

## FON BÜLTENİ - EKİM 2016

### Makro Bakış

#### Moody's'den yatırım yapılabilir notunu kaybeden Türkiye'de, gözler Fitch'e çevrildi.

Moody's 23 Eylül Cuma günü akşam yaptığı açıklamada Türkiye'nin kredi notunu yatırım yapılabilir kategorinin en altında yer alan Baa3 seviyesinden bir kademe indirerek yatırım yapılabilir olmayan kategoride yer alan Ba1'e çekti. Daha önceden negatif olan görünüm ise durağan olarak belirlendi. Böylece, 18 Temmuz'da not indirimi için Türkiye'yi izlemeye alan ve 90 gün içinde karar açıklayacağını belirten kurum, 67 gün sonra kararını vermiş oldu. Not indirimi riski Türkiye sermaye piyasası fiyatlamalarında baskı oluşturarak kendini hissettiriyordu, ancak piyasada indirim olup olmayacağına dair görüş ayrılıkları bulunmaktaydı. Moody's indirim kararını iki gerekçeye dayandırdı: 1) Türkiye'nin yüklü dış finansman gereksinimi ile ilişkili risklerin artması 2) Daha önceden kredi notunu destekleyen ekonomik büyüme ve kurumların güçlü oluşu gibi unsurların zayıflaması. 2013 yılının Mayıs ayında Türkiye'nin yatırım yapılabilir kategoriye yükseltilmesinin büyüme ve mali performans gibi kredi notunu destekleyen unsurların korunacağı ve siyasi istikrarın yapısal reformlarda ilerlemeye izin vereceği varsayımlarına dayandığı hatırlatıldı. Moody's o günden bugüne yaşanan gelişmeler sebebi ile dış açık pozisyonu ile ilgili risklerin arttığını değerlendirdi. Moody's'in kararından sonra, Türkiye'yi yatırım yapılabilir kategoride değerleyen tek kurum Fitch kaldı. Bazı yabancı fonların, en az iki yatırım yapılabilir kategoride nota sahip ülkelere yatırım yapma kısıtları ve bazı gelişmekte olan ülke endekslerine dahil olmak konusundaki benzer kısıtlar, Türkiye'ye sermaye girişlerinin zayıflamasına sebep olabilir. Ancak, küresel olarak gelişmekte olan ülkelere yönelik yatırım iştahının güçlü olduğu bir dönemde Türkiye'nin hâlâ ilgi görmeye devam edebileceğini ve not indiriminin etkisinin sınırlı kalabileceğini de belirtmek gerekiyor. Öte yandan bu indirim, Türkiye'yi negatif görünüm ile izleyen Fitch'in vereceği kararı da önemli hale getirmiştir. Fitch'in kararı bankaların sermaye yeterliliğini değiştirebilecektir.

15 Temmuz sonrasında, ekonominin yavaşladığına dair göstergeler Mart ayından beri devam eden faiz indirimlerine rağmen, kredilerde bir hızlanma olmaması ve finansal koşulların Temmuz ayı öncesine kıyasla daha sıkı hale gelmesi, otoritelerin ellerindeki araçları ekonomiyi destekleyici yönde kullanmalarını beraberinde getirdi. Bu kapsamda, BDDK bankaların krediler için ayrımları gereken karşılık oranlarını aşağı çekerek, bazı kredi kartı harcamalarında taksit sayısına getirilen kısıtlamalar gevşetildi. Merkez Bankası ise Mart ayında başlattığı faiz indirimlerine Eylül ayında 25 baz puan ile devam etti ve toplam indirim miktarı 250 baz puana ulaşmış oldu. Merkez Bankası ayrıca, bankaların Türk lirası zorunlu karşılık oranlarında art arda iki ay indirim yaptı. Bu kararların, kredi fiyatlamalarını gevşetmesi ve kredi portföyünü büyümesi açısından bankaları teşvik etmesi beklenmektedir. Merkez Bankası'nın Eylül ayında faiz kararını açıklarken, ekonomideki yavaşlamaya vurgu yapması ve bu durumun enflasyona olumlu yansıtacağı yönündeki değerlendirmeleri, para politikası duruşunun faiz indirimi ve zorunlu karşılık indirimi gibi farklı kanallarla gevşetilmeye devam edileceğinin sinyali olarak algılandı. Eylül ayında enflasyon ise tahmin edilenden daha belirgin bir düşüşle %8,05'ten %7,28'e geriledi. Gıda enflasyonundaki iyileşmenin yanı sıra, çekirdek enflasyondaki düşüş de yıllık TÜFE'nin gerilemesinde etkili oldu. Merkez Bankası'nın öngörülleri ile uyumlu olan bu durum daha fazla faiz indirimi ve para politikasında sadeleşme sürecinin tamamlanması, yani tek faiz politikasına geçiş için alan açabilir. 27 Ekim'de yapılacak olan Enflasyon Raporu toplantısı Merkez Bankası Başkanı'na bu geçişin iletişimini yapması için iyi bir fırsat verebilir. Yurtiçinde ekonominin yavaşladığı bir dönemde, küresel şartların genel faiz seviyelerinin düşük kalmasına olanak vermesi, Merkez Bankası'nı enflasyon-büyüme ödünleşimi yapmaktan da kurtarmaktadır.

