

## FON BÜLTENİ - AĞUSTOS 2016

### Makro Bakış

#### İlk yarı büyümesi güçlü seyredirken, üçüncü çeyreğe hız kaybı ile başladı.

Temmuz ayında yayınlanan veriler yurtiçi makroekonomi performansını olumlu seyrettiğini göstermiştir. Sanayi üretimi Mayıs ayında yıllık %7 artarken, Nisan-Mayıs döneminde elde edilen %3,8'lik üretim artışı ikinci çeyrek GSYH büyümesinin ilk çeyrekteki %4,8'lik büyümenin ardından bir miktar yavaşlasa da güçlü bir seviyede kalacağını düşündürmüştür. Haziran ayındaki dış ticaret verileri de yıllık %16,6 ihracat artışı ve %15,3'lük enerji dışı ithalat artışı ile ekonomideki büyümenin görece güçlü bir seviyede korunduğuna dair kanıt oluşturmıştır. İç talebin büyümenin ana belirleyicisi olmaya devam ettiği bir dönemde, cari açığı iyileşmenin sürmesi temel göstergelerdeki olumlu gelişmelere katkı yapmıştır. 12 aylık birikimli cari açık Mayıs ayı itibarıyla 27,2 milyar dolara gerileyerek 2009 yılından bu yana en düşük seviyeye inmiştir. Cari açığı daralma enerji faturasının düşüş eğilimini sürdürmesi sayesinde gerçekleşirken, beraberinde enerji dışı dengede de Mayıs ayında sınırlı bir iyileşme olmuştur. Yabancı yatırımcıların yurtiçinde yaptıkları portföy yatırımlarının hızlanması sayesinde, toplam sermaye girişlerinde Mart ayından itibaren keskin bir hızlanma yaşanmış ve cari açığın finansmanı açısından olduğu kadar rezerv birikimine yönelik de destekleyici olmuştur. Bu sayede Merkez Bankası'nın rezervleri Mart ayından bu yana 6,8 milyar dolar artmıştır. Haziran ayına ait dış ticaret verileri cari açığı iyileştiren düşüş trendinin kesintiye uğrayacağını ve bir miktar yükseliş olabileceğini göstermiş olsa da, bu yükselişe karşın cari açık endişe yaratmaktan çok uzak seviyelerdedir. Haziran ayından itibaren turizm gelirlerindeki zayıflamanın belirginleşmesinin cari dengedeki iyileşmeyi sınırlayacağı hatırlanmalıdır. TÜİK'in verilerine göre, turizm gelirleri yılın ilk çeyreğinde geçen yılın aynı dönemine göre %16,5 ve ikinci çeyreğinde %35,6 daralarak, ilk yarı itibarıyla 4,5 milyar dolarlık bir kayba işaret etmiştir.

Enflasyon ve bütçe cephesinden ise son dönemde gelen göstergeler bir miktar bozulmaya işaret etmiştir. Tütün ürünlerindeki zamların ve işlenmemiş gıda enflasyonundaki yüksek seyrin etkisiyle yıllık TÜFE enflasyonu Temmuz ayında %7,6'dan %8,8'e yükselmiştir. Bu veri ile birlikte son iki ayda enflasyonda yaşanan bozulma 2,2 puana ulaşırken, gıda enflasyonunun aynı sürede 7,2 puan yükselmesi belirleyici olmuştur. Çekirdek-I enflasyonu (enerji, altın, gıda, alkol ve tütün ürünleri hariç TÜFE) ise %8,7 ile yüksek seviyelerini muhafaza etmekle birlikte, manşet enflasyondaki yukarı yönlü trende eşlik etmemiştir. Merkez Bankası Temmuz ayında yayınladığı Enflasyon Raporu'nda sene sonu için %7,5 olan enflasyon tahminini değiştirmeyen, çekirdek enflasyonda gelecek aylarda düşüşün belirginleşeceğini öngörmüştür. Merkez Bankası Temmuz ayında yurtiçi piyasalarda yaşanan oynaklıklar sebebi ile faiz indiriminin hızını 50 baz puandan 25 puana düşürmüştür. Faiz indirimlerinin sonuna geldiğine dair bir mesaj verilmemesi ve sadeleşme kapsamında faiz koridorunun tek faiz uygulamasına dönüştürülme hedefinin korunması önümüzdeki dönemde daha fazla gevşeme olabileceğini düşündürmektedir. Ancak, enflasyondaki yükselişin gevşeme adımlarını yavaşlatma riski olduğu da değerlendirilmelidir. Bütçe tarafında ise harcama artışının etkisi ile 12 aylık birikimli bütçe açığının GSYH'ye oranı Mayıs ayında %0,5'ten %1,1'e yükselmiştir. Yine de bu rakam hem sene sonu için %1,3'lük resmi açık hedefinin altındadır, hem de tarihsel veri seti içerisinde oldukça başarılı bir performanstır.

