

## FON BÜLTENİ - NİSAN 2017

### Makro Bakış

#### Merkez Bankası sıkılaştırma konusunda kararlı olduğunu gösterdi.

Mart ayında enflasyondaki yükseliş ve bütçe açığının genişlemesi veri akışında olumsuz haneye yazılan veriler olurken, büyüme cephesinde toparlanmanın devam ettiğini yansıtan göstergeler ve Merkez Bankası'nın sıkılaştırma adımlarına kararlı bir şekilde devam etmesi makroekonomik görünümde dengeleyici bir rol oynadı. Şubat ayında %10,1'e yükselerek 2012'den bu yana ilk defa çift haneye ulaşan yıllık TÜFE enflasyonu Mart ayında yükseliş eğilimini koruyarak %11,3 seviyesine tırmandı. Türk lirasında son bir yılda yaşanan %25'lik değer kaybını ve gıda enflasyonundaki yükselişin etkilerini yansıtarak ivmelenen tüketici enflasyonunda, gelecek aylarda %12 seviyesine yaklaşılması olası görünmektedir. Bu riski önden tespit eden Merkez Bankası Ocak ayında başlattığı faiz artırımı ve sıkı likidite politikasını sürdürme kararı aldı ve Mart ayında gerçekleştirdiği toplantıda, Türk lirasının görece istikrarlı performansına rağmen enflasyona ilişkin riskler sebebi ile geç likidite penceresi (GLP) faizini %11'den %11,75'e yükseltti. Merkez Bankası Ocak ayında bankalara %8 faiz ile nispeten ucuz fonlama sağladığı bir haftalık repo ihalelerini durdurmuş, esasen acil durum uygulaması olarak tasarlanan ve yüksek faiz uygulayan GLP'yi rutin bir fonlama mekanizmasına dönüştürmüştü. Bu yeni çerçeveye geçildiğinden beri Merkez Bankası bankalara GLP ve gecelik borç verme kanalları ile fonlama sağlarken, Mart ayında GLP faizinin artırılmasının yanında fonlamanın kompozisyonu daha yüksek maliyetli olan GLP'ye doğru kaydırılarak sıkılaştırmanın dozu güçlendirildi. Sonuç olarak, Mart ayı içinde ortalama fonlama maliyeti 100 baz puan artarak %11,3-11,4 bandına ulaştı.

2016 yılının son çeyreğinde Türkiye ekonomisi yıldıan yıla %3,5 büyüme kaydederken, bir önceki çeyrekte darbe girişimi, iş günü kayıpları ve turizm sektöründeki problemler sebebiyle yaşanan %1,3'lük daralmanın ardından dipten dönüşün başladığını teyit etti. Son çeyrekte büyümenin 3,4 puanı özel tüketim harcamalarından gelirirken, kamu ve özel sektörün toplam yatırımlarındaki büyüme GSYH'ye 0,6 puan ekledi. Diğer taraftan, turizmin olumsuz etkilerini hissettirmeye devam ettiği dış ticaret, büyüme 0,2 puan aşağı çaktı. 2016 yılının tamamında GSYH büyümesi %2,9 ile 2015 yılındaki %6,1'e göre yavaşlarken, 2017 yılında şimdilik ılımlı büyümenin sürdüğü göze çarpmaktadır. Ancak, kamunun desteğiyle ayakta tutulmaya çalışılan büyüme performansı açısından daha olumlu bir tablo oluşabilmesi için belirsizliklerin azalması ve güven ortamının iyileşmesi gerekli görülmektedir. Ocak ayında sanayi üretiminin yıldıan yıla büyümesi %4,2 seviyesinde gerçekleşirken, Şubat ve Mart aylarındaki dış ticaret verileri ve otomotiv üretimi gibi göstergeler bir miktar yavaşlama olsa da sanayi üretimindeki artışın sürebileceğini yansıtmıştır. Buna karşın, Merkez Bankası'nın da tespitlerinde yer aldığı üzere büyümenin genele yayılan, sağlıklı bir momentumla henüz ulaşmadığı göze çarpmaktadır. Şubat ayında beyaz eşya ve mobilyada yapılan vergi indirimleri ve istihdama yönelik teşviklerin ardından, Mart ayında kredi garanti fonu kapsamında KOBİ ve ihracatçılara verilen kredi hacminin genişletilmesine yönelik karar uygulamaya geçirilmiştir. Kamunun büyüme destekleyici rolünün mali performansla doğrudan veya dolaylı yansımalarının yıl içerisinde daha fazla hissedilmesi beklenmekle birlikte, Şubat ayında vergi gelirlerindeki yavaşlama ve giderlerde hızlanma paralelinde bütçe açığında genişleme başlamıştır. Bu durum Hazine'nin borçlanma ihtiyacının, planlananın üzerinde seyretmesinde etkili olmaktadır. Hazine bu yılki iç borç servisinin %98'i kadar yeni borçlanma hedeflemesine rağmen, Ocak-Mart döneminde bu oran %100'ün üzerinde seyretmiştir.

