

FON BÜLTENİ - KASIM 2016

Makro Bakış

Mali politikanın yurtiçi büyümeyi destekleyici olarak kullanılması planlanıyor.

Ekim ayında 2017-2019 dönemini kapsayan Orta Vadeli Program'ı açıklayan hükümet, 2016 yılı için daha önceden %4,5 olarak belirlenen büyüme hedefinin altında, %3,2 seviyesinde bir gerçekleşme olacağını öngörürken, 2017 yılı için daha önceden %5 olarak açıklanan büyüme hedefini ise %4,4'e revize etmiştir. Özellikle özel sektör yatırımlarında arzu edilen ivmelenmenin görülmemiş olmasının iktisadi faaliyetin genel artış hızının hedeflerin altında kalmasına yol açtığı, kamu harcamalarının bu zayıflığı dengelemek için artırıldığı rakamlara yansımıştır. Bu desteğin ve büyüme ile ilişkili olan vergi gelirlerinin hedefin altında kalmasının etkisi ile, 2016 yılında GSYH'ye oranla %1,3 olarak belirlenen merkezi yönetim bütçe açığı hedefinin aşılacağı ve %1,6 seviyesine yükseleceği öngörülmüştür. 2017 yılı için ise önceki %0,9'luk açık hedefinin üzerinde %1,9 seviyesinde bir açık hedefi belirlenerek mali politikaların büyümeyi destekleyici yönde kullanılmaya devam edeceğinin sinyali verilmiştir. 2017 yılında tüketimde yavaşlama, yatırımlarda ise hızlanma öngörülmektedir. Ayrıca, küresel ekonomide beklenen toparlanma paralelinde, net dış talebin büyümeye destek vermesi öngörülmektedir. 2016 yılını 31,3 milyar dolar ve GSYH'ye oranla %4,3 seviyesinde tamamlayacağı öngörülen cari açığın, 2017 yılında petrol fiyatlarının düşük seyri, turizm gelirlerindeki toparlanma ile 2017 yılında da 32 milyar dolar gibi düşük bir seviyede kalması öngörülmektedir. Orta Vadeli Program'da çizilen çerçevenin önemli bir sonucu, Hazine'nin 2017 yılı iç borçlanma programında iç borç çevirme oranını %98 gibi yüksek bir seviyede planlaması olmuştur. Borç çevirme oranı son yıllarda %80-85 bandında seyrederken, %98 2009'dan beri en yüksek seviyeye denk gelmektedir. Hazine'nin borçlanma ihtiyacının artması faizlerin düşük seviyelerini koruması açısından destekleyici olmamaktadır.

Ekonominin yılın ikinci çeyreğinde hız kesmesinin ardından, Temmuz-Ağustos dönemine ait sanayi üretimi ivme kaybının üçüncü çeyrekte belirginleştiğini yansıtmıştır. Sanayi üretimi Temmuz ayında %8,4 daraldıktan sonra Ağustos ayında %2,8'lik sınırlı bir büyüme kaydetmiştir. Eylül ayında bayram tatilinin getirdiği çalışma günü kaybının toparlanmayı sınırlayacağı tahmin edilirken, yılın ilk yarısında %3,9'luk büyüme kaydeden ekonominin üçüncü çeyrekte belirgin şekilde zayıflayacağı anlaşılmaktadır. Yılın tamamına ilişkin büyüme tahminimizi %3,3'ten %3'e revize etmemize yol açan bu zayıflığın son çeyrekte yerini bir miktar hızlanmaya bırakması beklenmektedir. Ekim ayında kredi büyümesinde başlayan iyileşme, otomotiv satışlarındaki yıldan yıla %29 artış ve sanayi üretimi için öncü göstergeler olarak izlenen PMI endeksinin yükselmesi bu öngörüğü destekler nitelikte olmuştur. Ancak, görece iyileşmeye rağmen, kur etkilerinden arındırılmış kredi büyümesinin hâlâ %9 civarındaki düşük seviyelerini koruması ve kredilerdeki hızlanmanın bankacılık sektörünün geneline yayılmaması, sürdürülebilirlik açısından soru işareti yaratmaktadır. Otomotiv satışlarında ise ÖTV teşvikinin ve ertelenmiş talebin etkileri olabileceği değerlendirildiğinde, yine uzun soluklu bir toparlanma olup olmayacağı izlenmeye devam edilecektir.

