

## FON BÜLTENİ - OCAK 2017

### Makro Bakış

#### GSYH'de üçüncü çeyrekte korkulan daralma %1,8 seviyesinde gerçekleşti.

Aralık ayında yayınlanan verilere göre Türkiye ekonomisi yılın üçüncü çeyreğinde yıldan yıla %1,8 düşüş kaydetti. 2009 yılından beri ilk defa görülen bu daralmada, bayram ve 15 Temmuz olayları nedeniyle oluşan iş günü kaybının yanında, turizm sektöründeki küçülme ve iç talebin darbe girişimi sonrasında zayıflaması etkili oldu. TÜİK verilerine göre iş günü kaybı olmasaydı, üçüncü çeyrekte GSYH'deki düşüş %1,8 yerine %0,2 ile çok daha sınırlı bir seviyede gerçekleşecekti. Her hâlükârda, veriler ekonominin temel eğiliminde de zayıf bir performans olduğunu teyit etmiş oldu. Üçüncü çeyrekte, özel tüketim harcamaları %3,2, mal ve hizmet ihracatı %7, toplam yatırımlar %0,6 gerilerken, kamunun tüketim harcamaları %24 artışla büyümeye olumlu katkı yapan tek kaleme oldu. Sektörlere bakıldığında, tarımda ve hizmetlerde sırasıyla %7,7 ve %8,4 daralma dikkat çekerken, sanayide %1,4 ile daha sınırlı bir küçülme izlendi. İnşaat %1,4 ile oldukça düşük bir büyüme kaydederek ekonomik büyümeye sınırlı da olsa pozitif katkı sunarken, kamu yönetimi, sağlık ve sosyal hizmetler ile gayrimenkul faaliyetleri gibi GSYH'de görece daha az ağırlığa sahip bazı sektörlerdeki pozitif büyüme, GSYH'deki daralmanın daha belirgin olmasını engelledi. TÜİK ayrıca Avrupa Birliği metodolojisine uyum ve ölçümleme iyileştirmeleri çerçevesinde geçmiş dönem GSYH verilerini revize etti. Buna göre 2016 yılının ilk üç çeyreğinde ortalama büyüme oranı %2,2 gibi düşük bir seviyede gerçekleşti ve 2015 yılındaki %6,1'lik büyümeye kıyasla belirgin bir yavaşlamaya işaret etti. 2009-2015 yılları arasındaki ortalama büyüme performansı ise revizyon sonrasında %5,2'den %7,3'e yükseldi. Yeni veri kaynaklarının kullanılmaya başlaması ile GSYH'de yapılan yukarı yönlü revizyonda inşaat en fazla rol oynayan sektör olarak öne çıktı. Ayrıca, tasarrufların GSYH'ye oranı daha önceki hesaplamalarda 2015 yılı için %14,3 seviyesinde tespit edilmişken, yeni hesaplamalarda %24,8 olarak açıklandı. GSYH revizyonunun IMF ve Eurostat gibi uluslararası kurumların danışmanlıkları altında yapılmış olması, yüksek miktarda değişikliklere rağmen, yeni verilerin uluslararası standartlarda kabul göreceğini düşündürmektedir.