Türkiye'nin dış ticaret verileri yeni yıla dış açıkta yükselişle başladığını gösterse de, bozulma sınırlı kaldı. Ocak ve Şubat aylarında artmaya başlayan enerji ithalatı petrol fiyatlarındaki yükselişin gecikmeli etkilerini yansıtırken, turizm gelirlerinde zayıflamanın derinleşmemesi olumluydu. Türkiye'nin en büyük ihracat pazarı olan Avrupa ekonomisindeki toparlanma ihracata destek olarak dış açıktaki bozulmayı sınırlayan bir diğer unsur oldu. 2016 yılını 32,6 milyar dolar seviyesinde tamamlayan 12 aylık birikimli cari açık Ocak ayı itibarıyla 33,2 milyar dolara doğru bozulma gösterdi. Finansman tarafına bakıldığında, 2016 yılının genelinde uzun ve kısa vadeye dağılan dengeli bir kompozisyon oluşurken, 2017 yılının Ocak ayında Eurobond ihracatı sayesinde portföy girişlerinin ve rezerv kullanımının ağır bastığı bir yapı vardı. Reel sektörün ve bankaların yurtdışından kredi borçlarını yenilemeye devam ettikleri, ancak buradaki yenileme oranlarının düşüş eğilimini koruduğu göze çarptı. Türkiye'de büyümenin eski potansiyelinin altında seyredeceğini ve mali performansla yaşanan bozulmanın kalıcı olacağına değerlendiren Moody's Mart ayında sürpriz bir şekilde Türkiye'nin yatırım yapılabilir kategorinin bir kademe altında yer alan notuna ait görünümü durağandan negatife çaktı. Bu durum tek başına yurtdışından Türkiye'ye gelen sermaye akımları ve yurtdışından yapılan borçlanmanın maliyetini etkileyebilecek bir gelişme olmasa da, geçen yılın sonu ve bu yılın başında yapılan not indirimlerinin devamının gelme riski olduğunu hatırlatması açısından önemliydi.