Geride bıraktığımız bir buçuk aylık süre zarfında, Birleşik Krallık'ın Avrupa Birliği'nden çıkma yönünde karar aldığı referandum ve sonrasında 15 Temmuz'da yurtiçinde yaşanan darbe girişimi ile ekonomik görünüme dair zorlukların arttığı bir döneme girilmiştir. Brexit sürecinin küresel ekonomi üzerindeki olumsuz etkilerinin sınırlı kalması beklenmekle birlikte, Türkiye'nin ihracatında payı %7 ile yüksek olan Birleşik Krallık'ta ekonominin belirgin olarak yavaşlama riski bulunmaktadır. %30'luk payı ile Türkiye'nin en önemli ihracat pazarı olan Euro Bölgesi ekonomisinin Brexit kaynaklı etkilere karşı dayanıklı olacağı yönündeki tahminler ise Türkiye açısından riskleri sınırlamaktadır. Temmuz ayına ait geçici verilere göre ihracatın yıllık %11,4 düşmesi bu alandaki zorlukları hatırlatıcı nitelikte olmuştur. Almanya ve Birleşik Krallık'a yapılan ihracat sırasıyla yıllık %13,4 ve %28,2 gerilemiştir. Temmuz ayında ithalat ise %19,7 ile Kasım 2015'ten beri görülen en sert düşüşünü yaşamıştır. Temmuz ayındaki darbe girişimi sonrasındaki türbülans nedeni ile dış ticarete yaşanan düşüşün ekonominin dış ticaret konusunda bir miktar yanıtıcı olabileceğini değerlendiriyoruz. Ancak otomotiv satışlarındaki %30'luk düşüş ile bir arada düşüldüğünde, ekonomide üçüncü çeyrekte bir yavaşlama olabileceğine dair göstergeler ağırlık kazanmaktadır. Bu durumun kalıcı olup olmayacağına izlemek gerekecektir. Şimdilik 2016 yılı için %3,3 seviyesindeki büyüme tahminimiz geçerliliğini korumaktadır. 4 Temmuz'da ekonomiyi canlandırmak ve yatırımcıya destek olmak için açıklanan teşvik paketinin içerisinde yer alan damga vergisi indirimleri ve ulaştırma sektöründeki araçlar için ÖTV muafiyeti ile, varlık barışı, ihracat kredisi kullanımının kolaylaştırılması ve kredi kullanımında taşınmazların teminat gösterilmesi gibi düzenlemeler ile ekonomideki yavaşlamanın kısmen sınırlanması söz konusu olabilecektir.

