

## FON BÜLTENİ - ŞUBAT 2016

### Makro Bakış

#### 2016 yılı büyüme hedefi artırılırken, enflasyon hedefinden feragat ediliyor.

Öncü göstergeler 2015 yılının son çeyreğinde bir önceki çeyrekte elde edilen %4'lük büyüme performansını aratmayacak derecede güçlü bir GSYH artışına işaret ederken, Ocak ayında yayınlanan Orta Vadeli Program'da (OVP) da 2015 yılı resmi büyüme tahmini %4 ile daha önceden %3 seviyesinde olan projeksiyonu aştı. Hane halkı gelirini artırıcı teşviklerin 2016 yılında Türkiye'nin büyüme performansına 0,5-1 puan arasında katkı sağlayacağını öngören IMF, 2016 yılında GSYH artışının %3,5-4 arasında olacağını tahmin etti. Hükümetin 2016 yılı resmi büyüme hedefi ise %4'ten %4,5'e revize edildi. Kredi büyümesinin ve gelişmekte olan ülkelere sermaye girişlerinin yavaş seyredeceğine yönelik beklentimiz paralelinde biz 2016 yılı için %3,3 ile daha muhafazakar bir büyüme oranı beklemeye devam ediyoruz. Bu anlamda, 2016 yılının Ocak ayına ait ilk büyüme sinyalleri de temkinli olmayı gerektiren bir tablo çizdi. Ocak ayında öncü dış ticaret verilerindeki daralma, 2015 yılının son çeyreğinde %7'yi aştığını tahmin ettiğimiz yıllık sanayi üretimi büyümesinin, %0 civarına gerileme ihtimali olduğunu gösterdi. Sadece Rusya değil, Avrupa'ya yapılan ihracatın daralması da dikkat çekti. Ocak ayındaki bu yavaşlamada hava koşulları gibi geçici faktörlerin etkisinin olabileceğini belirtmek gerekiyor.

İç talebin büyümeyi sürüklediği ve hızlandırdığı yıllarda, cari açığa görmeye alışkın olduğumuz bozulma 2015 yılında geçerli değildi. Petrol fiyatlarındaki gerilemenin etkileri Aralık ayında da hissedilmeye devam etti. Dış ticaret açığı 2015 yılının Aralık ayına göre 2,7 milyar dolar gerileyerek 6,2 milyar dolar seviyesine düştü. Bu veriler ışığında, Kasım ayı itibarıyla 34,7 milyar dolara inen 12 aylık birikimli cari açığın 2015 yılı sonunda 32,5 milyar dolar (GSYH'ye oranla %4,4) seviyesinde gerçekleşebileceği görülüyor. 12 aylık birikimli olarak bakıldığında, cari açığın finansmanına ilişkin kompozisyondaki iyileşme Kasım ayında da sürdü ve uzun vadeli sermaye girişleri ile doğrudan yatırımların cari açığa oranı %140'a ulaştı. Bu oran 2015'in başında yalnızca %36 seviyesine idi. Finansmanın yapısındaki iyileşme her ne kadar sağlıklı bir gelişme olsa da, bu iyileşmenin toplam sermaye girişlerindeki ve rezervlerdeki düşüş sebebiyle gölgelendiği söylenebilir. Kaynağı bilinmeyen sermaye girişleri hariç tutulduğunda, 12 aylık birikimli sermaye girişleri 2014 sonunda 42,7 milyar dolardan Kasım 2015 itibarıyla 13 milyar dolara gerilemiş durumdadır. Hükümet yeni hedefleri doğrultusunda revize ettiği 2016-2018 yıllarına yönelik OVP'yi yayınladığında, büyüme hedefinin yukarı revize edilmesinin yanında dikkat çeken bir diğer önemli detay da, petrol fiyatlarının 37 dolar ortalamasında kalacağı varsayım altında cari açık beklentisinin 2016 yılı için 28,6 milyar dolar gibi düşük bir seviyede belirlenmesi oldu. Bizim beklentimiz cari açığın 38 milyar dolara doğru yükselmesi olsa da, Dünya Bankası'nın da 2016 yılı petrol fiyat öngörüsünü 40 doların altına revize ettiği de dikkate alınırsa, bizim cari açık beklentimiz üzerindeki aşağı yönlü riskler artmıştır.

