

FON BÜLTENİ - MAYIS 2017

Makro Bakış

Büyümeye kamu teşviki ile gelen destek

Nisan ayında yurtiçinde makroekonomi gündemini belirleyen gelişmeler arasında referandum belirsizliğinin ortadan kalkmasının yanında, kamu teşviklerinin iktisadi faaliyete canlanma getirdiğine dair sinyaller ve Merkez Bankası'nın enflasyonist risklere karşı faiz artırımına devam etmesi yer aldı. Referandum sonrasında bir sonraki seçimlerin yapılacağı 2019 yılına kadar ekonomi politikalarının yeniden öncelikli gündem maddesi haline gelebileceği beklentisi oluşurken, kredi derecelendirme kuruluşlarının birbirinin tam tersi yöndeki görüşleri bu alandaki gelişmelerin yatırımcılar tarafından yakından izleneceğinin habercisiydi. Türkiye'nin yabancı para kredi notunu Ocak ayında yatırım yapılabilir kategorinin bir kademe altına çeken Fitch, önümüzdeki iki yıllık sürecin büyümenin yapısal olarak iyileştirilmesine yönelik politikalara alan açtığını değerlendirirken, bu tarz uygulamaların kredi notu açısından olumlu olacağını belirtti. Diğer taraftan, mali teşviklerle kısa vadeli olarak büyümenin desteklenmesine ağırlık verilmesi durumunun kredi notu açısından olumsuz olacağı hatırlatıldı. Moody's ise referandum sonrasında yayımladığı değerlendirmede, kredi notunu olumlu etkileme potansiyeli olan reform niteliğindeki uygulamaların hayata geçirilmesi konusuna daha temkinli yaklaştı. Moody's Türkiye'nin kredi notunu Eylül 2016'da yatırım yapılabilir kategorinin bir seviye altına indirmişti.

Büyümede sürdürülebilir hızlanmanın sağlanıp sağlanamayacağı konusundaki tartışmalar devam ederken, bir yandan da kamu teşviklerinin büyüme üzerindeki olumlu etkileri verilere yansdı. KOBİ'lere ve ihracatçılara verilen kredilere Hazine garantisini getiren Kredi Garanti Fonu (KGF) sisteminin büyüklüğü 20 milyar TL'den Mart ayında 250 milyar TL'ye yükseltirken, bu kapsamda verilen kredilerin Nisan ayı itibarıyla 140 milyar TL gibi oldukça yüksek bir rakama ulaşması, net kredi büyümesini 2015 yılının Ekim ayından beri görülmemiş bir hıza kavuşturdu. BDDK verilerine göre, ticari kredilerde yılbaşından bu yana net 100 milyar TL civarında artış yaşanması, KGF kapsamında verilen kredilerin tamamının taze kredi olmadığını, bir kısmının önceden alınmış olan kredilerin kapatılması veya yeniden yapılandırılması için kullanıldığını düşündürse de, yıldan yıla toplam kredi büyümesi %16 ile 2016 yılının sonundaki %10'a göre belirgin şekilde ivmelenmiş oldu. Ocak-Şubat döneminde sanayi üretiminde yıldan yıla büyüme %1,2 ile nispeten düşük seyretmesine rağmen, Mart ayına dair dış ticaret verileri ve otomotiv üretimi gibi göstergeler bu rakamın hızlanacağını işaretleriydi. Böylece, öncü veriler, 2016 yılının son çeyreğinde yıldan yıla %2 büyüme kaydeden sanayi üretim endeksinin Ocak-Mart döneminde benzer bir artış sergileyebileceğini yansıttı. Nisan ayında büyümenin öncü göstergesi olarak takip edilen PMI endeksinde bir miktar gerileme olsa da, son 16 ayın en yüksek seviyelerinden biri kaydedildi. Ayrıca, ara mali ithalatındaki büyümenin hız kazanması iktisadi faaliyetin daha yüksek bir büyüme patikasına ilerlediğini yansıttı. Merkez Bankası Beklenti Anketi'nde 2017 yılı için ortalama GSYH büyüme beklentisi %3 seviyesinde oluşurken, yılın ilk dört ayına ilişkin görünüm bu rakamın aşılma ihtimalini artırır nitelikteydi.

