

FON BÜLTENİ - HAZİRAN 2017

Makro Bakış

Makro göstergelerde beklenenden olumlu tablo

Nisan ayında enflasyonun %11,9'a ulaşmasının ardından Merkez Bankası likidite yönetimini bir kademe daha sıkılaştırarak ortalama fonlama maliyetini %11,7'den %12'ye kadar yükseltti. 2017 yılında Merkez Bankası'nın Para Politikası Kurulu toplantılarının sayısı 12'den 8'e düşürülmüş ve toplantı aralıkları yaklaşık 45 gün olarak belirlenmişti. Mayıs ayı toplantı yapılmayan aylardan biri oldu, ancak Merkez Bankası'nın enflasyondaki yükselişi dikkate alarak para politikası duruşunu sıkılaştırması enflasyon konusundaki kararlılığını yansıtmaya açısından önemliydi. 5 Haziran'da TÜİK'in yayınladığı veriler ise yıllık enflasyonun %11,9'dan %11,7'ye gerilediğini gösterdi. Giyim grubunda ağırlıklıdırma metodolojisinde yapılan değişikliğin Nisan-Mayıs aylarında aşağı yönlü ve Eylül-Ekim aylarında yukarı yönlü bir oynaklığa sebep olacağı bilindiğinden, Mayıs ayında yıllık enflasyonda düşüş sürpriz olmadı. Diğer yandan, giyim grubundaki enflasyon düşüşüne rağmen, yıllık çekirdek enflasyon %9,4 seviyesinde yatay kaldı. Dayanıklı mal grubunda, TL'nin gecikmeli değer kayıplarının da etkisiyle oluşan katılık, çekirdek enflasyondaki iyileşmeyi engelledi. Merkez Bankası Başkanı enflasyonda yaz aylarında belirginleşmesi beklenen ancak geçici nitelikli olacağı düşünülen düşüş eğilimine tepki olarak para politikasının gevşetilmeyeceğini belirtmişti. Dolayısıyla, önümüzdeki dönemde enflasyon gerilese dahi, Merkez Bankası faizlerinde önemli bir değişim beklenmemektedir. Ancak, sene sonunda enflasyonda baz etkisinin de desteği ile daha kalıcı düşüşün başlaması ve 2018 yılının ilk çeyreğinde belirginleşmesi beklendiğinden, faizlerde düşüşe gidilmesi için yıl sonuna doğru elverişli bir zemin oluşabilecektir. Buradaki düşüşü hızlandırabilecek bir unsur olarak Gıda Komitesi'nin gıda fiyatlarında aşırı oynaklıklar engellemek amacıyla devreye sokması beklenen kararları yakından izlenmektedir.

Mayıs ayında büyüme beklentileri de yukarı revize edilme eğilimindeydi. Merkez Bankası'nın Beklenti Anketi'nde 2017 yılı GSYH büyüme tahminlerinin ortalaması %2,9'dan %3,2'ye yükseldi. 2017 yılının ilk çeyreğine ilişkin öncü göstergeler Türkiye ekonomisinin 2016 yılı son çeyreğinde elde ettiği %3,5'lik yıllık büyüme hızını yeniden yakalayabileceğini göstererek yılın tamamına ilişkin tahminleri olumlu yönde etkiledi. Sanayi üretim endeksi Mart ayında yıldan yıla %2,8 artarken, ilk çeyrek performansı ise %1,8 oldu. Geçen yılın son çeyreğinde elde edilen %2,2'lik artış ile kıyaslandığında bir miktar ivme kaybı olsa da benzer eğilimin sürdüğünü yansıttı. Ayrıca, tarım sektöründe beklenen hızlanma ilk çeyrekte büyüme performansına destek olabilecektir. Son yıllarda sanayi üretimi için iyi bir öncü gösterge olan PMI endeksi ilk çeyrekteki ortalaması olan 50,2'den Nisan-Mayıs döneminde 52,6 seviyesine yükseldi ve ekonomide hızlanma olabileceğinin sinyalini verdi. Yılın geneline yönelik büyüme dinamikleri açısından ise Kredi Garanti Fonu'nun (KGF) artırılan kefalet desteği sayesinde Mart ayından itibaren kredi büyümesinde kaydedilen hızlanma belirleyici olmuş ve beklentileri olumlu yönde etkilemiştir. 2016 yılının üçüncü çeyreğinde %8'e kadar gerileyen yıldan yıla kur etkisinden arındırılmış kredi büyümesi bu yılın ilk aylarında %12'ye hızlandıktan sonra, Mayıs ayı itibarıyla %17,2 seviyesine ulaştı. Bu kalandan büyümeye gelebilecek desteğin temkinli bir yaklaşım ile 1 puan civarında gerçekleşebileceği tahmin edilmektedir. Orta Vadeli Program'da hükümetin resmi büyüme hedefi %4,4 seviyesinde bulunurken, piyasa beklentilerinin %3,5-4 aralığına doğru revize edilme ihtimali artmış görülmektedir. 12 Haziran'da 1. çeyrek GSYH verisinin yayınlanmasının ardından revizyonları izlemek gerekecektir.