Yılın dördüncü çeyreğinde ekonominin toparlanabileceğine dair veri akışı Aralık ayında da devam etti. Otomotiv üretimi ve satışları Kasım ayında geçen yılın aynı ayına göre sırasıyla %19 ve %42 arttı. Ayrıca üçüncü çeyrek içerisinde %8'in altına dahi gerilemiş olan (kur etkisinden arındırılmış) yıllık kredi büyümesi Aralık ayında %10,2'ye kadar yükseldi. Ekim ayında sanayi üretimi yıldan yıla %0,2 gibi oldukça düşük bir artış gerçekleştirerek dördüncü çeyrekte beklenen toparlanmanın sınırlı kaldığını göstermiş olsa da, Kasım-Aralık aylarına ait enerji ve altın hariç ara mali ithalatı sanayi üretiminin bir miktar daha hızlanabileceğine dair bir sinyal verdi. Buna rağmen, yılın tamamında GSYH büyüme oranının %2,5'in altında kalma ihtimali güçlendi. Kredilerdeki toparlanmada, BDDK'nın tüketici kredileri koşullarını gevşeten tedbirleri, Merkez Bankası'nın Mart ayından beri devam eden faiz indirimlerinin kredi faizlerine daha fazla yansımaya ve hükümetin konut sektörüne verdiği teşvikler etkili oldu. Gelecek aylarda hükümetin, Merkez Bankası'nın ve BDDK'nın aldığı diğer tedbir ve teşviklerin etkisinin ekonominin toparlanmasına destek olmaya devam etmesi beklenebilir. Aralık ayında hükümet, gelecek üç yıl içinde ilave 250 milyar TL'lik ticari kredi hacmi yaratacak şekilde Kredi Garanti Fonu'nun kapasitesini artırma kararı alırken, yatırım teşviklerinin kapsamını da genişletti. Ayrıca, 2017 yılı için %8 olarak açıklanan asgari ücret artışına kamunun desteğinin devam edeceği ve bu desteğin bütçeye 10 milyar TL maliyeti olacağı belirtildi. Son dönemde mali politikanın ekonomiyi destekleyici kullanılmasına karşın 2016 yılının Kasım ayı itibarıyla bütçe gerçekleştirmeleri hedeflenenden daha olumlu bir tablo çizdi. Bu olumlu performansta geçmiş kamu alacaklarının yeniden yapılandırılması kapsamında bütçeye gelen 11,3 milyar TL düzeyindeki ilave gelirin etkisi oldu. 2017 yılında da bu kanaldan benzer miktarda veya daha fazla ilave gelir elde edilmesi mümkün olmakla birlikte, bütçe açığının 2016 yılına göre artması ve Hazine'nin borçlanma ihtiyacının planlanan seviyelerin üzerine çıkması yüksek ihtimal olarak görülmektedir.

İktisadi faaliyetin yavaş olmasının olumlu yanları, kurdaki ve petrol fiyatlarındaki yükselişin enflasyona olumsuz etkilerinin sınırlanması ve benzer şekilde cari açığın ılımlı seyretmesi olarak sayılabilir. Merkez Bankası da Aralık ayında gerçekleştirdiği toplantıda, enflasyon görünümüne yönelik risklere değinmekle birlikte, talep koşullarının enflasyondaki yükseliş sınırlayabileceği beklentisinden yola çıkarak biraz daha beklemeyi ve gelişmeleri izlemeyi tercih etti. Bu doğrultuda, Merkez Bankası faizleri değiştirmeyerek, piyasada artırım yönünde olan beklentileri karşıladı. Ancak Aralık ayında gıda, kur ve petrol fiyatlarındaki yükseliş TÜFE'nin yıllık enflasyonunun %7'den %8,5'e yükselmesine yol açtı ve Merkez Bankası'nın öngörülleri ile pek uyumlu bir tablo çizmedi. Zayıf talep koşullarına rağmen kur baskısının hissedilmesi Merkez Bankası'nın Ocak ayında veya sonraki aylarda faiz artırımına gitme ihtimalini güçlendirdi. 15 Temmuz'dan bu yana aldığı makro ihtiyati tedbirlerle piyasadaki döviz likiditesini 9 milyar dolar civarında ve TL likiditesini 2,3 milyar TL düzeyinde rahatlattığını hesapladığımız Merkez Bankası, Aralık ayında zorunlu karşılık gibi araçların devreye sokmadı. Ancak, geçtiğimiz aylarda alınan bahsi geçen tedbirlerin rezervler üzerindeki düşürücü etkisi Aralık ayında da hissedildi. 23 Aralık itibarıyla 110 milyar dolara gerileyen brüt rezervler Ekim ayında 120 milyar dolar seviyesindeydi. Bu dönemde net rezervler ise fazla değişmeyerek 35,5 milyar dolar seviyesinde yatay kaldı.

