

FON BÜLTENİ - TEMMUZ 2017

Makro Bakış

Türkiye ekonomisine ilişkin büyüme beklentileri yukarı revize ediliyor.

Haziran ayında yıllık TÜFE enflasyonu beklentilerin üzerinde bir düşüşle Mayıs ayındaki %11,7 seviyesinden %10,9'a geriledi. Özellikle işlenmemiş gıda grubundaki baz etkileri kaynaklı olarak yıllık gıda enflasyonunun gerilemesi, ayrıca ulaştırma grubunda geçen yılın aynı ayındaki fiyat artışının aksine gerileme olması yıllık TÜFE enflasyonunun gerilemesindeki ana etkenlerdi. Çekirdek enflasyon ise yıllık giyim enflasyonundaki sınırlı yükselişe rağmen yıldan yıla önceki ayki %9,4 seviyesinden %9,2'ye düştü. Enflasyonun Temmuz ayında da baz etkilerinin desteğiyle düşüş göstermesi beklenmektedir. Ek olarak, bazı tarım ürünleri ve karkas et ithalatında gümrük vergisinin indirilmesi önümüzdeki dönemde gıda fiyatlarının ılımlı seviyelerde oluşmasına olanak tanıyabilecektir. Giyim grubunda TÜİK'in yaptığı yöntem değişikliği sebebiyle Eylül ve Ekim aylarında bu kategoride enflasyonun mevsim normallerinin üzerinde gerçekleşmesinin beklenmesi ve beyaz eşya ile mobilya sektörlerinde Şubat ayında yürürlüğe giren vergi indirimlerinin Eylül sonu itibarıyla geri alınacak olmasının etkisiyle yılın kalanında enflasyonda dalgalı bir seyir beklenmektedir. Yıllık enflasyonda kalıcı düşüşün ise ancak Aralık ayı enflasyonundan itibaren mümkün gözükmüyor, Merkez Bankası'nın ağırlıklı ortalama fonlama maliyetini enflasyon seviyesinin üzerinde muhafaza etmesini gerektirmektedir.

Türkiye ekonomisi 2017 yılının ilk çeyreğinde beklentilerin üzerinde, %5'lik büyüme kaydetti. Bu rakam geçen yılın ilk çeyreğindeki %4,5 ve son çeyreğindeki %3,5'lik büyüme oranlarının üzerinde gerçekleşti. Harcama tarafından bakıldığında, büyümeye en yüksek katkı 3,1 puan ile hane halkı tüketim harcamalarından gelirken, net ihracatın katkısı 2,2 puan ile güçlüydü. Kamu harcamalarının büyümeye 1,3 puan, yatırımların ise 0,7 puanlık katkısı vardı. Mevsimsellikten arındırılmış olarak bakıldığında, GSYH büyümesi bir önceki çeyreğe göre %1,4 oldu. Dönemlik büyüme hızı bir önceki çeyrekteki %3,4'e göre bir miktar yavaşlamayı yansıtsa da, toparlanma eğiliminin korunduğuna işaret etti. Yılın ikinci çeyreğine ilişkin öncü göstergeler GSYH büyümesinin ilk çeyreğin de üzerinde gerçekleşebileceğini düşündürdü. Ara malı ithalatı, imalat sanayi PMI, sanayi üretimi gibi veriler ikinci çeyrekte iktisadi aktivitenin güçlendiğini yansıttı. Merkez Bankası Haziran ayında gerçekleştirdiği toplantıya ilişkin PPK özetinde iktisadi faaliyetin hızlandığını teyit etti ve bu toparlanmanın işgücü piyasasına olumlu yansımalarının ikinci çeyrekte görüleceğini değerlendirdi. Kredi Garanti Fonu (KGF) desteğiyle kur etkisinden arındırılmış kredi büyümesi Haziran ayı itibarıyla yıldan yıla 2016 yıl sonundaki %10,3'ten %17 seviyesinin üzerine yükseldi. Hızlanan kredi büyümesinin gerek ikinci çeyrek, gerek yılın tamamına dair iktisadi aktivite üzerinde olumlu yansımalarının görüleceği ve yılın tamamında büyümeye 1 puandan fazla destek verebileceği değerlendirildi. Yılın ikinci yarısında lehte baz etkisi olması sebebiyle 2017 yılına ilişkin tahminler yukarı revize edildi. 2017 yılı için OVP tahmini %4,4 seviyesinde bulunurken, kredi derecelendirme kuruluşu Fitch Türkiye'ye dair 2017 yılı büyüme tahminini önceki %2,3'ten %4,7'ye revize etti.