KGF ve kamu tarafından verilen vergi indirimi, istihdam teşviki, yatırımlara verilen teşvikler, konutta vergi indirimi, asgari ücret desteği gibi paketlerin maliyetini Maliye Bakanlığı 11,6 milyar TL olarak hesaplamaktadır. Buna rağmen, daha önceden bütçe açığının GSYH'ye oranının bu yıl hedefin 1 puan üzerinde oluşabileceği ihtimali üzerinde durulurken, güncel çalışmalarda bu sapmanın 0,4 puan ile sınırlı kalacağı belirtilmektedir. 12 aylık birikimli bütçe açığı Mart ayındaki %1,7'den Nisan ayında %1,9'a yükselmiştir. Maliye Bakanlığı'nın tahminleri bu rakamın sene sonunda %2 civarında neticeleneceğine işaret etmektedir. Gelişmekte olan ülkeler ortalamasının %4,8, OECD ortalamasının %3,1 ve Euro Bölgesi ortalamasının %1,7 seviyesinde olduğu bir ortamda, Türkiye için %2'lik bütçe açığı kabul edilebilir bir sapmadır. Borç stokunun GSYH'ye oranı ise bu şartlar altında %28'den %30'a doğru yükselebilecektir. Bu açıdan da yine, %47'lik gelişmekte olan ülkeler ortalamasının ve %91'lik Euro Bölgesi ortalamasının oldukça altında bulunmaktadır. Mali alanın kullanılması, geçici olduğu sürece yatırımcıların korkutmamakta ve ülke risk primini olumsuz etkilememektedir. Bütçedeki sapmanın doğrudan etkilediği alan ise Hazine'nin borçlanma programıdır. 2017 yılı için %98 olarak hedeflenen iç borç çevirme oranı Ocak-Mayıs döneminde %108 ile daha yüksek gerçekleşmiş ve gelecek aylarda %110'a doğru yükselmesi planlanmıştır. Ancak, bütçede yılın son aylarında beklenen toparlanma ve dış borçlanmanın artırılması sayesinde bu oranın daha fazla yükselmeyeceği tahmin edilmektedir. Mayıs ayında yapılan 2047 vadeli dolar cinsi Eurobond ihracı ile yılbaşından bu yana toplam ihrac miktarı 6,25 milyar dolara ulaşmış ve şimdiden yılın tamamı için 6 milyar dolar olarak belirlenen hedef aşılmıştır. İhraçların gelecek aylarda da devam etmesi beklenmektedir. Gelişmekte olan ülkelerin yabancı para cinsi tahvillerine ilginin güçlü seyrettiği böyle bir dönemde, Türkiye yatırım yapılabilir kategoride yer alan notunu kaybetmiş olmasına rağmen daha avantajlı faiz seviyelerinden kaynak yaratabilmektedir.

Global Görünüm

FED Haziran'da faiz artırımına hazırlanıyor.

FED 3 Mayıs'ta gerçekleştirdiği toplantıda beklendiği gibi herhangi bir değişikliğe gitmezken, enflasyon ve büyümedeki yavaşlamanın geçici olacağı sinyalini vererek, bu yılın faiz artırım senaryosunun geçerliliğini koruduğunu düşündürdü. Toplantı tutanaklarında ise Haziran ayında yapılacak olan toplantıda faizin artırılacağı sinyali verilirken, neredeyse tüm üyelerin bilançonun bu yıl küçültülmeye başlamasının uygun olabileceğini düşündükleri görüldü. FED'in bilançosu 2008 küresel finansal kriz öncesinde 1 trilyon dolar iken, sonrasında başlatılan varlık alım programları neticesinde 4,5 trilyon dolara kadar yükselmişti. 2017 yılının Aralık ayında açıklanacak bir takvim ile bilançonun 2018 yılından itibaren kademeli bir şekilde küçültülmeye başlayabileceği tahmin ediliyor. ABD'de ilk çeyrek için yıllıklandırılmış büyüme rakamı %0,7'den %1,2'ye revize edilirken, son veriler ışığında Atlanta FED'in ikinci çeyrek büyüme tahmini %3,4 seviyesindedir ve birinci çeyrekteki zayıflığın geçici olduğu tahminini yansıtmaktadır. ABD'de yıllık çekirdek PCE enflasyonu Mart ayındaki %1,6'dan Nisan'da %1,5'e gerilerken FED'in sene sonu için öngördüğü %1,9 seviyesinden uzaklaştı. Enflasyon görünümünün FED'in faiz artırım sürecini yavaşlatacağı değerlendirilmeleri yapılırken, bu yıl için FED'den Haziran ayındaki faiz artırımının ardından ilave faiz artırım ihtimali %50'nin altındaki değeri ile görece düşük bir seviyede idi.