Ocak ayında açıklanan elektrik ve ÖTV zamlarına ek olarak, asgari ücret artışının %30 gibi yüksek bir seviyede belirlenmiş olması sebebiyle enflasyon gelişmeleri finansal piyasalar açısından oldukça kritikti. 2015 yılını %8,8 seviyesinde tamamlayan TÜFE enflasyonu Ocak ayında %9,6'ya yükseldi. Elektrik ve ÖTV zamlarının enflasyona 0,7 puan eklediğini hesaplarken, gıda, çekerdek ve hizmet enflasyonunun sırasıyla %11,7, %9,6 ve %9,1 seviyelerine doğru yükselmesi, enflasyonda alt kalemlerin genelinde yayılan bir yükseliş baskısı olduğunu gösterdi. Yeni OVP'de ve Merkez Bankası'nın Enflasyon Raporu'nda yılsonu enflasyon tahmininin %7,5 ile %5 olan resmi hedefin belirgin şekilde üzerinde belirlenmiş olması ise enflasyonla mücadele konusundaki kararlılık ile ilgili soru işaretleri yaratarak, beş yıl vadeli enflasyon beklentilerinin ilk defa %8'in üzerine yükselmesine sebep oldu. Enflasyonun Şubat ve Mart aylarında %9'un üzerinde seyrettikten sonra, ikinci çeyrekte itibaren düşmeye başlayacağını ve sene sonunda %8,3 seviyesine gerileyeceğini tahmin ediyoruz. Piyasa beklentisinin de buna benzer olduğu görülmektedir.

Merkez Bankası enflasyondaki yükseliş karşısında, likidite politikasını sıkılaştırarak Ocak ayında ortalama fonlama maliyetini %8,8'den %9'a doğru yükseltti. Ayrıca, Ocak ayında yaptığı Para Politikası Kurulu Toplantısı'nda faizleri değiştirmemekle birlikte, enflasyonist risklere yönelik yaptığı vurguyu bir miktar artırdı. Ocak ayında asıl sürpriz gelişme, Merkez Bankası'nın para politikasının çerçevesini sadeleştirme yönündeki planlarını bir süreliğine gündem dışına alması oldu. Küresel piyasalardaki oynaklıklar sebebiyle çoklu faiz koridoru uygulamasının bir süre daha devam edeceğini söyleyen Merkez Bankası, böylece, faiz koridorunun üst bandını belirleyen %10,75 seviyesindeki gecelik borçlanma faizinde indirim olabileceği yönündeki endişeleri de gidermiş oldu. TL'nin performansı açısından önemli olan bu faiz seviyesinin değişmeyecek olması ve ortalama fonlama maliyetindeki yükseliş, TL varlıklar açısından destekleyici gelişmelerdi. Yine de, enflasyonun Ocak ayında ulaştığı seviye Kasım 2014'ten beri ilk defa Merkez Bankası'nın ortalama fonlama maliyetinin üzerine çıkmış ve negatif reel faiz ima etmiştir.