Türkiye ekonomisinde GSYH'de yılın 2. çeyreğinde %3,1'lik artış kaydedildi. İkinci çeyrekteki %3,1'lik GSYH büyümesinin 3,1 puanı özel sektörün tüketim ve yatırım harcamalarından, 2 puanı kamu harcamalarından ve 0,2 puanı stok artışından gelirken, dış ticaret ise büyümeden 2,1 puan eksiltti. İlk çeyrekte %4,8 olan büyüme verisi %4,7'ye revize edilirken, 2015 tüm yılındaki büyüme %4'ten %3,9'a çekildi. Böylece ilk yarıda ortalama büyüme %3,9 oldu. Hane halkı tüketim harcamalarındaki yavaşlama ve net dış ticaretin negatif etkisinin belirginleşmesi GSYH'deki ivme kaybının en önemli sebebi olurken, sabit sermaye harcamalarındaki zayıf seyir devam etti. Kamu harcamalarındaki hızlanma ise büyümede daha belirgin bir yavaşlama olmasını engelledi. Temmuz ayı sanayi üretimi verisindeki yıllık bazda %8,4 gibi sert bir düşüş olması, ikinci çeyrekte başlayan ekonomik yavaşlamanın, üçüncü çeyrekte belirginleşeceğinin bir işareti oldu. Bayram sebebi ile iş günü sayısında düşüş olmasının yanında, 15 Temmuz başarısız darbe girişimi ve turizm sektöründe güvenlik endişeleri paralelinde süregelen daralma ekonomideki yavaşlamanın sebepleri arasında sıralanabilir. Ağustos ayında dış ticaret verilerindeki toparlanma, sanayi üretimi açısından olumlu bir öncü gösterge niteliği taşısa da, Eylül ayında bayram tatili nedeni ile iş günü kaybının yeniden devreye girecek olması ve kredilerdeki yavaş seyir, ekonomide bir ay ile sınırlı kalmayacak bir yavaşlama trendine girildiğini düşündürmektedir. Bankacılık sisteminin kredi arzını artırmayı, konut sektörünü canlandırmayı hedefleyen teşvikler ile, terörden etkilenen bölgelerde kalkınmayı hedefleyen teşviklerin ekonomideki yavaşlama trendini törpülemesi mümkün olabilecektir. Yılın tamamı için %3,3'lük GSYH büyüme beklentimizi şimdilik koruyoruz.