Ekim ayında yıllık TÜFE enflasyonu %7,3'ten %7,2'ye sınırlı bir gerileme kaydederken, Merkez Bankası'nın öngörülerine paralel gerçekleşmiştir. Gıda enflasyonundaki yükselişin çekirdek enflasyondaki düşüşle dengelenmesi, enflasyonun temel eğilimi açısından da olumlu bir sinyal vermiştir. Enerji, altın, gıda, alkol ve tütün gibi Merkez Bankası'nın etki edemediği kalemleri dışlayarak hesaplanan çekirdek enflasyon %7,7'den %7,0'a doğru belirgin şekilde düşmüştür. Ekonomideki ivme kaybının ve yüksek baz etkisinin enflasyondaki düşüşe destek verdiği gözlenmiştir. Enflasyon görünümündeki görece ılımlı seyre rağmen, Merkez Bankası Türk lirasındaki değer kaybının önümüzdeki dönemde enflasyon üzerinde yaratabileceği baskıyı dikkate alarak, Mart ayından beri devam eden ve toplamda 250 baz puanı ulaşan indirimlere Ekim ayı toplantısında ara vermiştir. Böylece, Merkez Bankası'nın bankalara fonlama sağladığı iki faiz; bir haftalık repo faizi ve gecelik borç verme faizi sırası ile %7,5 ve %8,25 seviyelerinde kalmıştır. Eylül ayında Merkez Bankası'nın toplam fonlamasının ortalama maliyeti %7,83 olmuşken, Ekim ayında %7,77 ile yataya yakın seyretmiştir. Önümüzdeki dönemde gecelik borç verme faizinde sınırlı bir miktar daha indirim olabileceği de, bunun olması için enflasyon gelişmeleri kadar Türk lirasının üzerindeki değer kaybı baskısının azalması da gerekecektir. Ayrıca, Merkez Bankası'nın planlandığı gibi bir süre sonra iki faizli yapıyı kaldırıp, tek faizli daha sade yapıya geçmesi de finansal koşullarda gevşeme getirebilecektir. Ekim ayında, Merkez Bankası piyasaları rahatlatmaya yönelik olarak döviz likiditesini artırıcı tedbirlerini devreye sokmaya devam etmiştir. Merkez Bankası enflasyonun %7,5 seviyesinde yılı tamamladıktan sonra gelecek sene %6,5 seviyesine gerilemesini öngörmüştür. Gıda fiyatlarındaki yüksek oynaklıklara yönelik olarak hükümet ile koordineli bir şekilde çalışıldığı ve bu kanaldan da enflasyonun düşük seyretmesine destek gelebileceği belirtilmiştir.

Ağustos ayında turizm gelirlerindeki düşüşün ve dış ticaret açığındaki gerilemenin hız kesmesinin etkisi ile cari açık 12 aylık birikimli olarak 29 milyar dolardan 31 milyar dolara yükselmiştir. Temmuz ayında 16,8 milyar dolar olan turizm gelirleri, 15,4 milyar dolara gerilemiştir. 2015 sonu ile kıyaslandığında cari açıkta 1,2 milyar dolarlık bir iyileşme olduğu, turizm gelir-gider dengesindeki 5,9 milyar dolarlık zayıflamanın daha belirgin bir iyileşmeyi engellediği hesaplanmaktadır. Cari açığın %80'ini bankaların ve şirketlerin yurtdışından uzun vadeli borçlanmalarının ve %20'sini doğrudan yabancı yatırımların finanse ettiği, kısa vadeli sermaye girişlerine olan bağlılığın geçmişe göre düşük seyrettiği hesaplanmaktadır. Ancak, 4,4 milyar dolar tutarındaki kaynağı belirsiz para girişi de finansmanda rol oynamakta ve finansman kalitesini düşürmektedir.