Ekonomiyi canlandırmak adına hükümetin aldığı tedbirlerin merkezi yönetim bütçe açığı üzerinde etkileri görüldü. Mayıs ayı itibarıyla merkezi yönetim bütçe açığının GSYH'ye oranı 12 aylık birikimli bakıldığında önceki ayki %1,9'dan %1,8'e sınırlı şekilde geriledi. Borç yapılandırmasından elde edilen 2,5 milyar TL'lik kaynağın vergi gelirleri üzerindeki olumlu etkisi Mayıs ayı özelinde hissedilirken, yapılandırmadan şu ana kadar elde edilen gelir 19 milyar TL'yi aştı. Mayıs ayında bütçe giderlerinin artış hızında yavaşlama görüldükçe, KOSGEB, turizm ve enerji teşvikleri gibi gider kategorilerinde yavaşlama vardı. Maliye Bakanı Ağbal bütçe açığının GSYH'ye oranla yılı %2'nin altında bitirebileceğini belirtti. Yılın ilk çeyreğindeki SGK prim ödemelerinin son çeyreğe ertelenmesinin ve hükümet tarafından sağlanan teşviklerin maliyetinin önceden tahmin edilene göre düşük kalmasının bütçe açığının öngörülenden daha düşük kalmasında etkili olabileceği değerlendirildi. Hazine'nin iç borç çevirme oranı yılın ilk yarısında %117 olarak hesaplanırken, rakam tüm yıl hedefi olan %98 seviyesinin üzerinde gerçekleşti. Bununla birlikte, Hazine'nin Eurobond ihraçları da 2017 yılı için hedeflenen 6 milyar doların üzerinde, 7,35 milyar dolar civarında oldu. Yılın ikinci yarısında Temmuz ve Ekim ayları Hazine'nin itfa yükünün yüksek olduğu aylar olurken, bu dönemde özellikle dış borçlanmanın da sürmesi beklenmektedir.

Global Görünüm

Küresel merkez bankalarından gelen sıkılaştırma sinyalleri oynaklık yaratıyor.

