilde gerilediği Aralık 2014'ten gelen düşük baz etkisi de enflasyonun yılı yükselerek kapatmasında etkili oldu. Ayrıca, kurun gecikmeli etkileri hissedilmeye devam ederken, gıda, enerji, tütün, alkollü içecekler ve altın fiyatlarını dışlayan çekirdek enflasyon %9,2'den %9,5 gibi yüksek bir seviyeye ulaştı. 2016 yılı için asgari ücret zammının %30 olarak belirlenmesinin yanında, elektrik fiyatlarına yapılan zam, alkol ile tütün ürünlerindeki otomatik vergi ayarlamaları, otoyol ve köprü geçiş ücretlerindeki zamlar, bu sene enflasyonda iyileşmeyi sınırlayacak faktörler olarak karşımıza çıkmaktadır. 2016 yılının ilk çeyreğinde enflasyonun %9,5 civarında seyrettikten sonra yılsonunda %8,3 seviyesine gerileyebileceğini düşünsek de tahminimiz üzerinde yukarı yönlü riskler şimdilik ağır basmaktadır. Resmi kaynaklardan gelen açıklamalar asgari ücret zammının enflasyon üzerinde 1,2 puana varan olumsuz etkisi olabileceğini, Özel Tüketim Vergisi ve elektrik zamlarının ise enflasyonda ilave 0,7 puan yük anlamına gelebileceğini göstermektedir.

Enflasyonist risklerin belirginleşmesiyle sıkı likidite politikası yılın son döneminde de sürdürüldü. Merkez Bankası'nın ortalama fonlama maliyeti Aralık ayında %8,8 seviyesinde yatay kalırken, bankalar arası piyasada gecelik faiz %10,75 ile Merkez Bankası'nın faiz koridorunun üst bandında seyretti. Diğer yandan, Fed'in faiz artırımını takiben bir haftalık repo faizinde yukarı yönlü teknik bir ayarlamaya giderek faiz koridorunu daraltmaya başlaması beklenen Merkez Bankası, sadeleşme kapsamında atılacak bu adımı şimdilik erteledi. Sadeleşmeye başlamak için TL'deki oynaklığın düşük seyretmesi gerektiğine vurgu yapılırken, daha önceki mesajlardan farklı olarak faiz koridorunun üst bandında da indirim kapı açık bırakıldı. Hükümet yetkililerinden gelen açıklamalar, enflasyon kadar büyümeye de öncelik verilen bir döneme geçildiğinin sinyalini verirken, Merkez Bankası ile bu anlamda koordinasyon oluştuğu anlaşılmaktadır. Faiz koridorunun üst bandında bir indirim gödülmesi durumunda Türk Lirası'nın kırılganlığı artabileceği olsa da, küresel risk iştahının kur performansı açısından asıl belirleyici faktör olmaya devam edeceğini düşünüyoruz. Bu noktada, Çin ekonomisindeki yavaşlamanın sinyallerinin devam etmesi ve Çin para biriminin devalüe edilmesi ihtimali en belirleyici unsur olarak karşımıza çıkmaktadır.

Aralık ayında hükümetin yayınladığı eylem planı, seçim vaatleri kapsamında toplamın birçok kesiminin gelirini destekleyici teşvikler içerirken, yapısal reformların ise biraz daha zamana yayılacağı anlaşılmıştır. Kasım ayı itibarıyla 12 aylık birikimli merkezi yönetim bütçe açığının GSYH'ye oranı %0,9 ile 2015 sonu için resmi tahmin olan %1,3'e kıyasla daha olumlu bir performans izlese de bu olumlu gidişatın sürdürülebilirliği konusu ön plana çıkmıştır. Asgari ücret zammına karşılık işverene yapılacak destek ve seçim vaatleri 2016 yılı bütçesine GSYH'ye oranla %1,5'i aşan bir maliyeti yükleyebilecektir. Normalde Ekim aylarında belirlenen yıllık bütçe bu defaya özel olarak gecikmiş ve 2016 yılı bütçesinin ancak Ocak ayında açıklanabileceği belirtilmiştir. Ekim ayında yayınlanan Orta Vadeli Program'da (OVP) belirlenen ekonomik hedeflerin de yine Ocak ayında güncellenmesi söz konusu olacaktır. AB tanımlı borç stokunu GSYH'ye oranla %34'e kadar düşürmeyi başaran ve bu göstergede uluslararası karşılaştırmalarda avantajlı olan Türkiye ekonomisinin mali politikada büyümeyi desteklemek adına bir miktar alanı olduğu söylenebilir. Yeni OVP'de 2016 yılı için önceden %0,7 olan bütçe açığı hedefinin, %4 olan büyüme hedefi bile beraber yukarı revize edilme ihtimali vardır.