Mali ve makro ihtiyati politikaların büyüme destekleyici olarak kullanıldığı bir dönemde, Merkez Bankası'nın para politikasını enflasyonla mücadele kapsamında sıkılaştırmasına alan açıldı. Nisan ayı toplantısında Merkez Bankası sürpriz bir şekilde Geç Likidite Penceresi (GLP) faizini 50 baz puan artırarak %12,25 seviyesine yükseltti. Enflasyonla mücadele konusunda kararlı olduğunu böylece bir kez daha gösteren Merkez Bankası bankalara verdiği likiditenin büyük kısmını GLP'den karşılamaya devam ederken, %9,25 seviyesindeki gecelik faizden yapılan fonlama miktarını ise kısmen artırdı. Böylece ortalama fonlama maliyeti %11,5'ten %11,8'e yükseldi. 15 Haziran'a kadar başka toplantı gerçekleştirmeyecek olan Merkez Bankası'nın gerekli görmesi halinde likidite yönetimindeki esneklikle ortalama fonlama maliyetini %12-12,25 bandına yükseltme imkânı bulunuyor. Nisan ayında yıllık TUFEnflasyonu beklentiler dâhilinde bir önceki ayın %11,3 seviyesinden %11,9'a yükseldi. Bu rakamın enflasyonda zirve noktasını temsil etmesi beklenirken, Haziran-Temmuz döneminde enflasyonun baz etkileriyle gerileyeceği öngörüldü. Ancak, Merkez Bankası'nın projeksiyonlarına bakıldığında enflasyonun yılın ikinci yarısında dalgalı bir seyir oluşacağı ve yaz aylarındaki düşüşün kalıcı olmayacağı da anlaşılıyor. 28 Nisan'daki konuşmasında Merkez Bankası Başkanı enflasyondaki geçici düşüşlere para politikasını gevşeterek tepki vermeyeceğini ve kalıcı iyileşme olana kadar sıkı parasal duruşu sürdüreceğini belirtti. Bu doğrultuda, Merkez Bankası'nın enflasyonun kalıcı olarak tek haneye gerilemesi beklenen Aralık ayına kadar faizi yüksek tutması şimdilik ağırlık kazanan senaryodur. Merkez Bankası'nın sıkı para politikası kredi ve mevduat faizlerinin yükseltilmesinde etkili olmakla birlikte, kredilerde yaşanan ani hızlanmanın getirdiği mevduat ihtiyacı da bankacılık sisteminde faizlerin yükseltilmesine sebep oldu. Merkez Bankası verilerine göre yılbaşından bu yana ticari kredi faizlerinde 150 baz puan ve mevduat faizlerinde 110 baz puan yükseliş kaydedildi. Aynı dönemde, Merkez Bankası'nın ortalama fonlama maliyetinde 350 baz puanlık artış hesaplanmaktadır.

Kamu teşviklerinin büyüme üzerinde pozitif etkileri hissedilirken, kamu maliyesi ise bu durumdan olumsuz etkilendi. Mart ayı itibarıyla 12 aylık birikimli bütçe açığının GSYH'ye oranının %1,7'ye yükseldiği hesaplanırken, bütçe açığının bu yılın hedeflerinin yaklaşık 1 puan üzerine gerçekleşme ihtimali ortaya çıktı. Bu doğrultuda, Hazine'nin borçlanma ihtiyacının Ocak-Nisan döneminde olduğu gibi planlananın üzerinde seyretmeye devam edeceği de öngörüldü. Türkiye'nin GSYH'ye oranla %28 seviyesindeki AB tanımlı borç stokunun AB ortalaması olan %85'e kıyasla oldukça düşük olması mali politikaların büyüme destekleyici yönde kullanılmasına alan tanımaktadır. Mali politikadaki gevşeme yönündeki eğilimlerin geçici olacağı ve kısa sürede mali disipline dönüleceği mesajının verilmesi de bu anlamda olumludur.

Global Görünüm

ABD'de reflyasyon beklentileri zayıfladı.

Fed'in Mart ayında faiz artırımına gittiği toplantının tutanaklarında bu yıl sonunda bilançonun küçültülmeye başlanabileceğine dair bir açıklama yer aldı. Oysaki yapılan anketler, piyasa beklentisinin bu operasyonun 2018 ortalarında başlaması yönünde olduğunu yansıtıyordu. Buna rağmen, Fed üyelerinin iletişimi şeffaf tutma çabalarının işe yaradığı ve geçmişteki tecrübelerin aksine bu tür sıkılaştırma mesajlarının piyasalarda oynaklığı artırmadığı gözlemlendi. Ayrıca, ABD'de büyüme göstergelerinin bir miktar ivme kaybetmesi ve vergi indirimlerinin gecikeceğine dair haber akışının sürmesi Fed'in yapacağı sıkılaştırmanın hızına ilişkin beklentilerin törpülenmesine yol açtı. ABD Başkanı Trump kurumlar ve gelir vergisini indirmeyi öngören tasarımlarını açıklasa da, bu yılsonundan önce hayata geçirilme ihtimali düşük görülmemişti. 2016 yılının son çeyreğinde %2,1 büyüme kaydeden ABD ekonomisi bu yılın ilk çeyreğinde %0,7'ye yavaşladı. Her ne kadar bu yavaşlamanın geçici olması beklense de, öncü büyüme göstergesi PMI endekslerindeki gerileme ve çekirdek enflasyondaki düşüşle birleştiğinde ABD ekonomisi için öngörülen reflyasyon temasının, yani daha yüksek büyüme ve enflasyon patikası oluşacağı öngörüsünün zayıflamasına sebep oldu. Fed'in kararlarında etkili olan yıllık çekirdek PCE enflasyonu (tüketim harcamaları deflatörü) Mart ayında %1,8'den %1,6'ya gerileyerek, Fed'in sene sonu için %1,9 seviyesindeki tahmininden uzaklaştı. Yine de Fed'in Haziran ayında yapılacak toplantıda faiz artırımına verilen ihtimal %70'e yakın seviyelerdeydi.

