

## FON BÜLTENİ - NİSAN 2016

### Makro Bakış

#### Gıda sayesinde yıllık enflasyon iki ayda %9,6'dan %7,5'e indi.

2015 yılının dördüncü çeyreğinde GSYH yıllık %5,7 ile oldukça yüksek bir büyüme kaydetti. Özel sektör tüketim harcamaları ve kamu harcamaları büyümenin temel sürükleyicileri olurken, net dış talebin ve özel sektör yatırımlarının büyümeye verdiği destek arttı. Sektörlere bakıldığında ise hizmet ve sanayi büyümeye en önemli katkıyı yapan kategorilerdi. 2015 yılının tamamında GSYH büyümesi %4'e ulaştı ve 2014 yılında %3,0 seviyesinde olan performansa kıyasla hızlanmış oldu. 2015 yılının genelinde büyümeye 3 puanlık en önemli katkı özel tüketim harcamalarından geldi. Otomotiv satışlarını da kapsayan ulaştırma grubunda yapılan harcamalar, özel tüketimin motoru oldu. Asya hariç tutulduğunda, Türkiye'nin büyüme performansının diğer gelişmekte olan ülkelerden daha yüksek olması piyasalar açısından olumlu bir gelişmeydi. Ocak ayında beklentileri aşarak %3,6 büyüme kaydeden sanayi üretimi, Ocak-Şubat dönemi otomotiv üretiminde gözlenen artışlar ve Ocak-Mart aylarına ait dış ticaret verileri, yılın ilk çeyreğinde ekonominin bir miktar yavaşlamakla beraber ılımlı bir hızda büyümeye devam ettiğine işaret etti. Reel Sektör Güven Endeksi'nde, yurtiçi ve yurtdışı kaynaklı gelecek üç aya dair yeni sipariş beklentileri ve Tüketici Güven Endekslerindeki düşüş ekonomide yılın ilk çeyreğinde bir ivme kaybı olduğu görüşünü destekledi.

Cari dengedeki iyileşme Ocak ayında yavaşlayarak devam etti ve 12 aylık birikimli cari açık 31,9 milyar dolar ile Ağustos 2010'dan beri en düşük seviyesine geriledi. 2014 yılı ile kıyaslandığında cari açıkta 11,7 milyar dolarlık iyileşme olurken, aynı dönemde enerji faturasının 49 milyar dolardan 32 milyar dolara inmesi buradaki iyileşmenin en önemli kaynağı oldu. Buna karşın, 2015 yılının ikinci yarısından itibaren enerji ve altın hariç olarak bakıldığında (çekirdek) cari dengede kısmi bir bozulma dikkat çekti. Turizm gelirinin 2014 yılında 24,5 milyar dolar iken bu yılın Ocak ayı itibarıyla 21 milyar dolara gerilemesi çekirdek cari dengedeki bozulmada etkili oldu. 2015 yılında Türkiye'ye gelen yabancı ziyaretçi sayısı 2014 yılına kıyasla %1,6 oranında geriledikten sonra, 2016 yılının ilk iki ayı itibarıyla %8,5 daha düştü. Turist sayısındaki düşüşün benzer şekilde devam ettiği kötümser bir senaryoda ekonomi üzerinde GSYH'nin %0,5'i kadar olumsuz bir etki oluşması mümkün görünmektedir. Şimdilik 2016 yılı için %3,3 seviyesindeki büyüme tahminimiz üzerindeki risklerin dengeli olduğu görüşündeyiz.

Mart ayında yıllık TÜFE enflasyonu Şubat ayındaki %8,78'den %7,46'ya düştü ve Ocak ayında ulaşılan %9,6 seviyesinden beklentileri aşan bir hızla geri çekilmiş oldu. Yıllık gıda enflasyonunun Şubat ayındaki %8,8'den %4,6'ya gerilemesi bu sonuçta belirleyici oldu. Çekirdek-I enflasyonu (gıda, enerji, alkol, tütün ve altın hariç TÜFE) yıllık bazda %9,72'den %9,51'e hafif bir iyileşme kaydederken, asgari ücret zammının enflasyonist baskısının sınırlı kaldığını gösterdi. Baz etkileri incelendiğinde, enflasyonun Nisan ayında da düşmeye devam etmesi ancak yaz aylarında yeniden yükselişe geçmesi mümkün görünmektedir. Buna karşın, hem gıda hem de çekirdek enflasyonda beklediğimizden olumlu gidişati dikkate alarak sene sonu enflasyon beklentimizi %8,3'ten %7,9'a revize ettik.