FED 14 Haziran'da sona eren toplantısında beklentilere paralel bir artışla faizi %1-%1,25 aralığına yükseltti. FED ayrıca Haziran toplantısında sürpriz şekilde bilanço küçültme planına ilişkin yol haritasını da açıkladı. FED bu planla bilançosunda vadesi dolan kıymetlere yeniden yapacağı yatırım miktarını ilk aşamada ayda 10 milyar dolarlık dilimlerde azaltacağını açıkladı. Bu miktarın her 3 ayda bir artırılması ve 50 milyar dolar seviyesine ulaşınca sabit bırakılması kararlaştırıldı. FED'in her 3 ayda bir 10 milyar dolarlık limiti artırabileceği ve bilanço küçültmeye bu yılın son çeyreğinde başladığı durumda 2017 yılında bilançosunda 30 milyar dolarlık azalma olabileceği tahmin edilirken, 2018 yılında bu rakamın 420 milyar dolar, 2019 yılında ise 600 milyar dolara yükseleceği değerlendirildi. FED'in 4,5 trilyon dolarlık bilançosuna ilişkin açıkladığı plan daha önceki FED çalışmalarına göre bir miktar daha hızlı bir sıkılaşıma tekabül etti. Haziran ayı içinde FED üyelerinden gelen yorumlar da öncelikle bilanço küçültme planının başlaması, faizin ise daha sonra artırılması yönünde olurken, FED'in bilanço küçültmeye Eylül ayı toplantısının ardından başlayabileceği değerlendirildi. FED son dönemde gerileyen enflasyon seviyeleri konusunda enflasyondaki zayıflığın geçici olacağı değerlendirmesini yaptı. ABD'de yıllık çekirdek PCE enflasyonu Mayıs ayında Nisan ayındaki %1,5 seviyesinden %1,4'e geriledi. Makroekonomik tahminlerinde değişiklik yapmayan FED, 2017 yılında ilave bir faiz artırımını daha yapmayı planlarken, piyasada Aralık ayında bir faiz artırımının yapılmasına %50'nin hafif üzerinde ihtimal verilmektedir. ABD'de 1Ç17 için yıllıklandırılmış büyüme verisi önceki tahmindeki %1,2'den yukarı revize edilerek nihai tahminde %1,4 oldu. Yılın ikinci çeyreğine ilişkin Atlanta FED'in büyüme tahmini ise %3 seviyesinin altında bulunmaktadır.

Euro Bölgesi'nde yıllık TÜFE enflasyonu Haziran ayında %1,4'ten %1,3'e gerilerken, çekirdek enflasyon %1,1 seviyesinde oluştu. Bölgede büyüme ise yılın ilk çeyreğinde yıldan yıla %1,9 seviyesinde gerçekleşerek son çeyrekteki %1,8'e göre iyileşti ve son 6 yılın en güçlü seviyelerinde seyreden PMI endekslerinin işaret ettiği seviyeleri teyit etti. Avrupa Merkez Bankası (ECB) Haziran ayındaki para politikası toplantısında faiz oranlarında herhangi bir değişiklik yapmadı, ancak politika metninde yapılan ifade değişiklikleri Banka'nın ekonomiye olan güveninin arttığını yansıttı. Başkan Draghi deflasyonist risklerin yerini reflyonist risklerin aldığı söyleyerek, bölgedeki ekonomik toparlanma sürdükçe Banka'nın destekleyici para politikasında ayarlamayı gerekeceğini belirtti. Draghi'nin yorumu ECB'nin destekleyici para politikasında kısıntıya gidilebileceği şeklinde algılandı. Daha sonra ECB'den yapılan açıklamalar Draghi'nin sözlerinin gereğinden fazla şahin yorumlandığı şeklinde olsa da, Euro'nun güçlenmesini engellemeyi. ECB'nin Eylül ayındaki toplantısında yıl sonunda süresi dolacak aylık 60 milyar Euro'luk varlık alımlarını uzatması, fakat miktarda azaltma yapması beklenmektedir.

OPEC'in Mayıs ayında aldığı petrolde üretim kısıntısının uzatılması kararının arzı dengeleyemeyeceğine yönelik endişeler Haziran ayı içinde petrol fiyatının bu yıl ilk kez 45 dolar/varil seviyesinin altına sarkmasına neden oldu. Küresel risk iştahını zayıflatan bu gelişmenin ardından Haziran