### Global Görünüm

#### Para politikalarında şahin eğilimler

FED önceden tahmin edilene kıyasla daha hızlı hareket ederek Mart ayındaki toplantısında faizi 25 baz puan artırdı. Ancak, toplantının birkaç hafta öncesinde FED görevlilerinin yaptıkları konuşmalar yatırımcıları bu artırıma hazırlarken, faiz kararı küresel finansal piyasalarda oynaklıkları artırmadı. Ayrıca, FED üyelerinin bu yılın tamamına ait faiz öngörülerinin Mart ayında 3 adet faiz artışına işaret etmeye devam etmesi ve sürecin önceden planlanana kıyasla hızlandırılmayacağına ilişkin anlaşılması faiz artırımının getirdiği şahinliği dengeleyen bir unsur oldu. Avrupa Merkez Bankası (ECB) Mart ayındaki toplantısında herhangi bir değişikliğe gitmedi. Diğer yandan, geçen yıl Aralık ayında alınan karar doğrultusunda Nisan ayından itibaren varlık alım programının aylık 80 milyar Euro'dan 60 milyar Euro'ya düşürüleceği belirtildi. Ekonomiye dair aşağı yönlü risklerin ve ilave tedbir ihtiyacının azaldığına dair açıklamalar ECB'nin faiz artırımlarına bu yıl içinde değışse bile, beklenenden daha erken başlayabileceği beklentisine yol açtı. Hatta ECB'nin bankalara sağladığı likidite imkânına gelen talebin bir anda artması da faizlerin ne kadar süre daha eksi bölgedeki seviyesini koruyacağına yönelik belirsizliğin artmasının bir sonucu olarak yorumlandı. Gelişmiş ülkelerde para politikalarındaki bu sıkılaştırma eğilimi büyümenin hızlandığı ve enflasyonun hedeflere doğru yükseldiği bir ortamda sürpriz olmadı. ABD'de büyümenin geçen yılın son çeyreğindeki yaklaşık %2,1'lik hızından bu yılın ilk çeyreğinde %1-1,5 bandına doğru gerilemesi beklense de, ana eğilim açısından takip edilen öncü büyüme göstergesi PMI endeksleri ilk çeyrek itibarıyla son bir yılın en yüksek seviyelerinde seyrediyordu. Euro Bölgesi'nde ise aynı gösterge son 6 yılın en güçlü seviyesindeydi. Enflasyona bakıldığında ise enerji fiyatlarındaki stabilizasyonun da etkisiyle ABD'de ve Euro Bölgesi'nde %2'lik hedefe bir miktar yaklaşılsa da, kalıcı bir yükselişin henüz oluşmadığı da verilere yansdı.

Sonuç olarak veriler ve para politikalarına dair haber akışı bu yılın piyasa ve ekonomi dinamiklerini belirleyen "reflasyon" temasını, yani küresel büyümenin ve enflasyonun hızlanacağı beklentilerinin destekler nitelikteydi. Buna karşın, bu beklentilerin temel dayanaklarından biri olan mali teşvikler konusunda ABD Başkanı Trump'ın vadettiği hızda ilerleyemeyeceği olduğunun anlaşılması baz senaryoların sorgulanmasına yol açtı. Mart ayında sağlık reformu tasarınsı yeterli desteğin sağlanmadığı gerekçesi ile gündemden çekmesi, vergi indirimi ve altyapı yatırımları gibi çok daha büyük projelerde yeterli çoğunluğa ulaşılma konusundaki zorlukları hatırlattı. Büyümeye destek olabilecek bu tür girişimlerin planlanan boyutun altında kalması ve senenin sonuna doğru gündeme gelmesi yüksek ihtimal olarak görülürken, büyüme üzerindeki olumlu etkilerinin ancak gelecek sene hissedilebileceği tahmin ediliyor. Ekonomi politikalarına ilişkin belirsizliklerin artmasına yol açan Birleşik Krallık'ın AB'den çıkış kararı (Brexit) ve ABD seçimlerinden sonra Nisan ayında gözler Fransa'da cumhurbaşkanlığı seçimine çevrilirken, anketler korumacı politikaları savunan adayın seçilmesine fazla ihtimal vermiyordu. Bir yandan da Brexit'i 29 Mart'ta resmen başlatan Birleşik Krallık'ın hangi koşullarda bu süreci ilerleteceği yatırımcıların gündemindeydi.