Global Görünüm

Fed artırma hazırlanırken, ECB ve BoJ daha fazla gevşeme konusunda yavaş davranıyor.

IMF Küresel Ekonomik Görünüm Raporu'nda küresel ekonominin 2016'da %3,1 büyüyerek 2015 yılına kıyasla 0,1 puan yavaşlayacağını, ancak 2017 yılında %3,4'e hızlanacağını öngörmüştür. 2016 yılındaki yavaşlamanın ABD, Euro Bölgesi ve İngiltere gibi gelişmiş ülkeler önderliğinde yaşanması, buna karşın gelişmekte olan ülkelerin resesyondan toparlanan Rusya ve Brezilya gibi ülkeler sayesinde bir miktar daha hızlı büyümesi beklenmektedir. 2017'de ise her iki grubun daha iyi performans göstereceği tahmin edilmektedir. Daha kısa vadeye bakıldığında ise büyümenin öncü göstergesi olarak kabul edilen küresel PMI endeksinin Ekim ayında 51,9'dan 53,6'ya artışla son bir yılın en yüksek seviyesine ulaşması, son çeyrekte küresel iktisadi faaliyette belirgin bir hızlanma olduğuna işaret etmiştir.

ABD ekonomisinin üçüncü çeyrekte %2,9 büyüme kaydederek yılın ikinci yarısında daha güçlü bir performans oluşturduğu yönündeki görüşlere destek vermesi, aylık tarım dışı istihdam artışının 190 bin ortalama ile yüksek seyretmesi ve çekirdek enflasyonun %1,7 ile Fed'in öngördüğü şekilde %2 hedefine doğru ilerliyor olması, yakın zamanda faizin artacağı beklentilerinin güçlenmesinde rol oynamıştır. Son toplantısında herhangi bir değişikliğe gitmeyen Fed, 13-14 Aralık'ta gerçekleşecek toplantıda faiz artırımını olabileceğine dair güçlü sinyaller vermiştir. Piyasada Aralık ayında faizin artmasına verilen ihtimal %75 ile son dönemin en yüksek seviyelerine yükselmiştir. Euro Bölgesi'nde de yıllık enflasyon düşük seviyelerini korumakla birlikte %0,5'e yükselmiştir. Bu bölgede büyüme ise üçüncü çeyrekte %1,6 ile yavaş seyrini sürdürmüş ancak, dördüncü çeyrekte öncü veriler toparlanmaya işaret etmiştir. %2 seviyesindeki enflasyon hedefine orta vadede ulaşılması konusundaki zorluklar dikkate alındığında, Avrupa Merkez

Bankası'nın (ECB) niceliksel gevşeme programı kanalı ile destekleyici politikalarına devam etmesi beklense de, bu adımlar Aralık ayına ertelenmiştir. Para politikalarının ekonomiyi desteklemek için marjinal katkısının azaldığı yönündeki görüşler ECB'nin yeni adımlar atma konusunu ağırdan alması ile güçlenmiş, önümüzdeki döneme ilişkin faiz indirim beklentileri törpülenmiştir. Eylül ayında faiz indirimi ve tahvil alımlarının artırılması yönündeki beklentileri karşılamayarak, ekonomiyi destekleme kanalının para politikalarından mali politikalara yöneldiğine dair tartışmaları derinleştiren Japonya Merkez Bankası (BoJ) da Ekim ayını pas geçmiştir.

Yurtiçi Piyasalar

Küresel faiz seviyelerindeki artışa karşın, Ekim ayında borsalar yükseldi.