Başarısız darbe girişiminin ardından 18 Temmuz'da Fitch kredi notu üzerinde risk oluşturduğu uyarısını yaparken, Moody's Türkiye'nin kredi notunu indirim için izlemeye almış ve S&P 20 Temmuz'da kredi notunu bir kademe indirmiştir. Türkiye'yi yatırım yapılabilir kategoride değerlendiren Moody's ve Fitch'in not düşürmesi halinde kredi notunun yatırım yapılabilir olmayan kategoriye inmesi söz konusu olacağından sermaye hareketlerinin olumsuz etkilenme riski bulunmaktadır. S&P ise son not indiriminin önce de Türkiye'yi yatırım yapılabilir kategorinin altında değerlediği için ilave not indiriminin etkisi sınırlı kalmıştır. Son birkaç yılda Türkiye ekonomisinin şoklar karşısındaki dayanıklılığı ve makroekonomik göstergelerindeki iyileşme dikkate alındığında, not indirimine zemin oluşmadığını değerlendiriyoruz. Bireysel emeklilik sistemine otomatik katılım gibi düzenlemelerle, yapısal reform takvimini uygulama konusunda hükümetin kararlılık göstermesi de not değerlendirmelerine pozitif katkı sunabilecektir. Fitch'in bir sonraki kredi notu değerlendirme tarihi 19 Ağustos olurken, Moody's'in bir ila bir buçuk aylık süre zarfında karar vermesi yüksek ihtimal olarak görülmektedir.

### Global Görünüm

#### Brexit endişesi azalırken, para politikalarından destek beklentileri korunuyor.

Temmuz ayında yayınladığı bir rapor ile Uluslararası Para Fonu (IMF) Brexit'in yarattığı büyük belirsizlik sebebiyle küresel büyüme tahminlerini aşağı revize etti, ancak revizyonlar 2016 ve 2017 yılları için 0,1 puan ile sınırlı kaldı ve sırasıyla %3,1 ve %3,4 olarak belirlendi. IMF'nin gelişmekte olan ülkelere yönelik büyüme tahminlerinde revizyon olmaması, son dönemde bu ülke gruplarına yönelik olumlu veri akışı ile uyumlu oldu. Örneğin, küresel büyümenin öncü göstergelerinden biri olarak takip edilen küresel imalat sanayi PMI endeksi yılın ilk yarısında 51,5 ile yatay seyrederken, gelişmekte olan ülkelere bakıldığında 2015 yılının sonlarında başlayan yükselişin 2016'da devam ettiği görülmüştü. Temmuz ayında küresel PMI endeksinin 51,2'den 51,4'e yükselmesi ve özellikle imalat sektöründe iyileşmenin daha belirgin olması üçüncü çeyrekte ekonominin ivmelenebileceğine işaret etti.

ABD'de ikinci çeyrek büyümesi %1,2 ile %2'nin üzerindeki beklentilerin çok altında kaldı. ABD'de Fed'in takip ettiği çekirdek PCE (kişisel tüketim harcamaları deflasyonu) Temmuz ayında %1,6 ile yatay seyrederek Fed'in projeksiyonlarına paralel kaldı. Fed toplantısında para politikasında ve faizlerde herhangi bir değişikliğe gitmezken, ABD ekonomisine yönelik kısa vadeli risklerin hafiflediğini ve istihdam piyasasının iyileştiğini söyleyerek faiz artışı için açıkça işaret etmese de bu yıl için kapıyı açık bıraktı. Enflasyon beklentilerinin düşük seviyeleri ve küresel büyümenin kırılabilirliğine dikkate alındığında, Fed'in bu yıl içerisinde bir tane faiz artırımına gitmesine verilen ihtimal %40 civarındadır. Euro Bölgesi'nde ise ikinci çeyrekte büyüme %1,7'den %1,6'ya yavaşladı. Nisan-Mayıs aylarında eksi bölgede seyreden enflasyon ise o dönemden beri yükselişini korurken, Haziran ayı itibarıyla

%0,2 seviyesindedir. Avrupa Merkez Bankası Temmuz ayı toplantısında herhangi bir değişiklik yapmadı ve bekle-gör duruşunu korumayı tercih etti. 8 Eylül'deki toplantısında ilave gevşeme önlemleri alabileceğine yönelik beklentiler mevcut. Para politikaları cephesindeki sürpriz ise Japonya'dan geldi. Japonya Merkez Bankası niceliksel genişleme ve faiz indirimi beklentilerini karşılamazken, Eylül ayı toplantısı için bu beklentiler korunuyor. Diğer yandan, Japonya'da 28 trilyon yen (265 milyar dolar) tutarındaki mali teşvik paketi ile de ekonomiye destek verileceğinin açıklanması yurtdışında piyasalarda iyimserliğin korunmasına yardımcı oldu.