### Global Görünüm

#### Fed bu yıl faiz arttırabileceğinin sinyalini verdi.

Eylül ayı gelişmiş ülke merkez bankalarının kararları açısından kritik bir dönemdi. Japonya Merkez Bankası (BoJ) 21 Eylül'de açıkladığı kararında, faiz indirimine gitmedi ve niceliksel gevşeme programını değiştirmede. Onun yerine enflasyonun %2 seviyesindeki hedefini aşmasına izin vereceğini açıkladı. Enflasyonun eksi bölgede seyrettiği ülkede, BoJ'un amacı enflasyon beklentilerini yükselterek reel faiz seviyelerini düşürmek ve bu sayede para politikası duruşunda gevşemeye yol açmak olarak tarif edilebilmektedir. Ancak, bu politikanın etkili olabilmesi için BoJ'un enflasyon hedefinin yatırımcılar tarafından erişilebilir bulunması gerekmektedir ve bu alanda soru işaretleri bulunmaktadır. Ayrıca BoJ, 10 yıl vadeli tahvil faizleri için %0 seviyesinde bir hedef belirleyerek para politikası stratejisinde daha önceden alışılmadık şekilde dışarıda bir uygulama başlattı. Uzun vadeli faizlerin negatif bölgeye geçmesinin bankacılık sistemi, emeklilik sistemi ve sigorta şirketleri üzerinde olumsuz yansımaları olduğu için, BoJ'un getiri eğrisini dikleştirme stratejisine geçtiği değerlendirilmektedir. Sonuç olarak, BoJ'un kararları beklendiği kadar gevşeme getirmedi, ancak uzun vadeli tahvil faizlerinin eksi bölgede seyretmesini engelleyecek olan karar bankacılık sisteminde kâr baskısını azaltması açısından olumlu algılandı. Avrupa Merkez Bankası (ECB) ise 8 Eylül'deki kararında para politikası araçlarında herhangi bir değişiklik yapılmayarak piyasa beklentilerini karşılamayan bir diğer merkez bankası oldu. Ancak, ECB önümüzdeki dönemde gevşeme yapılabileceği için kapıyı açık bıraktı. Fed ise 21 Eylül'deki toplantısında faizi değiştirmeyen, yayınlanan metin ve makroekonomik projeksiyonlar bu yıl içinde tek faiz arttırımı olacağına dair kuvvetli sinyaller verdi. Fed üyeleri 2017 yılı için öngördükleri faiz arttırım sayısını ise 3'ten 2'ye indirdiler. 8 Kasım'daki ABD başkanlık seçiminin hemen öncesine denk gelen Fed toplantısının pas geçileceği görüşü piyasada ağırlığını korurken, Aralık ayında faiz arttırımı ihtimalinin %50'nin hafif üzerinde olması, faizlerin uzun süre düşük seyredeceği konusundaki genel görüşü yansıtmaktadır.

Büyüme göstergelerine bakıldığında ise, gelişmiş ülkelerin genelinde öncü büyüme göstergesi olarak izlenen PMI endekslerinde yükseliş vardı. İngiltere'de imalat sanayi PMI endeksinin beklentilerin çok üstünde gelmesi İngiltere'nin Avrupa Birliği'nden çıkış kararı almasının (Brexit) ekonomi

üzerindeki olumsuz etkilerinin korkulduğu kadar belirgin olmayabileceğini yansıması açısından önemliydi. Euro Bölgesi'nde ise imalat sanayi PMI endeksindeki gerileme dikkat çekti, ancak diğer güven endekslerinin yükseliş kaydetmesi bu bölgedeki ekonomik görünüm açısından dengeleyici bir rol oynadı. Ekonomiye dair göstergeler, üçüncü çeyrekte küresel ekonominin hızlandığı yönündeki değerlendirmelerle uyumluydu.

## Yurtiçi Piyasalar

### Moody's ve Avrupa bankacılık sistemine yönelik endişeler piyasaları olumsuz etkiledi.

Eylül ayında küresel piyasalardaki dalgalı seyir, Moody's'in kredi notu açıklaması ve bankacılık sistemini destekleyici yönde atılan adımlar yurtiçi piyasalarda oynaklığa sebep oldu. Fed'in faiz artırımına yaklaşımları, ECB ve BoJ'un Brexit sonrasında gelişmiş ülke merkez bankalarından gelecek gevşemeye büyük ümitler bağlayan piyasaların beklentilerini karşılayamaması risk iştahı üzerinde ani bir baskı yaratmadı, ancak Eylül ayının sonlarına doğru, Avrupa bankacılık sistemine ilişkin endişeler ön plana çıkarak, Temmuz ayından bu yana küresel piyasalarda oluşan yükseliş trendini yavaşlattı. Buna karşın, gelişmiş ülkelerde faizlerin uzun bir süre düşük seyredeceğine dair görüşlerin muhafaza edilmesi, gelişmekte olan ülkelere yönelik ilginin sürmesini sağladı. Benzer ülkelere göre daha zayıf performansını sürdüren yurtiçi piyasalarda Eylül ayında yine de yükseliş kaydedildi. BİST100 Endeksi %0,7 yükselirken, tahvil faizinde ise 2 ve 5 yıl vadelerde 30 baz puan civarında düşüş oldu. Ancak, 10 yıllık faiz yatay seyretti. Faizi çift haneye yaklaşan uzun vadeli tahviller için Hazine ihalelerinde gelen yüksek talep, kredi notu da dahil olmak üzere bir çok riske rağmen yatırımcıların Türk lirası varlıklara ilginin sürdüğünü göstermesi açısından önemliydi. Türk lirası ise sepet bazında %1,8 değer kaybetti.