### Global Görünüm

#### Fed beklenen faiz artırımını yaparken, sıkılaştırmanın 2017'de devam edeceği sinyali verildi.

En son 2015 yılının Aralık ayında faizi artıran Fed, beklendiği gibi 2016 yılının Aralık ayında 25 baz puanlık ikinci faiz artırımını hayata geçirdi. Ancak, Fed üyelerinin 2017 yılında faiz artırımına dair öngörülerinin ortalamasının 50 baz puandan 75 baz puana yükselmesi Aralık ayında yapılan toplantının sürprizi olurken, görevini 20 Ocak'ta devralacak olan yeni Başkan Donald Trump'ın mali gevşeme planlarının daha sıkı bir para politikası ile karşılık bulacağına dair bir hatırlatma niteliğindedir. Ancak, piyasa fiyatlamaları yine de 2017 yılı için 50 baz puanlık faiz artırımının daha gerçekçi bulunduğunu yansıtmaktadır. Trump'ın görevine geldikten sonraki ilk 100 günde uygulamayı vadettiği değişiklikler arasında bazı dış ticaret anlaşmalarının gözden geçirilmesi ve hatta terk edilmesi ile gelir ve kurumlar vergisi indirimleri yer alıyor. Ancak, bunlardan bazılarının uygulanması için Kongre'nin de onayı gerekiyor ve beklentiler, mali teşviklerin Trump'ın öngördüğü büyüklüğün altında kalabileceği yönünde şekilleniyor. Aralık ayında Avrupa Merkez Bankası'ndan (ECB) da sürpriz geldi. ECB beklendiği üzere faizlerde değişikliğe gitmezken, Mart 2017'de süresi dolacak varlık alım programının süresini tahminlerin biraz daha ötesinde Aralık 2017'ye kadar uzattı. Ancak, Banka'nın aylık varlık alım miktarını 80 milyar Euro'dan 60 milyar Euro'ya düşürmesi şahin yönde bir sürpriz oldu. Avrupa'da enflasyonun, hedefin çok altındaki seviyeleri para politikası desteğinin azalması da olsa devam etmesini gerektiriyor. Japonya Merkez Bankası ise Aralık ayında herhangi bir değişikliğe gitmedi.

Aralık ayında veri akışı küresel büyüme görünümünün iyileşmeye devam ettiğini yansıttı. ABD, Euro Bölgesi, Japonya ve Çin'de büyümenin öncü göstergesi olarak takip edilen PMI endeksleri yüksek seviyelerini muhafaza etti. Küresel büyümenin 2016 yılının son çeyreğinde hızlanmış olması ve ABD'deki ekonomi politikası değişikliklerinin enflasyon yaratan tedbirlerle büyümeyi destekleyeceği kanaati, uzun vadeli enflasyon beklentilerini yükseltti. ABD'de 5 yıllık enflasyon beklentisi son bir buçuk yılın en yüksek seviyesi olan %2,5'e ve Euro Bölgesi'nde ise son bir yılın en yüksek seviyesi olan %1,7'ye çıktı. %2 enflasyon hedeflemesi olan bu ekonomilerde tahvil faizlerinin de yüksek seyretmesine yol açan bu gelişmeler Kasım ayında olduğu gibi Aralık ayında da yatırım temalarının belirlenmesinde etkili oldu.

**Yurtiçi Piyasalar****Aralık ayı Noel tatili sebebi ile piyasalar açısından nispeten sakindi.**

Kasım ayında ABD'de yükselen faiz ve dolar sebebi ile satış baskısı altında kalan gelişmekte olan ülke piyasalarında Aralık ayında daha ılımlı bir performans vardı. Noel tatili nedeniyle küresel piyasalarda özellikle Aralık ayının ikinci yarısında sakin bir seyir oluşurken, net bir yön de oluşmadı. Gelişmiş ülke hisse senetleri endeksi Aralık ayında %2,3 artarken, gelişmekte olan ülkeler dolar bazında %0,1 ile hafif geriledi. BİST100 Endeksi ise TL olarak %5,6 ve dolar olarak %2,4 kazançla ayı kapattı ve diğer gelişmekte olan ülkelerden daha iyi performans sergiledi. ABD'de 10 yıllık tahvil faizi 6 baz puan yükselişle %2,4 seviyesinde yılı tamamlarken, gelişmekte olan ülke tahvil faizlerinde ortalama 12 baz puan düşüş vardı. Yurtiçinde 10 yıllık tahvil faizi ise Kasım ayına göre 24 baz puan yükseldi ve yılı %11,1 seviyesinde kapattı. Aralık ayında gelişmekte olan ülke kurlarında %0,7 dolar karşısında toparlanma oluşurken, TL %2,6 değer kaybı ile olumsuz performansını sürdürdü.