Global Görünüm

Fed'in faiz artırımını sakin karşılandı.

Büyüme için en önemli öncü göstergelerden biri olarak izlenen küresel PMI endeksi Aralık ayında önceki aya göre 0,7 puan düşerek 52,9'a geriledi ve önceki aylarda yakalanan yükselişin önemli bir kısmını geri vermiş oldu. Bu göstergenin yıl ortasından bu yana oynak bir görünüm arz eden trendi Aralık ayında da sürmüştü. Ancak endeksin 50'nin üzerindeki seviyesi küresel büyümenin yavaşlamakla beraber devam ettiğini gösterdi. Gelişmiş ülkeler cephesinde ABD'deki düşüş dikkat çekerken, Euro Bölgesi'nde toparlanma ve Japonya'da yatay bir performans vardı. ABD ekonomisinde bazı diğer öncü göstergelerle birlikte değerlendirildiğinde dördüncü çeyrekte ekonominin beklenenden daha yavaş büyümüş olabileceği anlaşılabilir. Şimdilik 2016 yılında ABD'nin hızlanmasına yönelik beklentiler korundu. Diğer yandan, ihracatının %40'ından fazlasını Avrupa'ya yapan ve son aylarda ihracatında hızlanma izlenen Türkiye açısından Euro Bölgesi'ndeki toparlanma olumlu bir haberdir. Gelişmekte olan ülkeler cephesinde, PMI endeksinin Çin'de 50'nin altında kalması ve Hindistan'da Ekim 2013'ten bu yana ilk defa 50'nin altına düşmesi risk iştahı açısından olumsuz haberler arasındaydı.

Büyüme görünümü açısından önemli bir değişiklik olmazken, piyasalarda asıl ön plana çıkan gelişme ise ABD Merkez Bankası Fed'in Aralık ayında 25 baz puanlık faiz artırımına gitmesiydi. Başarılı bir iletişim politikasıyla Fed'in piyasaları bu artışa çok önceden hazırlamış olması piyasalarda korkulan şekilde bir oynaklık yaratmamış olsa da, Fed'in uzun vadeli projeksiyonlarını aşağı revize etmeyerek 2016 yılı için dört tane faiz artırımında ısrarcı olması gelişmekte olan ülkeler açısından destekleyici değildi. Dengeleyici tarafta ise Fed, tahvil alım programı ile piyasaya sunulmuş olan likiditenin uzun bir süre geri çekilmeyeceğini belirterek, para politikasındaki normalleşmenin zamana yayılacağı sinyali ile piyasaları rahatlatmaya da çalıştı.