ABD'de ve Euro Bölgesi'nde para politikalarının piyasaları ve ekonomiyi destekleyici yönde değişim göstermeleri TCMB'ye faiz indirmesi için zemin hazırladı. Merkez Bankası Mart ayındaki PPK toplantısında, küresel piyasalardaki oynaklıkların düşmesi ve Türk lirasının görece istikrar kazanması sayesinde faiz koridorunun üst bandını %10,75'ten %10,5'e indirirken, enflasyona bağlı olarak faiz indirimlerinin devam edebileceği sinyalini verdi. Merkez Bankası Mart ayı boyunca sıkı likidite politikası uyguladı ve ortalama fonlama maliyetinde önceki ayın ortalaması olan %9,1 seviyesine göre 30 baz puanlık sınırlı bir düşüş oldu. Çekirdek enflasyonun yüksek seyri ve manşet enflasyonun yeniden yükselme riski olması sebebiyle, Merkez Bankası'nın ortalama fonlama maliyetinde çok hızlı bir düşüşü tercih etmemesi uzun vadeli enflasyon beklentileri açısından pozitif oldu. 5 yıl sonrasına ait enflasyon beklentileri %7'ye doğru geriledi. Mart ayında enflasyonun düşmesi ve Türk lirasının güçlenmeye devam etmesi Merkez Bankası'nın 20 Nisan'daki toplantısında 25-50 baz puan daha faiz indirebileceğini düşündürmektedir. Ancak, 19 Nisan'da süresi dolacak olan Merkez Bankası Başkanı'nın atanma süreci de faiz kararı kadar piyasalar açısından önemli olacak ve faiz kararına ilişkin beklentileri şekillendirebilecektir.

Sonuç olarak, Türkiye bir yandan büyüme hızını artırırken, bir yandan cari açığını ve enflasyonu düşürdü. Her ne kadar, cari açığı ve enflasyondaki düşüş petrol fiyatı ve gıda fiyatları gibi dışsal faktörler sayesinde hayata geçmiş olsa da, Şubat ayı bütçesinin yansıttığı kadarıyla mali disiplinin korunuyor olması, ekonomi politikalarına dair olumlu bir mesaj verdi. 12 aylık birikimli bütçe açığının GSYH'ye oranı %0,9 ile sene sonu için hükümetin resmi hedefi olan %1,3'ten ve bizim %1,6 ile daha yüksek olan tahminimizden iyi bir performans gösterdi. Harcamalarda hızlanmaya bağlı olarak, bütçe açığının yükselme riskinin devam ettiğini düşünsek de, bu kanaldan faizler üzerinde olumsuz bir etki şimdilik beklenmemektedir. Hazine Ocak-Mart döneminde planladığından daha fazla borçlandı, ancak yabancı ilgisinin güçlenerek sürmesi ve borç çevirme oranının %90 ile hâlâ %100'ün altında olması sayesinde herhangi bir faiz baskısı hissedilmedi.

### Global Görünüm

#### Gelişmiş ülke merkez bankalarının koordineli gevşeme adımları risk iştahını besledi.

Küresel gelişmeler açısından, Mart ayına Fed ve Avrupa Merkez Bankası'ndan (ECB) gelen destekleyici açıklamalar damgasını vurdu. Fed 16 Mart'ta faizi beklendiği gibi değiştirmekten, 2016 yılı için önceden dört faiz artırımını yönünde olan öngörüsünü iki faiz artırımını olarak güncelledi. Ayrıca, Fed Başkanı Yellen, Mart ayının son haftasında yaptığı konuşmada faiz artırımlarında oldukça dikkatli davranacaklarını söyleyerek piyasadaki faiz artırım beklentilerinin Eylül ayına ve yılın son çeyreğine doğru ötelenmesine sebep oldu. ECB 8 Mart'ta düzenlenen toplantısında refinansman oranını %0,05'ten %0'a çekerken, mevduat depo faizini -%0,3'ten -%0,4'e düşürdü. ECB ayrıca varlık alım programının hem kapsamını hem miktarını artırdı ve bankalara negatif faiz ile uzun vadeli finansman imkânı açıkladı. Hatırlanacağı üzere Japonya Merkez Bankası (BoJ) da Ocak ayında negatif faiz uygulamasına geçmişti.