Önümüzdeki dönemde, yurtdışında Avrupa'da hem bankacılık sistemine yönelik haber akışının yanında, İtalya'da anayasa değişiklikleri ile ilgili 4 Aralık'ta yapılacak olan referandum ve bunun AB üyeliği hakkında başlatılabileceği yeni tartışmalar piyasalarda etkili olabilir. Ayrıca, piyasalar ABD'de 8 Kasım'da yapılacak seçimlere ilişkin hangi adayın kazanacağına bağlı olarak da şekillenebilir. Aralık'ta ise yeniden gözler Fed'in faiz artırımında olacaktır. Yurtiçine bakıldığında, ekonomideki yavaşlamanın derinleşip derinleşmediği en fazla merak edilen konu olabilir. Gıda enflasyonunun ılımlı seyretmesi durumunda TÜFE'nin tahminlerin altında kalması ve faiz indirimlerin devam edilmesi ihtimali ise piyasalara olumlu yansıma potansiyeli olmakla birlikte, bu senaryoda, yurtdışında faizlerin düşük seviyelerini koruması şartı aranacaktır.

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	%8,00
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	2,96
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)	2. Çeyrek	775,9	706,1
Büyüme Oranı (Yıllık)	2. Çeyrek	%3,7	%3,1
Üretim Göstergeleri	Dönemi	2015	2016
Sanayi Üretimi (12 Aylık Ortalama)	Temmuz	%3,3	%3,3
Kapasite Kullanımı (Mevsimsellikten Arındırılmış)	Eylül	%75,5	%75,6
İşsizlik Oranı (Mevsimsellikten Arındırılmış)	Haziran	%10,3	%10,9
Fiyat Göstergeleri (Yıllık)	Dönemi	2015	2016
TÜFE Enflasyonu	Eylül	%7,9	%7,3
ÜFE Enflasyonu	Eylül	%6,9	%1,8
Çekirdek Enflasyon	Eylül	%8,2	%7,7
Bütçe Göstergeleri (Milyar TL)	Dönemi	2015	2016
Gelirler	Ocak-Ağustos	320,4	368,4
Harcamalar	Ocak-Ağustos	319,7	363,5
Faiz Dışı Denge	Ocak-Ağustos	39,0	40,3
Bütçe Dengesi	Ocak-Ağustos	0,6	4,9
Dış Denge (Milyar ABD Doları)	Dönemi	2015	2016
İhracat (12 Aylık Toplam)	Ağustos	148,4	141,6
İthalat (12 Aylık Toplam)	Ağustos	223,9	197,1
Dış Ticaret Dengesi (12 Aylık Toplam)	Ağustos	-75,5	-55,6
Cari İşlemler Dengesi (12 Aylık Toplam)	Temmuz	-43,3	-28,9

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 (%) 31.08.2016 - 30.09.2016 (*)	Yılbaşından İtibaren Değişim (%) 31.12.2015 - 30.09.2016 (*)	Yıllık Değişim (%) 30.09.2015 - 30.09.2016 (*)
Likit Fon (HEP)	%0,72	%7,20	%9,92
Kamu Borçlanma Standart Fonu (HEK)	%1,15	%9,74	%12,97
Kamu Dış Borçlanma Fonu (HED)	%0,60	%7,63	%6,87
Esnek Fon (HEB)	%0,87	%7,51	%9,74
Hisse Senedi Fonu (HES)	%0,74	%6,29	%5,09
Katkı Fonu (HET)	%1,29	%10,96	%14,42
Alternatif Esnek Fon (HEE)	%0,20	%6,13	%5,55
Alternatif Katkı Fonu (HER)	%0,90	%7,36	%8,70
Altın Fonu (HEA)	%2,27	%24,21	%13,85

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