

FON BÜLTENİ - ARALIK 2016

Makro Bakış

Merkez Bankası kurdaki yükseliş karşısında sıkılaşmaya gitti.

Kasım ayında ABD dolarının güçlenme eğiliminin ve ABD'de tahvil faizlerinde yaşanan hızlı yükselişin gelişmekte olan ülke kurları üzerinde yarattığı baskı Türk lirasında da hissedilmiştir. Kurlardaki yükselişin enflasyon görünümünü olumsuz etkileyeceğini değerlendiren Merkez Bankası Kasım ayındaki toplantısında bir haftalık repo faizini 50 baz puan ve faiz koridorunun üst bandı olan gecelik borç verme faizini 25 baz puan artırmıştır. Bu kararlar, Merkez Bankası'nın para politikasını temsil eden ortalama fonlama maliyetinde 36 baz puan artış getirmektedir. Mart-Eylül döneminde faiz koridorunun üst bandı olan gecelik borç verme faizini toplam 250 baz puan indiren Merkez Bankası, Ekim ayındaki toplantısında da kurlarda izlenen hafif şiddetli yükseliş karşısında beklemede kalmayı tercih etmiştir. Merkez Bankası Kasım ayında faiz artırımının yanında, piyasadaki döviz arzını destekleyecek bazı tedbirler de almıştır. Bu kararlar ile bankacılık sistemine 1,5 milyar dolar likidite sağlanırken, banka dışı reel sektörde döviz arzı 2 milyar dolar civarında artırılmıştır. Merkez Bankası'nın döviz likiditesini destekleyici tedbirleri Ağustos ayından beri devam etmektedir ve bu kararlar Merkez Bankası'nın brüt döviz rezervlerinin Ağustos sonundaki 122 milyar dolardan Kasım ayı itibarıyla 115 milyar dolara kadar gerilemesinde etkili olmuştur. Önümüzdeki dönemde de bu düşüşün devam etmesi beklenmektedir. Ayrıca hükümet döviz cinsi sözleşmelerin Türk lirasına çevrilmesi gibi döviz talebini frenleyecek bazı tedbirleri açıklarak Kasım ayında Türk lirasında yaşanan değer kaybına karşı alınan tedbirlere destek vermiştir.

Faiz artırımı iktisadi faaliyette yavaşlamanın olduğu bir döneme denk gelmiştir. Eylül ayında sanayi üretimi toparlanma beklentilerinin aksine, bir önceki yılın aynı ayına göre %4,1 gerilemiştir. Böylece yılın üçüncü çeyreğinde sanayi üretimi yıldan yıla %3,2 daralırken, GSYH için 2009'dan beri ilk defa negatif büyüme kaydedilebileceğine dair sinyal vermiştir. Ekim ayına ilişkin öncü göstergeler talep koşullarında bir miktar iyileşme olduğunu yansıtsa da, sürdürülebilirliği konusunda belirsizlikler bulunmaktadır. Otomotiv satışlarında Ocak-Eylül döneminde %4 düşüş yaşanmışken, Ekim ve Kasım aylarında sırasıyla %29 ve %45 artış olması, Ekim ve Kasım aylarında kredi büyümesinde özellikle tüketici kredileri kaynaklı olmak üzere yaşanan hızlanma, talep koşullarındaki toparlanma göstergelerinin arasında yer almıştır. TÜİK'in verilerine göre tüketici güveni, reel kesim güveni ile inşaat, hizmet ve perakende ticaret gibi ekonominin birçok alanını kapsayan güven endekslerinin birleşiminden oluşan Ekonomi Güven Endeksi Kasım ayında 80,6'dan 86,5'e yükselmiştir. Ancak endeksin 100'ün altındaki seviyesi ve Ekim-Kasım ortalamasının hâlâ üçüncü çeyreğe kıyasla daha düşük olması toparlanmanın gücüne ilişkin daha fazla ikna edici göstergelere ihtiyaç duyulduğunu yansıtmıştır. 2016 ve 2017 yılları için sırasıyla %3,2 ve %4,4 seviyesinde olan resmi GSYH büyüme hedefleri için risklerin artmış olması, Merkez Bankası'nın kurdaki yükseliş karşısında faiz silahını kullanarak çok belirgin bir sıkılaşma yapması karşısında bir kısıt oluşturmuştur. Ancak, finansal kesim dışındaki firmaların net döviz pozisyonunun 210 milyar dolar (GSYH'ye oranla %29) gibi yüksek bir seviyede olması kur artışı kanalı ile ekonomik aktivitede oluşabilecek riskler karşısında tedbir almayı gerekli kılmıştır.