Euro Bölgesi'nde ise çekirdek enflasyon Nisan ayında %0,7'den %1,2'ye yükseldi. Nisan ayında yaptığı toplantıda herhangi bir değişikliğe gitmeyen Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB) Başkanı Draghi para politikasının ekonomiyi destekleyici rolünün sürdürülmesi gerektiğine vurgu yaptı. Ancak, enflasyondaki

yükseliş ve büyüme göstergelerindeki iyileşmenin sürmesine bağlı olarak ilerleyen aylarda ECB'nin varlık alım programına ilişkin vereceği sinyallerin öneminin arttığı değerlendirilmektedir. Varlık alım programının aylık 60 milyar Euro büyüklüğe Aralık ayına kadar sürdürülmesi planlanmıştır. Fransa'da Nisan ayında yapılan cumhurbaşkanlığı seçimi ilk turunu AB yanlısı adayın önde tamamlaması Avrupa Birliği'nin bütünlüğüne ilişkin riskleri azaltırken, Avrupa'da siyasi gündemin durulması şimdilik beklenmiyor. Mart ayında AB'den çıkmak için resmen süreci başlatan Birleşik Krallık'ta Haziran ayında erken seçim yapılması kararlaştırıldı. Nisan ayında herhangi bir değişikliğe gitmeyen bir diğer Merkez Bankası da Japonya Merkez Bankası (BoJ) oldu. BoJ ayrıca 10 yıllık vadeli tahviller için %0 seviyesindeki hedefini de muhafaza etti.

Nisan ayında IMF'nin yayımladığı Küresel Görünüm Raporu'nda küresel büyüme tahmininin uzun yıllardır ilk defa aşağı revize edilmemesi dikkat çekiciydi. 2016 yılında %3,1 büyüdüğü tahmin edilen küresel ekonominin %3,5'e hızlanacağı tahmin edildi. Nisan ayında küresel imalat sanayi PMI endeksi Mart ayına göre sınırlı bir gerileme kaydederek yılın ikinci çeyreğine başlarken aktivitede bir miktar ivme kaybını yansıttı.

Yurtiçi Piyasalar

Referandum sonrasında, Türkiye gelişmekte olan ülkelere yönelik ilgiden faydalıyor.

Gelişmiş ülkelerde tahvil faizlerinin düşük seyri ve gelişmekte olan ülkelere yönelik son yılların en güçlü seviyesinde seyreden portföy akımları, yurtiçinde de yabancı yatırımcıların ağırlıkta olduğu uzun vadeli tahvil faizlerine olumlu yansıdı. Ayrıca, yurtiçinde referandum sürecinin tamamlanmış olması, büyüme göstergelerindeki iyileşme ve Merkez Bankası'nın sıkı duruşunu muhafaza etmesi yurtiçi yatırım ortamını iyileştiren unsurlardı. Her ne kadar fonlama maliyetindeki artış bankaların kâr performansı açısından olumlu olumsuz gözükse de, makro ihtiyati politikalar aracılığı ile alınan destekleyici tedbirler sektörün birinci çeyrek performansına olumlu yansıdı ve hisse senedi piyasasında yükselişin ana nedeni oldu. Yurtiçi piyasaların diğer benzer gelişmekte olan ülkelere yönelik görece daha cazip fiyatlamalarda olmasının da getirdiği avantaj ile TL cinsi varlıklarda Nisan ayında performans görece olumluydu. BIST100 %6,4 yükselirken, TL dolar karşısında %2,3 değer kazandı ve 10 yıllık tahvil faizi 44 baz puan geriledi.