sonunda fiyatların bir miktar toparlanması piyasalarda rahatlama yarattı. Küresel büyümeye ilişkin öncü göstergeler olumlu seyrini sürdürmeye devam etti. Küresel imalat Küresel imalat sanayi PMI endeksi Mayıs ayında önceki aya göre 0,1 puanlık gerileme göstererek 52,6 oldu. PMI endeksi sınırlı şekilde gerilese de küresel imalat sektörü aktivitesinde görece güçlü seyrin sürdüğü teyit edildi. ABD'de sağlık reformu tasarsına ilişkin oylamanın Temmuz ayına ertelenmesi mali politikalara ilişkin olumlu beklentilerin zayıflamasına ve ABD dolarının güç kaybetmesine neden oldu. FED'in ekonomik verilerdeki zayıflığın geçici olduğuna ve ECB'nin destekleyici para politikasında ayarlama yapılması gerektiğine ilişkin yorumları Haziran ayında yatırımcı iştahını törpüleyen unsurlardı. İngiltere'de Başbakan May'in partisinin erken seçimlerde sürpriz bir şekilde çoğunluğu elde edememesi Brexit müzakerelerinde ülkenin elini zorlaştırırken, Fransa'da AB yanlısı Cumhurbaşkanı Macron'un partisinin milletvekili seçimlerinin ikinci turunda çoğunluğu elde etmesi risk iştahı açısından olumlu gelişmelerdendi.

Yurtiçi Piyasalar

Türkiye Haziran ayında benzerlerinden olumlu ayrıştı.

Küresel risk iştahındaki azalmaya rağmen Türkiye'nin makro göstergelerindeki olumlu seyir sayesinde yurtiçi piyasalar gelişmekte olan benzer ülkelerden olumlu ayrıştı. Enflasyon ve işsizlik oranlarının ulaştıkları zirve seviyelerden gerilemesi ve yıl sonu bütçe açığının beklenenden daha düşük gerçekleşebileceğine ilişkin göstergeler yurtiçi portföy girişlerini de destekledi. Haziran ayında hisse senedi, tahvil ve Eurobond piyasalarına 3,3 milyar dolar yabancı portföy girişi olurken, bu rakam yılın ilk yarısında 10 milyar doları aştı. Haziran ayında BIST100 %3 yükselirken, dolar ve Euro'dan oluşan eşit ağırlıklı döviz sepeti karşısında Türk lirası %0,7'lik sınırlı bir değer kaybı yaşadı. ECB başkanı Draghi'nin şahin yorumlarının küresel tahvil piyasalarında faizleri yükseltmesiyle yurtiçi tahvil piyasası da küresel harekete paralel seyretti. Haziran ayında 2 yıl ve 10 yıl vadeli tahvil faizlerinde 10 baz puanlık yükseliş vardı.

Haziran ayı toplantısındaki makroekonomik projeksiyonlarından 2017 yılında ilave bir faiz artırımını daha beklediği anlaşılan FED'in ilk etapta Eylül ayı toplantısı önem taşımaktadır. FED üyelerinin verdiği mesajlar öncelikle bilanço küçültmenin başlaması yönünde olurken, Aralık ayı faiz artırımını için daha yüksek ihtimal dâhilinde gözükmektedir. ECB tarafında varlık alım programının kademeli olarak sonlandırılacağına dair haber akışının takip edilmesi gerekmektedir. Küresel merkez bankalarının destekleyici para politikalarını geri çekilebileceğine dair beklentiler gelişmekte olan ülkelere yatırım iştahını sınırlayabilecek olup, daha temkinli bir yatırım ortamı oluşmasına sebep olabilir. Gelişmiş ülke merkez bankalarından gelen yorumlar veri hassasiyetinin artmasına neden olmaktadır. Gelişmekte olan ülkelere yönelik risk iştahının güçlü seyretmesi yurtiçi piyasaların dirençli kalması açısından kritik önem taşımaktadır. TCMB kısa vadede gerilemesi beklenen yıllık enflasyona rağmen sıkı para politikası duruşunu muhafaza ettiği takdirde, kurda ve tahvil piyasasında istikrarlı bir seyir görülecektir. Hükümetin ilave vergi artışı yapmaması ve et ithalatında verginin indirilmesi kısa vadede enflasyonda beklenen olumlu seyri destekleyen unsurlardır. Ayrıca, 25 Temmuz'da Brüksel'de Bakanlar düzeyinde Türkiye ile AB arasında gerçekleşecek siyasi diyalog toplantısının iki taraf arasındaki ilişkiler açısından önemli olduğu ve yurtiçi piyasaları destekleyebileceği değerlendirilmektedir.