İki genel seçim atlatılan 2015 yılında merkezi yönetim bütçe açığı GSYH'ye oranla %1,2 gibi düşük bir seviyede tamamladı. Gelir performansı hem vergi gelirlerindeki artış hem de özelleştirme ve kâr transferleri gibi bir kerelik gelirler sayesinde 2015 yılı genelinde desteklenirken, bu sayede harcamaların yüksek artışını sürdürmesinin bütçe üzerinde olumsuz etkileri gözlenmedi. Önceden merkezi yönetim bütçe açığının GSYH'ye oranını 2016 yılında %0,7'ye düşürmeyi hedefleyen ekonomi yönetimi, revize OVP'de bu hedefini %1,3'e yükseltti. Hane halkı gelirini artırıcı teşviklerin oluşturacağı maliyet baskısının önemli bir kısmının daha yüksek GSYH büyümesinin sağlayacağı vergi artışı ile bertaraf edilebileceğini öngören yeni OVP, aslında bütçe performansı için büyüme performansının da ne kadar belirleyici olacağını göstermiş oldu. Şimdilik Hazine'nin 2016 yılı için borçlanma ihtiyacını 5 milyar TL gibi oldukça düşük bir tutarda artıran bütçe hedef revizyonu, ekonomik büyüme beklentilerinin altında kalırsa tahmin edilenden daha fazla borçlanma ihtiyacı doğurabilir.

### Global Görünüm

#### Para politikası tedbirleri küresel büyüme için iş başında.

IMF ve Dünya Bankası küresel büyüme tahminlerini Ocak ayında sırasıyla 0,2 puan ve 0,4 puan aşağı revize ettiler. Yine de, gelişmekte olan ekonomilerdeki canlanma sayesinde, 2016 yılında dünya ekonomisinin 2015 yılına kıyasla bir miktar daha yüksek bir büyüme gerçekleştirmesi yönündeki beklentiler korundu. Ancak 2016 yılına Çin kaynaklı endişelerle tetiklenen ve küresel finansal piyasaların genelinde yayılan yüksek oynaklıkla başlanması büyüme yönelik toparlanma beklentilerini bir miktar risk altına soktu. Bu endişeler, küresel büyüme açısından öncü gösterge olarak takip edilen dünya PMI endeksinin Ocak ayında gerileyerek son bir yılın en düşük seviyesine inmesiyle daha da pekişti. Büyüme göstergeleri ABD'de zayıflarken, geçen yılın son çeyreğinde ABD ekonomisinde izlenen yavaşlamanın, beklentilerin aksine 2016 yılında hala tersine dönmemiş olması da dikkat çekti. 2015 yılında ABD %2,4'lük büyüme yakalamış ve diğer gelişmiş ülkelere kıyasla daha olumlu bir performans göstermişti, ancak büyüme oranı 4. çeyrekte %0,7'ye gerilemişti. Euro Bölgesi için büyüme göstergeleri de bir miktar yavaşlamakla birlikte yüksek seviyelerini Ocak ayında muhafaza etti. Çin'de ise 2015 yılında beklendiği gibi GSYH artışı %6,9 ile son 25 yılın en düşük seviyesinde gerçekleşti. Çin'de öncü büyüme göstergeleri zayıflamanın devam edebileceğini gösterdi.

Ocak ayında gelişmiş ülkelerin para politikaları uygulamaları ekonomiyi ve piyasaları destekleyecek şekilde genişlemeci yönde değişim gösterdi. Japonya Merkez Bankası (BoJ) enflasyonda hedefe doğru yükselişin beklendiklerinden daha uzun süreceğini söyleyerek faizini negatif bölgeye indirdi ve benzeri tedbirlerin devam edebileceğini belirtti. Euro Bölgesi'nde yıllık enflasyon Ocak ayında %0,2'den %0,4'e yükseldi ancak bu yükseliş Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB) ilave genişlemeci parasal tedbirler üzerinde çalışıldığını belirtmesine mani olmadı. Enflasyonun emtia fiyatlarındaki düşüşten olumsuz etkileneceğini vurgulayan ECB Başkanı Draghi Mart ayında likiditeyi artırıcı yönde bir tedbir gelebileceğine dair beklenti yarattı. Ayrıca, büyüme göstergelerinin yavaşladığı ve enflasyonun beklentilerin altında kaldığı ABD'de, Fed yetkilileri faiz artırımının ötelenebileceğine dair sinyaller verdiler. ABD'de enflasyon Aralık ayına ait son veride %0,5'ten %0,7'ye yükselirken, uzun vadeli enflasyon beklentileri çok uzun süredir ilk defa %2 hedefinin altına indi. Bu ortamda, Fed'in Mart ayında ikinci faiz artırımına gitmesine verilen olasılık %50'lerden %10'lara kadar geriledi.