## Yurtiçi Piyasalar

### Türkiye'nin performansı yurtdışından olumsuz yönde ayrıştı.

Brexit'in büyüme üzerindeki olumsuz etkilerini dengelemek adına gelişmiş ülke merkez bankalarının daha fazla faiz indirimi ve/veya niceliksel gevşeme yapacaklarına yönelik beklentiler, Temmuz ayında gelişmiş ülkelerde tahvil faizlerinin tarihsel düşük seviyelerine gerilemesine yol açarken, gelişmekte olan ülkelere yönelik ilgi hem getiri arayışı hem de makroekonomik göstergelerdeki iyileşmeler paralelinde arttı.

Uluslararası Finans Enstitüsü (IIF) Haziran ayında 13 milyar dolar seviyesinde olan gelişmekte olan piyasalara yönelik portföy girişlerinin Temmuz ayında 25 milyar dolara yükseldiğini açıkladı. Yurtiçinde ise küresel gelişmelerin olumlu yansımaları 15 Temmuz darbe girişimine kadar piyasalarda getirileri yükseltirken, sonrasında bu eğilim tersine döndü. Temmuz ayında BİST100 %1,8 düşerken, tahvil faizleri 40 baz puan kadar yükseldi ve Türk lirası %5 değer yitirdi.

Küresel piyasalarda faiz politikalarından beklentiler Eylül ayına ötelenirken, yurtdışı yatırım ortamında bekleme ve kâr realizasyonları daha etkin olabilir. Yurtiçinde ise Moody's ve Fitch'in Türkiye'nin kredi notuna ilişkin değerlendirmeleri beklenecektir. Ayrıca, enflasyonun yükselmesi sonrasında Merkez Bankası'nın 25 baz puan ile indirmeye devam etme ihtimali olsa da, sadeleşme kapsamında tek faiz uygulamasına geçiş süreci biraz ötelenebilecektir. Tahvil piyasasında özellikle kısa vadeli senetlerin faizlerinin düşük seyretmesi için uygun zeminin devam ettiği, uzun vadeli faizlerde ise Türkiye'ye yönelik risk algılamalarında iyileşme olması gerektiği görülmektedir.

MAKROEKONOMİK GÖSTERGELER	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
GSYİH (Milyar TL)	1.099	1.298	1.417	1.567	1.748	1.953	2.171
GSYİH (Milyar ABD Doları)	732	774	786	823	799	720	735
Büyüme Oranı (%)	%9,2	%8,8	%2,1	%4,2	%3,0	%4,0	%3,3
TÜFE Enflasyonu (Yıllık) (%)	%6,4	%10,4	%6,2	%7,4	%8,2	%8,8	%7,9
İhracat (Milyar ABD Doları)	113,9	134,9	152,5	151,8	157,7	143,9	149,6
İthalat (Milyar ABD Doları)	-185,5	-240,8	-236,5	-251,7	-242,2	-207,2	-220,1
Dış Ticaret Dengesi (Milyar ABD Doları)	-71,7	-105,9	-84,1	-99,9	-84,5	-63,3	-70,5
Cari İşlemler Dengesi (Milyar ABD Doları)	-45,4	-75,1	-48,5	-64,7	-43,5	-32,2	-38,1
Cari İşlemler Dengesi/GSYİH (%)	-%6,2	-%9,7	-%6,2	-%7,9	-%5,4	-%4,5	-%5,2
Faiz (Gösterge. Bileşik. Yıl Sonu) (%)	%7,10	%11,04	%6,16	%10,03	%7,97	%10,78	%9,50
Politika Faizi (%)	%6,50	%5,75	%5,50	%4,50	%8,25	%7,50	%7,50
TCMB Ağırlıklı Fonlama Maliyeti (%)	-	%9,04	%5,55	%7,10	%8,51	%8,81	%7,80
Marjinal Gecelik Fonlama Faizi (%)	%9,00	%12,50	%9,00	%7,75	%11,25	%10,75	%8,50
BİST-100	66.004	51,267	78.208	67.802	85.721	71.727	85.000
ABD Doları/TL (Ortalama)	1,5008	1,6790	1,8011	1,9054	2,1930	2,7200	2,95
ABD Doları/TL (Yıl Sonu)	1,5535	1,9157	1,7912	2,1381	2,3230	2,9100	3,05
EURO/ABD Doları (Yıl Sonu)	1,34	1,30	1,32	1,38	1,21	1,09	1,08