MAKROEKONOMİK GÖSTERGELER	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T
GSYİH (milyar TL)	1.394	1.570	1.810	2.044	2.338	2.591	2.988
GSYİH (milyar ABD Doları)	833	876	950	936	861	857	832
Büyüme Oranı (%)	%11,1	%4,8	%8,5	%5,2	6,1%	%2,9	%4,5
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	154,5
İthalat (milyar ABD Doları)	-240,8	-236,5	-251,7	-242,2	-207,2	-198,6	-218,9
Dış Ticaret Dengesi (milyar ABD Doları)	-105,9	-84,1	-99,9	-84,5	-63,3	-56,1	-64,4
Cari İşlemler Dengesi (milyar ABD Doları)	-75,1	-48,5	-64,7	-43,5	-32,2	-32,6	-37,6
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)	1. Çeyrek	934,2	854,5	832,1
Büyüme Oranı (Yıllık)	1. Çeyrek	%3,5	%4,5	%5,0
Üretim Göstergeleri	Dönemi	2015	2016	2017
Sanayi Üretimi (12 Aylık Ortalama)	Nisan	%2,5	%4,0	%1,4
Kapasite Kullanımı (Mevsimsellikten Arındırılmış)	Haziran	%77,4	%77,6	%78,6
İşsizlik Oranı (Mevsimsellikten Arındırılmış)	Mart	%10,3	%9,9	%11,5
Fiyat Göstergeleri (Yıllık)	Dönemi	2015	2016	2017
TÜFE Enflasyonu	Haziran	%7,2	%7,6	%10,9
ÜFE Enflasyonu	Haziran	%6,7	%3,4	%14,9
Çekirdek Enflasyon	Haziran	%7,5	%8,7	%9,2
Bütçe Göstergeleri (Milyar TL)	Dönemi	2015	2016	2017
Gelirler	Ocak-Mayıs	156,2	181,4	197,8
Harcamalar	Ocak-Mayıs	160,2	176,0	215,7
Faiz Dışı Denge	Ocak-Mayıs	20,1	24,6	4,2
Bütçe Dengesi	Ocak-Mayıs	-4,1	5,4	-17,9
Dış Denge (Milyar ABD Doları)	Dönemi	2015	2016	2017
İhracat (12 Aylık Toplam)	Mayıs	151,9	141,1	148,1
İthalat (12 Aylık Toplam)	Mayıs	231,7	198,9	207,6
Dış Ticaret Dengesi (12 Aylık Toplam)	Mayıs	-79,8	-57,8	-59,5
Cari İşlemler Dengesi (12 Aylık Toplam)	Nisan	-42,3	-28,6	-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 (%) 31/05/2017 - 30/06/2017 (*)	Yılbaşından İtibaren Değişim (%) 30/12/2016 - 30/06/2017 (*)	Yıllık Değişim (%) 30/06/2016 - 30/06/2017 (*)
Likit Fon (HEP)	%1,01	%5,22	%9,71
Kamu Borçlanma Standart Fonu (HEK)	%0,75	%6,19	%5,30
Kamu Dış Borçlanma Fonu (HED)	-%0,32	%8,06	%20,04
Esnek Fon (HEB)	%1,46	%11,95	%14,67
Hisse Senedi Fonu (HES)	%3,00	%32,35	%35,91
Katkı Fonu (HET)	%0,89	%7,64	%6,99
Alternatif Esnek Fon (HEE)	%1,44	%9,20	%11,64
Alternatif Katkı Fonu (HER)	%1,07	%5,68	%9,08
Altın Fonu (HEA)	-%1,82	%6,85	%13,88
Başlangıç Fonu (HEL)	%1,05	-	-
Başlangıç Katılım Fonu (HEG)	%0,86	-	-

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