Gelişmekte olan ülkelere yönelik ilgilinin Mayıs ayında da devam etmesi mümkün görünürken, Merkez Bankası'nın sıkı duruşunu sene sonunda enflasyonda beklenen kalıcı düşüş görülmeye başlanana kadar sürdüreceğine dair kuvvetli mesajlar vermesi yurtiçinde de bu eğilimden faydalanma ihtimalini artırmaktadır. Ancak, şimdilik bu iyimserlik rüzgârının uzun vadeli yabancı sermaye girişinden ziyade daha kısa vadeli girişlerle destekleniyor olması, sürekliliği konusunda temkinli olmayı gerektirmektedir. 7 Mayıs'ta Fransa'da yapılacak olan cumhurbaşkanlığı ikinci tur seçimleri ve Fed'in Haziran ayı toplantısına yaklaşırlık verilerin ne yönde gelişeceği önemli olacaktır. Ayrıca, yurtiçinde referandum sonrasında yeniden şekillenen siyasi görünüme ilişkin gelişmelere ek olarak, Mayıs ayı içerisinde Batılı liderlerle yapılması beklenen görüşmeler izlenecektir.

MAKROEKONOMİK GÖSTERGELER	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T
GSYİH (milyar TL)	1.394	1.570	1.810	2.044	2.338	2.591	2.893
GSYİH (milyar ABD Doları)	833	876	950	936	861	857	802
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	%9,3
İhracat (milyar ABD Doları)	134,9	152,5	151,8	157,7	143,9	142,6	152,9
İthalat (milyar ABD Doları)	-240,8	-236,5	-251,7	-242,2	-207,2	-198,6	-212,3
Dış Ticaret Dengesi (milyar ABD Doları)	-105,9	-84,1	-99,9	-84,5	-63,3	-56,1	-59,4
Cari İşlemler Dengesi (milyar ABD Doları)	-75,1	-48,5	-64,7	-43,5	-32,2	-32,6	-36,1
Cari İşlemler Dengesi /GSYİH (%)	-%9,0	-%5,5	-%6,8	-%4,6	-%3,7	-%3,8	-%4,5
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	%8,00
TCMB Ağırlıklı Fonlama Maliyeti (%)	%9,04	%5,55	%7,10	%8,51	%8,81	%8,30	%10,50
Marjinal Gecelik Fonlama Faizi (%)	%12,50	%9,00	%7,75	%11,25	%10,75	%8,50	%12,25
BİST-100	51,267	78,208	67,802	85,721	71,727	78,138	96,000
ABD Doları / TL (Ortalama)	1,6790	1,8011	1,9054	2,1930	2,7200	3,0164	3,61
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)	Şub	%2,5	%4,2	%1,1
Kapasite Kullanımı (Mevsimsellikten Arındırılmış)	Nis	%77,3	%77,4	%78,8
İşsizlik Oranı (Mevsimsellikten Arındırılmış)	Oca	%10,3	%10,1	%11,8
Fiyat Göstergeleri (Yıllık)	Dönemi	2015	2016	2017
TÜFE Enflasyonu	Nis	%7,9	%6,6	%11,9
ÜFE Enflasyonu	Nis	%4,8	%2,9	%16,4
Çekirdek Enflasyon	Nis	%7,0	%9,4	%9,4%
Bütçe Göstergeleri (Milyar TL)	Dönemi	2015	2016	2017
Gelirler	Oca-Mar	113,2	131,7	144,7
Harcamalar	Oca-Mar	118,6	131,7	159,7
Faiz Dışı Denge	Oca-Mar	12,7	16,5	3,9
Bütçe Dengesi	Oca-Mar	-5,4	0,0	-14,9
Dış Denge (Milyar ABD Doları)	Dönemi	2015	2016	2017
İhracat (12 Aylık Toplam)	Mar	154,5	141,5	145,7
İthalat (12 Aylık Toplam)	Mar	237,0	201,7	202,2
Dış Ticaret Dengesi (12 Aylık Toplam)	Mar	-82,5	-60,3	-56,5
Cari İşlemler Dengesi (12 Aylık Toplam)	Şub	-41,4	-30,5	-33,7

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 (%) 31/03/2017 - 28/04/2017 (*)	Yılbaşından İtibaren Değişim (%) 30/12/2016 - 28/04/2017 (*)	Yıllık Değişim (%) 28/04/2016 - 28/04/2017 (*)
Likit Fon (HEP)	%0,33	%2,67	%8,78
Kamu Borçlanma Standart Fonu (HEK)	%0,55	%3,10	%3,82
Kamu Dış Borçlanma Fonu (HED)	%1,40	%8,78	%25,03
Esnek Fon (HEB)	%0,84	%6,38	%7,29
Hisse Senedi Fonu (HES)	%2,35	%17,67	%11,41
Katkı Fonu (HET)	%0,71	%3,83	%4,88
Alternatif Esnek Fon (HEE)	%0,59	%5,22	%5,42
Alternatif Katkı Fonu (HER)	%0,36	%3,07	%7,63
Altın Fonu (HEA)	%3,89	%14,64	%30,46
Başlangıç Fonu (HEL)	%0,31	-	-
Başlangıç Katılım Fonu (HEG)	%0,25	-	-

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