İş Portföy Yönetimi A.Ş. tahminleridir.

Makroekonomik Göstergeler			
Büyüme	Dönemi	2015	2016
GSYİH (Yıllık Birikimli, Milyar ABD Doları)	1. Çeyrek	795,8	714,8
Büyüme Oranı (Yıllık)	1. Çeyrek	%2,5	%4,8
Üretim Göstergeleri	Dönemi	2015	2016
Sanayi Üretimi (12 Aylık Ortalama)	Mayıs	%2,3	%4,5
Kapasite Kullanımı (Mevsimsellikten Arındırılmış)	Temmuz	%75,2	%74,8
İşsizlik Oranı (Mevsimsellikten Arındırılmış)	Nisan	%10,0	%9,7
Fiyat Göstergeleri (Yıllık)	Dönemi	2015	2016
TÜFE Enflasyonu	Temmuz	%6,8	%8,8
ÜFE Enflasyonu	Temmuz	%5,6	%4,0
Çekirdek Enflasyon	Temmuz	%7,3	%8,7
Bütçe Göstergeleri (Milyar TL)	Dönemi	2015	2016
Gelirler	Ocak-Haziran	237,5	275,0
Harcamalar	Ocak-Haziran	236,7	273,9
Faiz Dışı Denge	Ocak-Haziran	30,5	27,5
Bütçe Dengesi	Ocak-Haziran	0,8	1,1
Dış Denge (Milyar ABD Doları)	Dönemi	2015	2016
İhracat (12 Aylık Toplam)	Haziran	151,0	142,1
İthalat (12 Aylık Toplam)	Haziran	229,1	200,1
Dış Ticaret Dengesi (12 Aylık Toplam)	Haziran	-78,2	-58,1
Cari İşlemler Dengesi (12 Aylık Toplam)	Mayıs	-43,0	-27,2

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 (%) 30.06.2016 - 29.07.2016 (*)	Yılbaşından İtibaren Değişim (%) 31.12.2015 - 29.07.2016 (*)	Yıllık Değişim (%) 31.07.2015 - 29.07.2016 (*)
Likit Fon (HEP)	%0,75	%5,71	%9,98
Kamu Borçlanma Standart Fonu (HEK)	-%0,82	%7,64	%8,68
Kamu Dış Borçlanma Fonu (HED)	%1,62	%7,28	%12,23
Esnek Fon (HEB)	-%0,96	%5,78	%4,10
Hisse Senedi Fonu (HES)	-%3,11	%4,40	-%4,14
Katkı Fonu (HET)	-%1,01	%8,58	%9,36
Alternatif Esnek Fon (HEE)	%0,41	%5,81	%5,51
Alternatif Katkı Fonu (HER)	%0,67	%5,76	%9,65
Altın Fonu (HEA)	%5,31	%25,75	%28,27

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