Fed Başkanı Yellen'in istihdam ve enflasyon hedeflerine ulaşılsa dahi para politikasının destekleyici rolünün sürmesi gerekebileceği yönündeki açıklamaları, küresel piyasalara yön veren en önemli gelişme olmuştur. BoJ'un Eylül ayında yaptığına benzer şekilde, Fed Başkanı'nın enflasyon hedefinin aşılmasına izin verilebileceği yönündeki bu mesajları, gelişmiş ülkelerde topyekün uzun vadeli enflasyon beklentilerinde yükselişe yol açmıştır. Faizi negatif bölgede olan BoJ ve ECB gibi bankaların parasal gevşeme yaparken, bu uygulama ile bankacılık sisteminin bilançoları açısından olumsuz yan etkiler oluşturmaları, faiz kanalı ile ekonomiyi daha fazla desteklemek konusunda limitlere gelindiği algısını kuvvetlendirmiştir. Bu doğrultuda, Ekim ayında gelişmiş ülkelerde piyasa faizleri yükselmiştir. Diğer yandan, ekonomik büyümenin hızlandığına dair sinyaller ve bankacılık sektörünün uzun vadeli faizlerin yükselmesinden yarar sağlaması küresel borsalarda olumlu bir performans oluşturmuştur. Ayrıca, para politikalarının destekleyici rolünün azalabileceği yönündeki algı piyasada yeni fiyatlamalara yol açarak oynaklıkları artırırken, risk iştahını zedelemiştir. Ayrıca, Fed'in faiz artırımına yaklaşması ve ABD'de başkanlık seçimi öncesi belirsizlikler de temkinli bir yatırım ortamı oluşmasında rol oynamış, ABD dolarının güçlenmesine yol açmıştır. Bu küresel eğilim yurtiçinde de hissedilmiş, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası'nın sürpriz bir şekilde Ekim ayında faiz indirmemesi, jeopolitik gelişmeler ve gündeme ilişkin belirsizlikler de yurtiçi piyasalarda etkili olmuştur. Yurtdışına paralel olarak BIST100 Ekim ayında %2,7 yükselmiş, tahvil faizleri ise 30 - 50 baz puan bandında artmıştır. Türk lirası ABD doları karşısında %3 ve döviz sepeti karşısında %1,8 değer kaybetmiştir.

ABD seçimlerinin sonuçlanmasının ardından piyasaların yeniden merkez bankalarına ve ekonomi performansına odaklanması beklenebilir. Ancak, Fed'in ve ECB'nin Aralık ayı toplantılarına kadar, piyasada net bir yön oluşması zor olabilecektir. Fed'in 2017 yılı için önceden iki kez faiz artırımına olacağı yönündeki beklentisinde bir değişiklik olup olmayacağı piyasaların asıl odak noktası olacaktır. Ayrıca, Avrupa Merkez Bankası'nın Mart 2017'de süresi dolacak olan tahvil alım programının süresini Aralık ayındaki toplantısında uzatması beklenmektedir. Yurtiçinde ise, Ağustos ayında Türkiye'nin yatırım yapılabilir kategorideki notuna dair görünümü durağandan negatife çeken Fitch'in bu yılsonuna kadar önceden duyurulmuş bir not açıklama tarihi bulunmasa da, yatırımcıların her an tetikte kalması beklenebilir.