## Yurtiçi Piyasalar

### Gelişmiş ülkelerin gevşeme sinyalleri, yurtiçinde yüksek enflasyonu unutturdu.

Çin borsasındaki ve dolara çipalı Çin para birimindeki sert değer kayıplarının etkisiyle küresel piyasalar Ocak ayının ilk üç haftasında sert bir şekilde savruldu. Bu dönemde, ABD borsasındaki oynaklık üzerinden küresel risk iştahını ölçen VIX oynaklık göstergesi 2015 yılının Ağustos ayında yaşanan türbülansın bu yana en yüksek seviyesine çıkarken, gelişmekte olan ülkelerin para birimlerinde ortalama %3'e yakın ve hisse senedi piyasalarında da %13 civarı kayıplar vardı. Petrol fiyatlarının gerilemesi ve BDDK'nın bankacılık sektörünü rahatlatıcı yönde tüketici kredilerine yönelik kararlar açıklaması, bu dönemde yurtiçi piyasaların diğer gelişmekte olan ülkelere olumlu yönde ayrışmasına destek oldu. Olumsuz piyasa koşulları, BoJ'un faiz indirimi, ECB'nin Mart ayında ilave genişlemeci tedbirler alacağına dair mesajları ve Fed'in ABD'deki zayıf veri akışı paralelinde faiz artırımını erteleyeceği beklentileri ile tersine döndü ve piyasalar kayıplarını törpüledi. Bu sayede, Ocak ayının tamamında gelişmekte olan ülke para birimleri %1,5 değer kaybederken, TL'deki değer kaybı %1,3 oldu. Sepet bazında ise TL %1,2 değer kaybetti. BIST100 endeksi %2,4 artarken, diğer gelişmekte olan ülkelere kıyasla %8,6'lık daha olumlu bir performans vardı. Tahvil piyasasına bakıldığında, 2 yıllık gösterge tahvil %10,9 ve 10 yıllık tahvil ise %10,8 faiz seviyeleri ile yataya yakın bir performans gösterdi.

İyimser piyasa koşullarının, küresel likiditenin yeniden artabileceği ve riskli varlıklara doğru sermaye girişlerinin canlanabileceği beklentilerinden kaynaklandığı izlenmektedir. Finansal piyasalar açısından Fed'in politikasının daha belirleyici olacağını düşünüyoruz. Fed'in faiz artırımlarının ertelenmesinin, Türkiye gibi yabancı sermaye girişlerine ihtiyaç duyan ekonomiler açısından destekleyici olacağını düşünmekle birlikte, ABD ekonomisinin ivme kaybetmesi ihtimalinin yakından izlenmesi gerekmektedir. Zira ABD ekonomisinde beklenmeyen bir yavaşlama, küresel likidite bolluğunun yaratabileceği faydaların fazlasıyla önüne geçebilir. Ayrıca, gelişmekte olan ülkelere yönelik kırılganlıkların devam ettiği düşünüldüğü, yılın kalanında oynaklıklara hazırlıklı olmak gerektiği de anlaşılmaktadır. Yılı sonu için 3,15 dolar/TL ve %10,5 seviyesindeki iki yıllık tahvil faizi beklentilerimizi korumaya devam ediyoruz. Yurtiçinde ise, küresel risk iştahının zayıfladığı bir dönemde yeniden enflasyon ve Merkez Bankası'nın politikaları ön plana çıkabilir. Biz Merkez Bankası'nın likidite politikasını bir miktar daha sıkılaştırmasının uzun vadeli enflasyon beklentilerini kontrol altına almak adına yararlı olacağını düşünüyoruz.