Euro Bölgesi'nde yıldan yıla GSYH büyümesi %1,7 ile geçtiğimiz çeyreklere benzer seyrin sürdüğünü yansıttı. Euro Bölgesi'nde PMI gibi öncü göstergeler de bölgede büyüme performansının ikinci çeyrekte de güçlü devam ettiğini teyit etti. Bölgede enflasyon %1,9'dan %1,4'e gerilerken, çekirdek enflasyon ise %1,2'den %0,9'a doğru gevşedi. Avrupa Merkez Bankası Başkanı (ECB) Draghi, büyümeye dair aşağı yönlü riskler azalsa da, para politikasının desteğine duyulan ihtiyacın devam ettiğini belirtti. Ayrıca, deflasyon riski azalmazsa da, enflasyonu %2 hedefine kalıcı olarak yükseltme konusundaki zorlukların devam etmesi sebebi ile ECB'nin faizi normalleştirme konusunda aceleci olmayacağı değerlendiriliyor. Haziran ayında ECB'nin gerçekleştireceği toplantıda herhangi bir değişiklik beklenmemekle birlikte, yıl sonunda süresi dolacak olan aylık 60 milyar Euro'luk varlık alım programının 2018 yılında ne şartlarda uzatılacağına ve faiz artırımına hangi aşamada başlanacağına dair verilecek sinyaller önemli olacaktır.

Küresel imalat sanayi PMI endeksi Mayıs ayında 0,1 puanlık gerileme ile 52,6 oldu. Bir miktar gerileme yavaşlama sinyali olarak algılsa da, 2016 yılının ikinci yarısında başlayan toparlanmanın sürdüğünü teyit edecek kadar da yüksek seviyelerdeydi. Bu görünüm, yatırım ortamı ve gelişmekte olan ülkelere yönelik risk iştahı açısından destekleyici olurken, ABD'de mali teşviklerin gecikmesinin de katkısıyla faiz artırım sürecinde aceleci olunmayacağı tahminleri bu görünüme destek verdi. Ayrıca, Fransa'da Mayıs ayında yapılan cumhurbaşkanlığı seçimlerinde AB yanlısı adayın kazanması, küresel ekonomi politikalarına yönelik önemli bir risk unsurunu kısa vadede gündem dışı bırakmış oldu. Buna karşın, Mayıs ayında bazı gelişmekte olan ülkelerde yaşanan siyasi çalkantılar ve ABD'de Başkan Donald Trump hakkında başlatılan soruşturma, küresel risk iştahının güçlü olduğu böyle bir dönemde etkisini fazla hissettirmedii.

Yurtiçi Piyasalar

Gelişmekte olan ülkelere ilgi ve yurtiçi dinamikler piyasaları destekledi.

ABD'de mali gevşemenin gecikeceğine yönelik beklentilerin güçlenmesi, küresel büyümenin gücünü koruduğuna dair göstergeler ve Avrupa'da korumacı ekonomi politikalarının gündemdeki yerini kaybetmesi, gelişmekte olan ülkelere portföy girişlerinin devam etmesini sağladı. Ayrıca, ABD'de enflasyonda ve büyümede yaşanan kısmi duraksama FED'in faiz artırımını hızlı bir şekilde yürütemeyeceği beklentilerine güç vererek, gelişmekte olan ülke piyasalarına yönelik ilginin düşük faiz ortamından olumlu etkilenmesini sağladı. Türkiye'de ise enflasyon ve bütçe açığı gibi bu yılın hassas parametrelerinde en kötünün geride kaldığı, büyümenin tahminlerden daha olumlu seyredebileceği kanaati yurtdışındaki iyimserliğin yurtiçine yansımaya zemin hazırladı. Hisse senedi, tahvil ve Eurobond piyasalarına Mayıs ayında toplam 2 milyar dolarlık yabancı girişi hesaplanırken, yurtiçi yerleşiklerin döviz mevduatlarındaki Nisan ayına kadar görülen yükseliş Mayıs ayında yerini sınırlı bir düşüşe bıraktı. Mayıs'ta BIST100 %3 yükselirken, dolar ve Euro'dan oluşan eşit ağırlıklı döviz sepeti karşısında Türk lirası %1'lik sınırlı bir değer kaybı yaşadı. Tahvil piyasasında ise 2 yıl vadede aşağı yönlü ve 10 yıl vadede yukarı yönlü 10 baz puan ile sınırlı hareketler vardı.