Fed'in ikinci faiz artırımını Mart'tan önce yapması beklenmezken, enflasyonun Fed'in öngördüğü şekilde mevcut %0,4'ten %1,6'ya doğru yükseliş trendinde olması durumunda, sene içerisinde faiz artırımları görmemiz söz konusu olabilecektir. Beklentiler, ABD'de enflasyonun ilk çeyrekte 1 puan kadar artabileceğini gösterirken, Euro Bölgesi'nde de Aralık ayında %0,2 olan yıllık enflasyonun ilk çeyrekte %1'e doğru yaklaşacağı tahmin ediliyor. Kasım ayı ortalamasında 47 dolar olan petrol fiyatının Aralık ayında 41 dolara gerilemiş olması ise gelişmiş ülkelerde enflasyon konusunda şimdilik aşağı yönlü riskleri artırıyor. Para politikasında normalleşmeyi başlatan Fed'in 2016 yılında da Avrupa ve Japonya Merkez Bankalarından ayrışabileceği ve bu iki bankanın genişlemeci tedbirlere başvurabileceği piyasaların göz ardı etmediği ihtimaller arasında yer almakla birlikte, Fed'in planladığından daha yavaş faiz artırma ihtimali de önemini koruyor.

Yurtiçi Piyasalar

Merkez Bankası'nın sürpriz U dönüşüne rağmen, Aralık'ta piyasalar sakindi.

Aralık ayında yurtiçi piyasalar açısından destekleyici olma potansiyeli taşıyan birçok gelişme beklenen şekilde sonuçlanmadı. Aralık ayı başında Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB) genişlemeci tedbirleri piyasanın beklediği güçte olmadı. ECB niceliksel gevşeme programının süresini uzatıp faizi indirse de, aylık tahvil alım miktarını artırmadı. Fed'in Aralık ortasında yaptığı faiz artırımını fiyatları önceden girdiğinden ve aslında belirsizlikleri azalttığından ilk etapta olumlu bir piyasa tepkisi yaratsa da, 2016'da piyasanın 2 veya 3 faiz artırımına karşılık Fed'in 4 faiz artırımında ısrarcı olması temkinli karşılandı. Son olarak da Türkiye Merkez Bankası daha önceden sinyalini vermiş olmasına rağmen Aralık ayındaki toplantısında sadeleşme kapsamında beklenen teknik faiz artırımını gerçekleştirmedi ve önümüzdeki dönemde faiz koridorunun üst bandında indirimlere kapıyı açık bıraktı. Ancak, bu kararın yurtdışında piyasaların Noel nedeniyle sakin olduğu Aralık ayı üçüncü haftasına denk gelmesiyle kur üzerinde negatif bir etki hissedilmedi. Aralık ayı içerisinde yayınlanan yapısal reform programı da seçim vaatlerine ilişkin açıklamalar ile gölgelendi. Bu vaatlerin finansmanına ilişkin açıklamaların gecikmesi ile enflasyon ve bütçe beklentileri olumsuz etkilenirken, tahvil getirileri ve hisse senedi piyasasındaki yansımaları olumsuz oldu. Aralık ayında TL'de sepet bazında %1,6 değer kaybı, BIST 100 Endeksi'nde %2,2 düşüş ve iki yıllık tahvil faizinde 0,4 puan yükseliş vardı.

2016 yılının ilk günlerinde Suudi Arabistan ve İran arasında yaşanan gerginlik Türkiye'nin de içinde yer aldığı coğrafi bölgeye ilişkin jeopolitik riskleri hatırlatırken, yurtiçinde ise enflasyonu önümüzdeki aylarda %9,5 seviyelerine taşıyacak zamlarla yeni yıla başlandı. Siyasi belirsizliklerin azalmış olmasına karşın, para politikasında ekonomik büyümeye daha fazla hassasiyet gösterilen yeni bir döneme girilmesi ve yeni yıla ilişkin mali politikaların henüz tam olarak netleşmemesi piyasalarda temkinli bir seyir olacağını düşündürmektedir. Hisse senedi piyasasında değerlemeler cazip olmakla birlikte, toparlanma görülebilmesi için Fed'in faiz artırım hızına ilişkin beklentileri aşağı çeken verilere ve yurtiçinde yeni OVP'de mali ve para politikaları uygulamalarının uyumlu olduğuna işaret eden gelişmelere ihtiyaç duyulacaktır. Ayrıca Çin'de para birimindeki değer kayplarının sürmesi ihtimali kısa vadede piyasaları baskı altında tutabilecek bir risk unsuru olarak izlenmesi gerekmektedir.