2017 yılının Ocak ayında görevi devralacak olan ABD'nin yeni başkanı Trump'ın uygulamaya koyacağı politikalar piyasa performansında belirleyici olabilir. Ancak, bu alandaki görünümün netleşmesinin birkaç aya yayılabileceği de unutulmamalıdır. Yurtiçinde ise Türkiye'nin kredi notunu hâlâ yatırım yapılabilir kategoride ancak negatif görünümde tutan Fitch'in 27 Ocak'taki kredi notu değerlendirmesi beklenecek. Bir yandan da, Anayasa değişikliği teklifinin Meclis Genel Kurulu görüşmeleri muhtemel referandum tarihinin belirlenmesi açısından takip edilecek. Uzun süredir jeopolitik gelişmeler sebebiyle risk primi yüksek seyreden yurtiçi piyasalar açısından Suriye'ye ilişkin barış görüşmeleri oldukça kritik olacaktır ve olumlu her türlü haber akışı yurtiçi piyasaların görece olumsuz performansını tamir etme potansiyeli taşımaktadır. Ancak, genel olarak gündemin yoğun olması, Ocak ayında da temkinli ve oynaklıkların yüksek olduğu bir dönem geçirilebileceğini düşündürmektedir.

MAKROEKONOMİK GÖSTERGELER	2011	2012	2013	2014	2015	2016T	2017T
GSYİH (Milyar TL)	1.394	1.570	1.810	2.044	2.338	2.559	2.829
GSYİH (Milyar ABD Doları)	833	876	950	936	858	848	777
Büyüme Oranı (%)	%11,1	%4,8	%8,5	%5,2	%6,1	%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 (%)	-%9,0	-%5,5	-%6,8	-%4,6	-%3,8	-%4,1	-%4,7
Faiz (Gösterge. Bileşik. Yıl Sonu) (%)	%11,04	%6,16	%10,03	%7,97	%10,78	%10,6	%10,7
Politika Faizi (%)	%5,75	%5,50	%4,50	%8,25	%7,50	%8,00	%9,00
TCMB Ağırlıklı Fonlama Maliyeti (%)	%9,04	%5,55	%7,10	%8,51	%8,81	%8,30	%9,00
Marjinal Gecelik Fonlama Faizi (%)	%12,50	%9,00	%7,75	%11,25	%10,75	%8,50	%9,50
BİST-100	51.267	78.208	67.802	85.721	71.727	78.138	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	3,53	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)	3. Çeyrek	880,2	850,8
Büyüme Oranı (Yıllık)	3. Çeyrek	%5,9	-%1,8
Üretim Göstergeleri	Dönemi	2015	2016
Sanayi Üretimi (12 Aylık Ortalama)	Ekim	%2,7	%2,0
Kapasite Kullanımı (Mevsimsellikten Arındırılmış)	Aralık	%75,4	%75,4
İşsizlik Oranı (Mevsimsellikten Arındırılmış)	Eylül	%10,2	%11,3
Fiyat Göstergeleri (Yıllık)	Dönemi	2015	2016
TÜFE Enflasyonu	Aralık	%8,8	%8,5
ÜFE Enflasyonu	Aralık	%5,7	%9,9
Çekirdek Enflasyon	Aralık	%9,5	%7,5
Bütçe Göstergeleri (Milyar TL)	Dönemi	2015	2016
Gelirler	Ocak-Kasım	441,8	490,1
Harcamalar	Ocak-Kasım	447,2	510,7
Faiz Dışı Denge	Ocak-Kasım	45,8	46,3
Bütçe Dengesi	Ocak-Kasım	-5,4	-2,1
Dış Denge (Milyar ABD Doları)	Dönemi	2015	2016
İhracat (12 Aylık Toplam)	Kasım	145,4	141,5
İthalat (12 Aylık Toplam)	Kasım	211,0	198,2
Dış Ticaret Dengesi (12 Aylık Toplam)	Kasım	-65,7	-56,6
Cari İşlemler Dengesi (12 Aylık Toplam)	Ekim	-37,2	-33,8

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 (%) 30.11.2016 - 30.12.2016 (*)	Yılbaşından İtibaren Değişim (%) 31.12.2015 - 30.12.2016 (*)	Yıllık Değişim (%) 31.12.2015 - 30.12.2016 (*)
Likit Fon (HEP)	%0,73	%9,40	%9,40
Kamu Borçlanma Standart Fonu (HEK)	%0,07	%7,62	%7,62
Kamu Dış Borçlanma Fonu (HED)	%2,79	%17,27	%17,27
Esnek Fon (HEB)	%1,91	%9,40	%9,40
Hisse Senedi Fonu (HES)	%4,97	%10,65	%10,65
Katkı Fonu (HET)	%0,39	%9,03	%9,03
Alternatif Esnek Fon (HEE)	%1,79	%7,73	%7,73
Alternatif Katkı Fonu (HER)	%0,99	%8,44	%8,44
Altın Fonu (HEA)	%0,38	%27,26	%27,26

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