Kasım ayında yurtiçi ekonomik görünüm açısından olumlu gelişmeler de yaşanmıştır. 25 Kasım'da başvuruları sona eren ve tahsilatları 2019'a kadar sürebilecek olan borç yapılandırma programına 77 milyar TL'lik yüksek seviyede bir başvuru yapılmıştır. Bu yapılandırmadan gelecek olan tahsilatlar 2017 yılı için GSYH'ye oranla %1,9'a yükselmesi planlanan bütçe açığının aşılma ihtimalini sınırlayabileceğinden, tahsilat performansının yakından izlenmesi gerekmektedir. Ekim ayı itibarıyla %1,4 seviyesinde olan 12 aylık birikimli bütçe açığının GSYH'ye oranının sene sonuna doğru artacağı resmi tahminlere yansımış olsa da, borç yapılandırması burada da beklenenden iyi bir tablo oluşmasına destek verebilecektir. Ancak, borçlanma ihtiyacı gelecek bir yıllık süre zarfında geçtiğimiz yılların üzerinde seyredebilecek, tahvil piyasasında faiz görünümünün belirlenmesinde küresel dalgalanmalar ve Türkiye'ye yönelik risk algısı etkili olabilecektir. Moody's'in Türkiye'nin notunu indirdiği Eylül ayı, dış finansman koşullarının Türkiye lehine gelişmediği bir dönem olmuştur. Cari açık turizm gelirlerindeki düşüş kaynaklı olarak artarken, döviz rezervleri hem cari açığı hem de diğer sermaye çıkışlarını finanse etmiştir. ABD seçimleri sonrasında gelişmekte olan ülkelerde sermaye çıkışları yaşanması cari açığın finansmanına ilişkin baskının sürebileceğini düşündürmüştür. Ayrıca, 15 Temmuz'da yaşanan başarısız darbe girişiminin ardından Türkiye'nin yabancı para kredi notunu bir kademe indirerek yatırım yapılabilir kategorinin iki seviye altında belirleyen S&P, Kasım ayında net görünümünü sürpriz bir şekilde negatiften durağana yükseltmiştir. S&P'nin Türkiye'ye verdiği not Moody's'in bir kademe ve Fitch'in iki kademe altında yer almaktadır. Bu nedenle de önümüzdeki dönemde Fitch'ten bir not indirimi gelme ihtimali hâlâ masanın üzerinde yer almaktadır.

Yıllık TÜFE enflasyonu Ekim ayındaki %7,16'dan Kasım ayında %7 seviyesine gerilemiştir. Beklentilerin altındaki bu gerçekleşmede gıda enflasyonundaki gerileme etkili olmuştur. Yıllık çekirdek-TÜFE enflasyonu ise %7 seviyesinde yatay kalmıştır. Hükümet Kasım ayında otomobiller ile sigara ve alkollü ürünler için ÖTV artışına gitmiştir. ÖTV artışlarının enflasyona 0,4-0,5 puan arasında etki yapması muhtemel görünmektedir. Ancak, her hâlikârda gıda enflasyonu belirleyici olacaktır. Yıllık gıda enflasyonu Kasım ayı itibarıyla %3,55 seviyesine gerilemiştir. Bu seviyenin Aralık ayında bir miktar yükselmesi durumunda yıllık TÜFE enflasyonu seneyi %8 civarında bitirebilecek, aksi durumda ise %8'in altında kalabilecektir. Kurdaki değer kaybının kalıcı olması durumunda ise enflasyonun gelecek yılın ilk yarısında %9-9,5 bandına yükselmesi söz konusu olabilecektir.