MAKROEKONOMİK GÖSTERGELER	2011	2012	2013	2014	2015	2016T
GSYİH (Milyar TL)	1.298	1.417	1.567	1.747	1.945	2.138
GSYİH (Milyar ABD Doları)	774	786	823	800	717	706
Büyüme Oranı (%)	%8,8	%2,1	%4,2	%2,9	%3,4	%3,3
TÜFE Enflasyonu (Yıllık) (%)	%10,4	%6,2	%7,4	%8,2	%8,8	%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	%10,78	%10,50
Politika Faizi (%)	%5,75	%5,50	%4,50	%8,25	%7,50	%9,00
TCMB Ağırlıklı Fonlama Maliyeti (%)	%9,04	%5,55	%7,10	%8,51	%8,81	%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	71.727	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	2,91	3,15
Euro/ABD Doları (Yıl Sonu)	1,30	1,32	1,38	1,21	1,09	1,05

2015 yılı için** ile gösterilen değişkenler ve 2016 yılına ait tüm göstergeler İş Portföy Yönetimini A.Ş. tahminleridir.

Makroekonomik Göstergeler			
Büyüme	Dönemi	2014	2015
GSYİH (Yıllık Birikimli, Milyar ABD Doları)	3. Çeyrek	807,9	746,4
Büyüme Oranı (Yıllık)	3. Çeyrek	%1,8	%4,0
Üretim Göstergeleri	Dönemi	2014	2015
Sanayi Üretimi (12 Aylık Ortalama)	Kasım	%3,8	%3,2
Kapasite Kullanımı (Mevsimsellikten Arındırılmış)	Aralık	%74,4	%75,4
İşsizlik Oranı (Mevsimsellikten Arındırılmış)	Eylül	%10,6	%10,4
Fiyat Göstergeleri (Yıllık)	Dönemi	2014	2015
TÜFE Enflasyonu	Aralık	%8,17	%8,81
ÜFE Enflasyonu	Aralık	%6,36	%5,71
Çekirdek Enflasyon	Aralık	%8,73	%9,51
Bütçe Göstergeleri (Milyar TL)	Dönemi	2014	2015
Gelirler	Ocak-Kasım	386,9	441,8
Harcamalar	Ocak-Kasım	398,2	447,2
Faiz Dışı Denge	Ocak-Kasım	37,1	45,8
Bütçe Dengesi	Ocak-Kasım	-11,3	-5,4
Dış Denge (Milyar ABD Doları)	Dönemi	2014	2015
İhracat (12 Aylık Toplam)	Kasım	157,5	145,5
İthalat (12 Aylık Toplam)	Kasım	243,5	211,0
Dış Ticaret Dengesi (12 Aylık Toplam)	Kasım	-86,0	-65,5
Cari İşlemler Dengesi (12 Aylık Toplam)	Ekim	-46,4	-38,1

Not: 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 (%) 30.11.2015 - 30.12.2015 (*)	Yılbaşından İtibaren Değişim (%) 31.12.2014 - 30.12.2015 (*)	Yıllık Değişim (%) 31.12.2014 - 31.12.2015 (*)
Likit Fon (HEP)	%0,90	%9,42	%9,42
Kamu Borçlanma Standart Fonu (HEK)	-%0,39	%0,62	%0,62
Kamu Dış Borçlanma Fonu (HED)	%1,17	%18,14	%18,14
Esnek Fon (HEB)	-%1,09	-%3,58	-%3,58
Hisse Senedi Fonu (HES)	-%3,45	-%12,05	-%12,05
Katkı Fonu (HET)	-%0,51	%0,83	%0,83
Alternatif Esnek Fon (HEE)	-%1,99	%2,80	%2,80
Alternatif Katkı Fonu (HER)	%0,19	%9,11	%9,11
Altın Fonu (HEA)	%0,35	%9,33	%9,33

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