## Yurtiçi Piyasalar

### Hisse senedi piyasasında soluklanma ve tahvil faizlerinde ılımlı eğilim

Mart ayı genelinde gelişmeler küresel hisse senedi piyasaları için destekleyici rolünü sürdürse de, ay sonuna doğru ABD'de mali teşviklerin riske girdiğini düşündüren haber akışı, kazançların durulmasına yol açtı. MSCI hisse senedi endeksleri dolar bazında gelişmiş ülkelerde %0,8 ve gelişmekte olan ülkelerde %2,3 yükselirken, Türkiye'de %1,1 kazanç oluştu. BİST100 ise TL olarak ölçüldüğünde %1,7 yükseliş kaydetti. Uzun vadeli tahvil faizlerinde ABD'deki faiz artırımına rağmen, önemli bir oynaklık oluşmadı. Gelişmiş ülkelerde büyümedeki toparlanma döngüsel olarak değerlendirilirken, yapısal sorunlar nedeniyle orta vadede büyümenin eski potansiyel hızına ulaşamayacağı, bu nedenle de para politikalarının destekleyici rolünün sürmesi gerekeceği yönündeki beklentiler uzun vadeli tahvil faizlerini sınırlayıcı bir rol üstelenmeye devam etti. ABD'de mali teşviklerin gecikmesi bu eğilimi perçinledi. Sonuç olarak ABD 10 yıllık tahvil faizi yatay seyrederken, 10 yıl vadeli tahvil faizleri gelişmekte olan ülkelere yaklaşık 15 baz puan geriledi, yurtiçinde ise 10 baz puan ile sınırlı bir yükseliş kaydetti. Türk lirası küresel destekleyici ortam ve Merkez Bankası'nın sıkı duruşu sayesinde istikrarlı seyretse de, diğer gelişmekte olan ülkelere kıyasla daha zayıf bir performans gösterdi.

Nisan ayında yurtiçinde anayasa değişikliklerine ilişkin referandum, piyasa gelişmeleri açısından en önemli gündem maddesi olmakla birlikte, büyümeye ve enflasyona ilişkin gelişmeler ışığında Merkez Bankası'nın sıkı duruşunu muhafaza edip etmeyeceği önemli bir konu olacaktır. Enflasyonun bir süre daha yüksek seviyelerde katılık göstereceğine dair beklentiler ve mali performans tahvil faizlerinde yurtiçi görünüm kaynaklı bir düşüşü sınırlayıcı faktörler olarak öne çıkarken, ABD'de büyüme ve enflasyon beklentileri önemli ölçüde zayıflamadığı sürece yurtdışı kaynaklı olarak da tahvil faizlerinde düşüş alanı açılması zor görünmektedir. Hisse senedi piyasasında ise küresel olarak yılbaşından beri elde edilmiş olan yükselişin, son gelişmeler ışığında bir miktar soluklanma süreci ile takip edilebileceği görülmekte, yurtiçinde değerlemelerin ulaştığı seviyeler yurtdışına paralel bir hareketin ihtimalini artırmaktadır. Önemli gündem maddeleri öncesinde biraz daha temkinli bir yatırım ortamı oluşması muhtemel görünmektedir.

MAKROEKONOMİK GÖSTERGELER	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T
GSYİH (Milyar TL)	1.394	1.570	1.810	2.044	2.338	2.591	2.864
GSYİH (Milyar ABD Doları)	833	876	950	936	861	857	786
Büyüme Oranı (%)	%11,1	%4,8	%8,5	%5,2	%6,1	%2,9	%3,0
TÜFE Enflasyonu (Yıllık) (%)	%10,4	%6,2	%7,4	%8,2	%8,8	%8,5	%8,2
İhracat (Milyar ABD Doları)	134,9	152,5	151,8	157,7	143,9	142,6	148,4
İthalat (Milyar ABD Doları)	-240,8	-236,5	-251,7	-242,2	-207,2	-198,6	-210,0
Dış Ticaret Dengesi (Milyar ABD Doları)	-105,9	-84,1	-99,9	-84,5	-63,3	-56,1	-61,6
Cari İşlemler Dengesi (Milyar ABD Doları)	-75,1	-48,5	-64,7	-43,5	-32,2	-32,6	-36,3
Cari İşlemler Dengesi/GSYİH (%)	-%9,0	-%5,5	-%6,8	-%4,6	-%3,7	-%3,8	-%4,6
Faiz (Gösterge. Bileşik. Yıl Sonu) (%)	%11,04	%6,16	%10,03	%7,97	%10,78	%10,63	%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	3,0164	3,64
ABD Doları/TL (Yıl Sonu)	1,9157	1,7912	2,1381	2,3230	2,9100	3,5294	3,60
EURO/ABD Doları (Yıl Sonu)	1,30	1,32	1,38	1,21	1,09	1,05	1,08