Global Görünüm

Trump'ın ABD'de başkan seçilmesi tahvil faizlerini ve enflasyon beklentilerini yükseltti.

8 Kasım'da yapılan ABD başkanlık seçimlerini anketlerin yansıttığının aksine Cumhuriyetçi Parti adayı Donald Trump kazanmıştır. Birleşik Krallık'ın Haziran ayındaki referandumla Avrupa Birliği'nden çıkma yönünde karar almasının ardından 2016 yılında piyasalar için ikinci büyük sürpriz olma özelliği taşıyan bu gelişmenin, ekonomide dengeleri değiştirmesi beklenmektedir. Vergi indirimleri, alt yapı yatırımları ve ABD şirketlerinin yatırımlarını yabancı ülkelere ABD'ye geri çekmeyi teşvik etme gibi kanallarla ekonomiyi daha yüksek bir büyüme hızına ulaştırılmaya hedeflenen Trump'ın, öne çıkardığı bir diğer ekonomi politikası ise korumacı dış ticaret politikaları olmuştur. Her ne kadar Ocak'ta göreve başlayacak olan Trump'ın bu hedeflerin ne kadarını gerçekleştirebileceği henüz belirsizliğini korusa da, ABD ekonomisinde mali politikanın gevşetileceği, enflasyonun yükseleceği, buna karşın daha sıkı bir para politikası uygulanacağı bir döneme geçildiğine dair sinyaller ağırlık kazanmıştır. Fed yetkilileri Aralık ayında faiz artırımını olma ihtimalinin %100 olarak fiyatlanmasına sebep olan açıklamalar yaparken, bir yandan da mali politikanın gevşetilmesine olumlu yaklaşıtları izlenmiştir. Korumacı dış ticaret politikalarının dünya ekonomisi üzerindeki olası olumsuz yansımaları ise şimdilik beklentilere fazla yansımamaktadır.

Para politikasının ekonomiyi canlandırma konusundaki yetersizliği ve mali politikanın destek vermesi gerektiği yönündeki görüşler, Eylül ayından itibaren Japonya ve Avrupa Merkez Bankaları'nın ilave genişleyici tedbir alma konusunda atalet göstermeleri ile daha fazla gündeme gelmeye başlamıştı. Ekim ve Kasım aylarında ise piyasanın bu iki merkez bankasından faiz indirim beklentilerini giderek törpülediği ve sonunda da bu beklentinin ortadan kalktığı görülmüştür. Küresel büyümenin yılın ikinci yarısında hızlandığına dair göstergeler, para politikalarından ilave gevşeme beklentilerinin azalması ve ABD'de Trump'ın uygulaması beklenen politika değişimi küresel olarak düşük faiz serüveninin sonuna geldiği endişelerini

ön plana çıkarmıştır. ABD dolarının ve borsalarının sert şekilde değer kazandığı ve tahvil faizlerinin hızla yükseldiği bu ortamda, gelişmekte olan ekonomiler için risk algısı bozulmuştur.

OPEC Kasım ayında gerçekleştirdiği toplantıda günlük petrol üretimini Ocak 2017'den geçerli olmak üzere 1,2 milyon varil düşürerek 32,5 milyon varile indirme kararı almıştır. Geçmiş dönemde OPEC'in üretim seviyesinin dondurulması konusundaki başarısız girişimleri ve anlaşmazlıkları bu toplantıdan çıkan uzlaşının ve kesinti boyutunun piyasaya sürpriz olmasına yol açmıştır. OPEC'in kesinti kararı öncesinde 56 ABD doları civarında olan bir yıl sonrası petrol fiyatına ilişkin beklentilerin yükselip yükselmeyeceği yakından izlenmektedir.