Ocak ayında küresel finansal piyasalarda oluşan oynaklıklar ve sert satış dalgası, Çin ekonomisindeki istikrarsızlığın ve Çin para birimindeki ani değer kayıplarının küresel ekonomi açısından ne denli önemli bir tehdit olduğunu göstermişti. Gelişmiş ülke merkez bankalarının Şubat ayında yapılan G20 toplantısından bu yana ellerindeki araçları ekonomiyi ve piyasayı destekleyici şekilde kullanmaları, bu tehditleri bertaraf etmeye üzere ortak bir yaklaşımın benimsendiğini düşündürdü. Para politikalarından gelen bu sürpriz işbirliği yatırımcıların ekonomiye duydukları güveni tazeleyerek risk iştahına ve sermaye girişlerine destek oldu.

Küresel büyümeye dair öncü göstergeler olarak takip edilen imalat sanayi PMI endeksi Şubat ayında daralma ve genişleme dönemlerini ayıran 50 eşik seviyesine geriledikten sonra, Mart ayında 50,5'e doğru toparlandı. Yeni siparişlerdeki yükseliş PMI endeksindeki iyileşmenin Nisan ayında da devam edebileceğini sinyalini verdi. PMI'deki toparlanma birçok ülkeden destek buldu. Çin'de PMI 2015 yaz aylarından beri ilk defa 50'nin üzerine çıktı. ABD'de istihdam piyasası gelişmeleri, büyümenin tüm risklere rağmen sağlıklı bir şekilde ilerlediğini gösterirken, çekirdek (PCE) enflasyon ise

Şubat ayı itibarıyla yıllık %1,7'de yatay kaldı. Çekirdek enflasyon Fed'in sene sonu için %1,6 olan tahminin üzerinde olmakla birlikte, Fed Başkanı Yellen'in bu yükselişin kalıcı olduğuna dair şüpheli yaklaşımı sebebiyle şimdilik bu kanaldan faiz artırımı baskısı olmayacağı görüşü hakim oldu. Euro Bölgesi'nde ise yıllık enflasyon Mart ayında -%0,2'den -%0,1'e yükseldi ancak negatif bölgede kalarak ECB'nin genişlemeci hamlelerini haklı çıkarmayı sürdürdü.

## Yurtiçi Piyasalar

### Güçlenen sermaye akımları ile döviz kuru ve faiz geriledi.

ECB, Fed ve BoJ gibi küresel piyasalara yön veren merkez bankalarının aynı anda daha gevşek bir para politikasını benimsemesi, Çin para biriminde değer kaybı baskısının ve küresel büyüme performansına ilişkin endişelerin azalması risk iştahına belirgin şekilde destek oldu. Ayrıca, arz tarafındaki artışın devam etmeyeceği beklentilerinin de desteği ile Mart ayında petrol fiyatlarının 30 dolardan 42 dolara doğru yükselmesi finansal piyasalardaki stresin azalmasına katkı sağladı. Hatırlanacağı üzere, petrol fiyatlarının Ocak-Şubat aylarında gerilediği dip seviyeler petrol üreticisi ülkelerin ve şirketlerin bilançolarına yönelik tehdidi üst düzeye taşımış ve risk iştahına olumsuz yansımıştı.

Gelişmiş ülkelere yönelik portföy akımları Haziran 2014'ten bu yana en güçlü aylık performansını gösterirken, yurtdışında hisse ve tahvil piyasalarında yabancı fon girişleri sene başından bu yana 2,8 milyar dolara ulaştı. Bu kanaldan, 2015 yılının tamamında 5,7 milyar dolarlık çıkış olmuştu. Mart ayında MSCI gelişmiş ülkeler borsa endeksi %6,5 yükselirken, gelişmekte olan ülke borsalarında yükseliş %16,5 ile daha belirgindi. ABD doları bazında Türkiye'de hisse senedi piyasası gelişmekte olan ülkelere göre 1,3 puan olumsuz ayrışsa da, BIST100 Endeksi %9,8 yükseliş kaydetti. Türk Lirası döviz sepetine karşı %2,7 değer kazanırken, diğer gelişmekte olan ülkeler ortalamasına benzer bir performans gösterdi. Tahvil faizlerinde ise vadeye göre değişimle birlikte 1 puana varan düşüşler olurken, benzer ülkelerin genelinden daha olumlu bir seyir izlendi.