FED'in Haziran ayında yapması beklenen faiz artırımını, piyasada fiyatlanmış olmakla birlikte, Haziran ayı sonrasında ilave faiz artırımının ve 2018 yılında bilançonun küçültülmeye başlamasının tam olarak piyasada fiyatlamalara yansıtılmadığı görülmektedir. Bir önceki toplantısında bu yıl Haziran ayı ve sonrası için iki adet faiz artırımını sinyali veren FED'in bu patikayı yavaşlatması, gelişmekte olan ülkeleri destekleyici, aksi durumda ise zorlayıcı bir gelişme olabilir. Haziran toplantısında TCMB'nin faiz artırması beklenmezken, enflasyondaki düşüşe rağmen Merkez Bankası'nın sıkı duruşunu sürdüreceği tahmin edilmektedir. FED'in gelişmekte olan ülkeler lehine beklenenden gevşek bir para politikası duruşu sergilemediği bir senaryoda, Merkez Bankası'nın sıkı duruşu sürdürmesi Türk lirasının istikrarlı seyrinin devam edebilmesi için gerekli 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	2.893
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)	Mart	%2,5	%4,2	%1,0
Kapasite Kullanımı (Mevsimsellikten Arındırılmış)	Mayıs	%77,5	%77,6	%78,9
İşsizlik Oranı (Mevsimsellikten Arındırılmış)	Şubat	%10,3	%10,0	%11,7
Fiyat Göstergeleri (Yıllık)	Dönemi	2015	2016	2017
TÜFE Enflasyonu	Mayıs	%8,1	%6,6	%11,7
ÜFE Enflasyonu	Mayıs	%6,5	%3,2	%15,3
Çekirdek Enflasyon	Mayıs	%7,5	%8,8	%9,4
Bütçe Göstergeleri (Milyar TL)	Dönemi	2015	2016	2017
Gelirler	Ocak-Nisan	156,2	181,4	197,8
Harcamalar	Ocak-Nisan	160,2	176,0	215,7
Faiz Dışı Denge	Ocak-Nisan	20,1	24,6	4,2
Bütçe Dengesi	Ocak-Nisan	-4,1	5,4	-17,9
Dış Denge (Milyar ABD Doları)	Dönemi	2015	2016	2017
İhracat (12 Aylık Toplam)	Nisan	154,5	140,1	146,6
İthalat (12 Aylık Toplam)	Nisan	234,7	199,5	203,8
Dış Ticaret Dengesi (12 Aylık Toplam)	Nisan	-80,2	-59,5	-57,3
Cari İşlemler Dengesi (12 Aylık Toplam)	Mart	-43,2	-29,4	-33,0

Bu raporda yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum ve istatistiki 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 istatistiki 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 (%) 28/04/2017 - 31/05/2017 (*)	Yılbaşından İtibaren Değişim (%) 30/12/2016 - 31/05/2017 (*)	Yıllık Değişim (%) 31/05/2016 - 31/05/2017 (*)
Likit Fon (HEP)	%0,93	%4,16	%9,43
Kamu Borçlanma Standart Fonu (HEK)	%0,93	%5,39	%7,17
Kamu Dış Borçlanma Fonu (HED)	%0,89	%8,40	%21,19
Esnek Fon (HEB)	%1,92	%10,35	%13,76
Hisse Senedi Fonu (HES)	%3,69	%28,49	%31,27
Katkı Fonu (HET)	%1,11	%6,69	%9,03
Alternatif Esnek Fon (HEE)	%1,14	%7,65	%9,76
Alternatif Katkı Fonu (HER)	%0,78	%4,56	%8,81
Altın Fonu (HEA)	-%0,96	%8,83	%22,49
Başlangıç Fonu (HEL)	%0,90	-	-
Başlangıç Katılım Fonu (HEG)	%0,73	-	-

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