Yurtiçi Piyasalar

Güçlenen ABD doları ve faizleri gelişmekte olan piyasaları zayıflattı.

Düşük faiz ortamının uzun bir süre devam edeceği algısının değişmesi, ABD'de yeni başkanın mali gevşeme paketi uygulayacak olması ve Fed'in faiz artıracığına yönelik beklentilerin güçlenmesi gelişmekte olan ülke varlıklarına satış getirmiştir. Bu görünüm altında, gelişmiş ülke borsalarında değer kazançları rekor seviyelere doğru ilerlerken, tahvil faizleri ve ABD doları belirgin olarak yükselmiştir. Kasım ayında Meksika %9, Brezilya %8, Macaristan %4 ve Güney Afrika %4 ile para birimleri ABD doları karşısında değer kaybeden gelişmekte olan ülkelerden bazıları olurken, Japon Yeni ve Euro gibi belli başlı gelişmiş ülke para birimlerinde de ABD dolarına karşı sırasıyla %9 ve %3,5 düşüş yaşanmıştır. Küresel gelişmelerin yanında, Türkiye'de iç ve dış siyasetin yeniden şekillenmesinin getirdiği belirsizlikler yurtiçi piyasalardaki baskıyı artırmıştır. Kasım ayında Türk lirası ABD doları karşısında %11, ABD doları ve Euro'dan oluşan döviz sepeti karşısında %9 değer kaybetmiştir. Aynı süreçte, iki yıllık tahvil faizi 122 baz puan ve 10 yıllık tahvil faizi 108 baz puan artış ile sırasıyla %10,5 ve %11,1 seviyelerine yükselirken, BIST100 Endeksi ise %5,8 düşüş kaydetmiştir.

Önümüzdeki dönemde Fed'in faiz artırımlarını hızlandırma eğilimine girip girmeyeceği, Avrupa Merkez Bankası'nın Mart 2017'de süresi dolacak olan tahvil alım programının süresini uzatıp uzatmayacağı gibi konular piyasalara yön verecektir. Ancak, ABD'de yeni Başkan'ın mali gevşeme hedeflerinin ne kadarını yerine getirebileceği netlik kazanana kadar piyasalarda son dönemde oluşan trendin gelişmekte olan ülkeler lehine önemli bir düzeltme kaydetme ihtimali zayıf görünmektedir. Yurtiçinde ise 3. çeyrek GSYH verisinin öncü göstergelerin ima ettiği daralmayı teyit edip etmeyeceği önemli olacaktır. Ayrıca, kurdaki yükselişin sürmesi durumunda Merkez Bankası ve diğer ekonomi birimlerinin alacağı tedbirler bir kez daha piyasaların odağında olabilir. OPEC'in üretim kesintisi kararının ise şimdilik petrol fiyatlarında sert bir yükselişe sebep olmayacağı tahmin edildiğinden, yurtiçi piyasalar açısından önemli bir tehdit oluşturmadığı değerlendirilmektedir.