Başta ABD olmak üzere gelişmiş ülkelerde faizlerin beklenenden daha uzun süre düşük kalacağına anlaşılması hem yurtdışı kaynaklı reel faiz baskısını azaltmakta hem de Türk Lirası'ndaki değer kazancı sayesinde orta vadeli enflasyon beklentilerinin düşmesine zemin hazırlamaktadır. Merkez Bankası Başkanı'nın atanma süreci sonrasında verilecek olan mesajlara bağlı olarak, sene sonu için 3,15 olan ABD doları/TL tahminimizi aşağı revize etmeye hazırlanırken, enflasyondaki olumlu görünüm ve yurtdışı görünüm paralelinde 2 yıllık tahvil faizinin sene sonu için %10,5 seviyesindeki beklentimizin altında kalma ihtimalinin arttığını düşünüyoruz. Ancak, Merkez Bankası'nın sermaye girişlerinin hızlandığı böyle bir ortamda, faiz indirimlerine hız verilmesi ve döviz rezervlerinin artırılması seçeneklerinden hangisine daha fazla yöneleceği konusu beklentilerimizin şekillenmesi açısından önemli olacaktır. Merkez Bankası Başkanı'nın atanma sürecini ve sonrasında 26 Nisan'da yayınlanacak olan Enflasyon Raporu'nu izlemek gerekecektir.

MAKROEKONOMİK GÖSTERGELER	2012	2013	2014	2015	2016
GSYİH (Milyar TL)	1.417	1.567	1.748	1.953	2.171
GSYİH (Milyar ABD Doları)	786	823	799	720	717
Büyüme Oranı (%)	%2,1	%4,2	%3,0	%4,0	%3,3
TÜFE Enflasyonu (Yıllık) (%)	%6,2	%7,4	%8,2	%8,8	%7,9
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	-43,5	-32,2	-38,1
Cari İşlemler Dengesi/GSYİH (%)	-%6,2	-%7,9	-%5,4	-%4,5	-%5,3
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	%10,25
BIST-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

2016 yılına ait tüm göstergeler İş Portföy Yönetimini A.Ş. tahminleridir.

Makroekonomik Göstergeler				
Büyüme	Dönemi	2014	2015	2016
GSYİH (Yıllık Birikimli, Milyar ABD Doları)	4. Çeyrek	806,8	725,9	-
Büyüme Oranı (Yıllık)	4. Çeyrek	%3,0	%5,7	-
Üretim Göstergeleri	Dönemi	2014	2015	2016
Sanayi Üretimi (12 Aylık Ortalama)	Ocak	%3,5	%2,8	%3,6
Kapasite Kullanımı (Mevsimsellikten Arındırılmış)	Mart	%74,6	%73,9	%75,2
İşsizlik Oranı (Mevsimsellikten Arındırılmış)	Aralık	%10,4	%10,3	-
Fiyat Göstergeleri (Yıllık)	Dönemi	2014	2015	2016
TÜFE Enflasyonu	Mart	%8,39	%7,61	%7,46
ÜFE Enflasyonu	Mart	%12,31	%3,41	%3,80
Çekirdek Enflasyon	Mart	%9,32	%7,10	%9,51
Bütçe Göstergeleri (Milyar TL)	Dönemi	2014	2015	2016
Gelirler	Ocak-Şubat	72,3	80,3	91,4
Harcamalar	Ocak-Şubat	68,8	78,9	84,8
Faiz Dışı Denge	Ocak-Şubat	11,9	13,3	16,4
Bütçe Dengesi	Ocak-Şubat	3,6	1,4	6,6
Dış Denge (Milyar ABD Doları)	Dönemi	2014	2015	2016
İhracat (12 Aylık Toplam)	Şubat	157,6	156,7	141,3
İthalat (12 Aylık Toplam)	Şubat	242,2	238,2	202,6
Dış Ticaret Dengesi (12 Aylık Toplam)	Şubat	-84,6	-81,5	-61,3
Cari İşlemler Dengesi (12 Aylık Toplam)	Ocak	-62,8	-41,2	-31,9

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 (%) 29.02.2016 - 31.03.2016 (*)	Yılbaşından İtibaren Değişim (%) 31.12.2015 - 31.03.2016 (*)	Yıllık Değişim (%) 30.03.2015 - 31.03.2016 (*)
Likit Fon (HEP)	%0,87	%2,46	%9,86
Kamu Borçlanma Standart Fonu (HEK)	%2,63	%4,31	%4,79
Kamu Dış Borçlanma Fonu (HED)	-%1,01	%1,25	%11,33
Esnek Fon (HEB)	%3,98	%5,98	%3,09
Hisse Senedi Fonu (HES)	%8,58	%12,57	%1,98
Katkı Fonu (HET)	%3,01	%4,99	%5,53
Alternatif Esnek Fon (HEE)	%4,06	%6,35	%8,97
Alternatif Katkı Fonu (HER)	%1,16	%2,23	%9,73
Altın Fonu (HEA)	-%4,50	%10,23	%9,35

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