T: İş Portföy Yönetimi A.Ş. tahminleridir.

Makroekonomik Göstergeler				
Büyüme	Dönemi	2015	2016	2017
GSYİH (Yıllık Birikimli, Milyar ABD Doları)	4. Çeyrek	861,5	856,8	-
Büyüme Oranı (Yıllık)	4. Çeyrek	%7,4	%3,5	-
Üretim Göstergeleri	Dönemi	2015	2016	2017
Sanayi Üretimi (12 Aylık Ortalama)	Ocak	%2,8	%3,6	%1,9
Kapasite Kullanımı (Mevsimsellikten Arındırılmış)	Mart	%73,9	%75,2	%74,6
İşsizlik Oranı (Mevsimsellikten Arındırılmış)	Aralık	%10,2	%12,0	-
Fiyat Göstergeleri (Yıllık)	Dönemi	2015	2016	2017
TÜFE Enflasyonu	Mart	%7,6	%7,5	%11,3
ÜFE Enflasyonu	Mart	%3,4	%3,8	%16,1
Çekirdek Enflasyon	Mart	%7,1	%9,5	%9,5
Bütçe Göstergeleri (Milyar TL)	Dönemi	2015	2016	2017
Gelirler	Ocak-Şubat	91,4	91,4	105,7
Harcamalar	Ocak-Şubat	84,8	84,8	101,1
Faiz Dışı Denge	Ocak-Şubat	16,4	16,4	16,3
Bütçe Dengesi	Ocak-Şubat	6,6	6,6	4,6
Dış Denge (Milyar ABD Doları)	Dönemi	2015	2016	2017
İhracat (12 Aylık Toplam)	Şubat	156,7	141,2	144,0
İthalat (12 Aylık Toplam)	Şubat	238,2	202,7	201,0
Dış Ticaret Dengesi (12 Aylık Toplam)	Şubat	-81,5	-61,5	-57,0
Cari İşlemler Dengesi (12 Aylık Toplam)	Ocak	-41,2	-31,9	-33,2

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 (%) 28.02.2017 - 31.03.2017 (*)	Yılbaşından İtibaren Değişim (%) 30.12.2016 - 31.03.2017 (*)	Yıllık Değişim (%) 31.03.2016 - 31.03.2017 (*)
Likit Fon (HEP)	%0,89	%2,34	%9,28
Kamu Borçlanma Standart Fonu (HEK)	%0,55	%2,54	%5,79
Kamu Dış Borçlanma Fonu (HED)	%1,88	%7,28	%24,26
Esnek Fon (HEB)	%1,91	%5,49	%8,89
Hisse Senedi Fonu (HES)	%3,16	%14,97	%13,01
Katkı Fonu (HET)	%0,46	%3,10	%7,06
Alternatif Esnek Fon (HEE)	%2,10	%4,60	%5,96
Alternatif Katkı Fonu (HER)	%1,05	%2,70	%8,94
Altın Fonu (HEA)	-%0,06	%10,35	%27,40
Başlangıç Fonu (HEL)	%0,78	-	-
Başlangıç Katılım Fonu (HEG)	%0,67	-	-

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