MAKROEKONOMİK GÖSTERGELER	2011	2012	2013	2014	2015	2016T	2017T
GSYİH (Milyar TL)	1.298	1.417	1.567	1.748	1.953	2.135	2.360
GSYİH (Milyar ABD Doları)	774	786	823	799	720	708	648
Büyüme Oranı (%)	%8,8	%2,1	%4,2	%3,0	%4,0	%2,5	%3,0
TÜFE Enflasyonu (Yıllık) (%)	%10,4	%6,2	%7,4	%8,2	%8,8	%8,0	%8,2
İhracat (Milyar ABD Doları)	134,9	152,5	151,8	157,7	143,9	141,8	148,4
İthalat (Milyar ABD Doları)	-240,8	-236,5	-251,7	-242,2	-207,2	-198,5	-210,0
Dış Ticaret Dengesi (Milyar ABD Doları)	-105,9	-84,1	-99,9	-84,5	-63,3	-56,8	-61,6
Cari İşlemler Dengesi (Milyar ABD Doları)	-75,1	-48,5	-64,7	-43,5	-32,2	-34,6	-36,3
Cari İşlemler Dengesi/GSYİH (%)	-%9,7	-%6,2	-%7,9	-%5,4	-%4,5	-%4,9	-%5,6
Faiz (Gösterge. Bileşik. Yıl Sonu) (%)	%11,04	%6,16	%10,03	%7,97	%10,78	%11,0	%10,7
Politika Faizi (%)	%5,75	%5,50	%4,50	%8,25	%7,50	%8,50	%9,00
TCMB Ağırlıklı Fonlama Maliyeti (%)	%9,04	%5,55	%7,10	%8,51	%8,81	%8,50	%9,00
Marjinal Gecelik Fonlama Faizi (%)	%12,50	%9,00	%7,75	%11,25	%10,75	%9,00	%9,50
BİST-100	51.267	78.208	67.802	85.721	71.727	75.000	88.000
ABD Doları/TL (Ortalama)	1,6790	1,8011	1,9054	2,1930	2,7200	3,02	3,64
ABD Doları/TL (Yıl Sonu)	1,9157	1,7912	2,1381	2,3230	2,9100	3,55	3,60
EURO/ABD Doları (Yıl Sonu)	1,30	1,32	1,38	1,21	1,09	1,05	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)	Eylül	%1,9	%3,2
Kapasite Kullanımı (Mevsimsellikten Arındırılmış)	Kasım	%75,1	%74,9
İşsizlik Oranı (Mevsimsellikten Arındırılmış)	Ağustos	%10,3	%11,4
Fiyat Göstergeleri (Yıllık)	Dönemi	2015	2016
TÜFE Enflasyonu	Kasım	%8,1	%7,0
ÜFE Enflasyonu	Kasım	%5,3	%6,4
Çekirdek Enflasyon	Kasım	%9,2	%7,0
Bütçe Göstergeleri (Milyar TL)	Dönemi	2015	2016
Gelirler	Ocak-Ekim	398,0	447,9
Harcamalar	Ocak-Ekim	404,2	460,0
Faiz Dışı Denge	Ocak-Ekim	41,2	32,4
Bütçe Dengesi	Ocak-Ekim	-6,2	-12,1
Dış Denge (Milyar ABD Doları)	Dönemi	2015	2016
İhracat (12 Aylık Toplam)	Ekim	146,7	140,5
İthalat (12 Aylık Toplam)	Ekim	216,4	197,2
Dış Ticaret Dengesi (12 Aylık Toplam)	Ekim	-69,7	-56,8
Cari İşlemler Dengesi (12 Aylık Toplam)	Eylül	-38,9	-32,4

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 (%) 30.09.2016 - 31.10.2016 (*)	Yılbaşından İtibaren Değişim (%) 31.12.2015 - 31.10.2016 (*)	Yıllık Değişim (%) 30.10.2015 - 31.10.2016 (*)
Likit Fon (HEP)	%0,66	%8,62	%9,63
Kamu Borçlanma Standart Fonu (HEK)	-%1,55	%7,54	%7,43
Kamu Dış Borçlanma Fonu (HED)	%4,03	%14,09	%15,07
Esnek Fon (HEB)	-%1,25	%7,35	%6,16
Hisse Senedi Fonu (HES)	-%3,53	%5,41	%1,23
Katkı Fonu (HET)	-%1,85	%8,61	%8,37
Alternatif Esnek Fon (HEE)	-%1,04	%5,84	%3,72
Alternatif Katkı Fonu (HER)	-%0,52	%7,37	%7,57
Altın Fonu (HEA)	%2,65	%26,77	%26,01

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