v	2012	2013	2014	2015	2016
GSYİH (Milyar TL)	1.417	1.567	1.747	1.945	2.138
GSYİH (Milyar ABD Doları)	786	823	800	717	706
Büyüme Oranı (%)	%2,1	%4,2	%2,9	%3,4	%3,3
TÜFE Enflasyonu (Yıllık) (%)	%6,2	%7,4	%8,2	%8,8	%8,3
İhracat (Milyar ABD Doları)	152,5	151,8	157,7	143,9	149,6
İthalat (Milyar ABD Doları)	-236,5	-251,7	-242,2	-207,2	-220,1
Dış Ticaret Dengesi (Milyar ABD Doları)	-84,1	-99,9	-84,5	-63,3	-70,5
Cari İşlemler Dengesi (Milyar ABD Doları)	-48,5	-64,7	-46,4	-32,5	-38,1
Cari İşlemler Dengesi/GSYİH (%)	-%6,2	-%7,9	-%5,8	-%4,5	-%5,4
Faiz (Gösterge. Bileşik. Yıl Sonu) (%)	%6,16	%10,03	%7,97	%10,78	%10,50
Politika Faizi (%)	%5,50	%4,50	%8,25	%7,50	%9,00
TCMB Ağırlıklı Fonlama Maliyeti (%)	%5,55	%7,10	%8,51	%8,81	%9,50
Marjinal Gecelik Fonlama Faizi (%)	%9,00	%7,75	%11,25	%10,75	%10,75
BİST-100	78.208	67.802	85.721	71.727	85.000
ABD Doları/TL (Ortalama)	1,801	1,905	2,193	2,720	3,02
ABD Doları/TL (Yıl Sonu)	1,791	2,138	2,323	2,910	3,15
Euro/ABD Doları (Yıl Sonu)	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	807,3	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)	Ocak	%74,5	%75,2
İşsizlik Oranı (Mevsimsellikten Arındırılmış)	Ekim	%10,6	%10,6
Fiyat Göstergeleri (Yıllık)	Dönemi	2014	2015
TÜFE Enflasyonu	Ocak	%7,24	%9,58
ÜFE Enflasyonu	Ocak	%3,28	%5,94
Çekirdek Enflasyon	Ocak	%8,63	%9,63
Bütçe Göstergeleri (Milyar TL)	Dönemi	2014	2015
Gelirler	Ocak-Aralık	425,4	483,4
Harcamalar	Ocak-Aralık	448,8	506,0
Faiz Dışı Denge	Ocak-Aralık	26,5	30,4
Bütçe Dengesi	Ocak-Aralık	-23,4	-22,6
Dış Denge (Milyar ABD Doları)	Dönemi	2014	2015
İhracat (12 Aylık Toplam)	Aralık	157,6	143,9
İthalat (12 Aylık Toplam)	Aralık	242,2	207,2
Dış Ticaret Dengesi (12 Aylık Toplam)	Aralık	-84,6	-63,3
Cari İşlemler Dengesi (12 Aylık Toplam)	Kasım	-48,0	-34,7

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 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 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 (%) 31.12.2015 - 29.01.2016 (*)	Yılbaşından İtibaren Değişim (%) 31.12.2015 - 29.01.2016 (*)	Yıllık Değişim (%) 30.01.2015 - 29.01.2016 (*)
Likit Fon (HEP)	%0,77	%0,77	%9,47
Kamu Borçlanma Standart Fonu (HEK)	%0,59	%0,59	-%1,99
Kamu Dış Borçlanma Fonu (HED)	%2,12	%2,12	%17,52
Esnek Fon (HEB)	%0,99	%0,99	-%6,12
Hisse Senedi Fonu (HES)	%2,29	%2,29	-%14,04
Katkı Fonu (HET)	%0,79	%0,79	-%1,80
Alternatif Esnek Fon (HEE)	%0,59	%0,59	%1,94
Alternatif Katkı Fonu (HER)	%0,52	%0,52	%7,92
Altın Fonu (HEA)	%5,53	%5,53	%6,42

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