MAKROEKONOMİK GÖSTERGELER	2011	2012	2013	2014	2015	2016T	2017T
GSYİH (Milyar TL)	1.298	1.417	1.567	1.748	1.953	2.146	2.378
GSYİH (Milyar ABD Doları)	774	786	823	799	720	725	736
Büyüme Oranı (%)	%8,8	%2,1	%4,2	%3,0	%4,0	%3,0	%3,5
TÜFE Enflasyonu (Yıllık) (%)	%10,4	%6,2	%7,4	%8,2	%8,8	%7,9	%7,6
İhracat (Milyar ABD Doları)	134,9	152,5	151,8	157,7	143,9	143,1	147,4
İthalat (Milyar ABD Doları)	-240,8	-236,5	-251,7	-242,2	-207,2	-199,2	-211,5
Dış Ticaret Dengesi (Milyar ABD Doları)	-105,9	-84,1	-99,9	-84,5	-63,3	-56,1	-64,1
Cari İşlemler Dengesi (Milyar ABD Doları)	-75,1	-48,5	-64,7	-43,5	-32,2	-32,8	-36,1
Cari İşlemler Dengesi/GSYİH (%)	-%9,7	-%6,2	-%7,9	-%5,4	-%4,5	-%4,5	-%4,9
Faiz (Gösterge. Bileşik. Yıl Sonu) (%)	%11,04	%6,16	%10,03	%7,97	%10,78	%8,7	%9,0
Politika Faizi (%)	%5,75	%5,50	%4,50	%8,25	%7,50	%7,50	%7,50
TCMB Ağırlıklı Fonlama Maliyeti (%)	%9,04	%5,55	%7,10	%8,51	%8,81	%7,50	%7,50
Marjinal Gecelik Fonlama Faizi (%)	%12,50	%9,00	%7,75	%11,25	%10,75	%8,00	%8,00
BİST-100	51.267	78.208	67.802	85.721	71.727	80.000	93.000
ABD Doları/TL (Ortalama)	1,6790	1,8011	1,9054	2,1930	2,7200	2,96	3,23
ABD Doları/TL (Yıl Sonu)	1,9157	1,7912	2,1381	2,3230	2,9100	3,10	3,36
EURO/ABD Doları (Yıl Sonu)	1,30	1,32	1,38	1,21	1,09	1,08	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)	Ağustos	%3,0	%2,8
Kapasite Kullanımı (Mevsimsellikten Arındırılmış)	Ekim	%74,7	%75,0
İşsizlik Oranı (Mevsimsellikten Arındırılmış)	Temmuz	%10,2	%11,2
Fiyat Göstergeleri (Yıllık)	Dönemi	2015	2016
TÜFE Enflasyonu	Ekim	%7,6	%7,2
ÜFE Enflasyonu	Ekim	%5,7	%2,8
Çekirdek Enflasyon	Ekim	%8,9	%7,0
Bütçe Göstergeleri (Milyar TL)	Dönemi	2015	2016
Gelirler	Ocak-Eylül	354,2	404,5
Harcamalar	Ocak-Eylül	367,7	416,5
Faiz Dışı Denge	Ocak-Eylül	31,3	29,6
Bütçe Dengesi	Ocak-Eylül	-13,5	-12,0
Dış Denge (Milyar ABD Doları)	Dönemi	2015	2016
İhracat (12 Aylık Toplam)	Eylül	146,4	140,9
İthalat (12 Aylık Toplam)	Eylül	218,7	197,1
Dış Ticaret Dengesi (12 Aylık Toplam)	Eylül	-72,3	-56,2
Cari İşlemler Dengesi (12 Aylık Toplam)	Ağustos	-41,1	-31,0

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)	%0,65	%7,90	%9,69
Kamu Borçlanma Standart Fonu (HEK)	-%0,47	%9,23	%8,40
Kamu Dış Borçlanma Fonu (HED)	%1,90	%9,67	%9,12
Esnek Fon (HEB)	%1,11	%8,70	%6,47
Hisse Senedi Fonu (HES)	%2,80	%9,27	%1,69
Katkı Fonu (HET)	-%0,27	%10,65	%9,32
Alternatif Esnek Fon (HEE)	%0,77	%6,95	%4,26
Alternatif Katkı Fonu (HER)	%0,53	%7,94	%8,41
Altın Fonu (HEA)	-%0,57	%23,50	%14,64

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