

## FON BÜLTENİ - AĞUSTOS 2017

### Makro Bakış

#### Merkez Bankası enflasyondaki düşüğe rağmen sıkı duruşunu koruyor.

Yıllık TÜFE enflasyonu, Temmuz ayında önceki ayki %10,9'dan %9,8'e gerileyerek beş aydır ilk kez tek haneye indi. Yıllık enflasyondaki gerilemede gıda fiyatlarında, geçen yılki artışın ardından Temmuz ayında düşüş olması etkiliydi. Ayrıca, bütün ürünlerinde Temmuz ayında otomatik vergi ayarlamasının yapılmamış olması sayesinde alkollü ürünler ve bütün kategorisinde görülen artış geçen yıla göre oldukça düşüktü. Ancak, ulaştırma ve eğitim gibi kategorilerde geçen yılın üzerinde fiyat artışları görülürken, giyim enflasyonunun mevsimsel ortalamaların altında düşüş göstermesi yıllık enflasyondaki gerilemeyi sınırladı. Çekirdek C enflasyonunda (altın, enerji, alkollü içkiler ve bütün, gıda hariç TÜFE) giyim kategorisinin kayda değer bir ağırlığa sahip olması ve kurdaki değer kaybının birikimli etkileriyle beklentilerin üzerinde bir yükseliş vardı. Yıllık çekirdek enflasyon Haziran ayındaki %9,2'den %9,6'ya yükseldi ve Merkez Bankası'nın enflasyonda inatçı seyir sürdürdüğüne dair değerlendirmelerini teyit etti. Yıllık enflasyonun Ağustos ayından itibaren lehte baz etkisinin ortadan kalkmasıyla yeniden yükseliş trendine girerek ancak Aralık ayında tek haneye gerilemesi beklenmektedir. Bu durum Merkez Bankası'nın ağırlıklı ortalama fonlama maliyetini yıl sonuna kadar %12'nin hemen altında tutmaya devam etmesini gerektirmektedir.

Merkez Bankası Temmuz ayında gerçekleştirilen toplantıda faiz oranlarında değişiklik yapmazken, para politikasındaki sıkı duruşunu koruyacağını yineledi. Önceki karar metnine göre fazla değişiklik olmayan PPK metninde Merkez Bankası'nın iktisadi faaliyete ilişkin beklentilerini bir miktar yumuşattığı görüldü. Banka, öncü göstergelerin toparlanmaya devam ettiğini söyleyerek, GSYH büyümesinde ikinci çeyrekte beklenen güçlenmenin ardından, yılın üçüncü çeyreğinde daha ılımlı bir performans beklediğini yansıttı. Ancak, geçen yılın üçüncü çeyreğinde ekonomideki %1,3'lük daralmanın lehte baz etkisi yaratması sebebiyle yıllık bazda oldukça güçlü bir büyüme oluşabileceği değerlendirilmektedir. Nitekim Merkez Bankası Beklenti Anketi'nde, yılın tamamına yönelik büyüme beklentileri önceki %3,4'ten %4,1'e belirgin şekilde yükseldi. Anket 12 ay ve 24 ay sonrası enflasyon beklentilerinde ise sırasıyla %8,4 ve %7,9 seviyeleri ile geçen aya göre yükselişi yansıttı. Banka 1 Ağustos'ta yılın üçüncü Enflasyon Raporu'nu yayınladı. Yıl sonuna dair enflasyon beklentisini Nisan ayı Enflasyon Raporu'ndaki %8,5'ten %8,7'ye revize eden Merkez Bankası, ileriye yönelik enflasyon beklentilerinin Banka'nın baz senaryosuna göre daha yüksek seyrettiğini vurguladı. 2018 yıl sonu enflasyon tahmini ise %6,4 seviyesinde korundu. Raporda, fiyatlama davranışlarındaki katılığın sürdürüldüğü ve çekirdek enflasyon görünümünün halen sıkı para politikası gerektirdiği belirtildi. Banka'nın değerlendirmesi, enflasyonda kalıcı ve belirgin iyileşmenin beklendiği Aralık ayı ve 2018 yılının ilk aylarına kadar ağırlıklı ortalama fonlama maliyetinin mevcut seviyelerde muhafaza edileceğine yönelik tahminleri teyit etti. Merkez Bankası yılın ilk yarısı itibarıyla %114,3'e ulaşan Hazine'nin iç borç çevirme oranına yönelik olarak, güçlü küresel risk iştahı sayesinde tahvil piyasasında yabancı payının artmasının faizlerdeki yükselişi sınırladığı değerlendirildi. Merkez Bankası'nın yıl sonu enflasyon tahminini %8,7'ye yükseltmesinin ardından, Ekim ayı başında yayınlanması beklenen OVP'de (Orta Vadeli Program) hükümetin enflasyon tahminini Banka'nın tahminine uyumlu olarak revize etmesi beklenmektedir.

BDDK'nın likidite oranı hesaplamasında Merkez Bankası'na yatırılan zorunlu karşılıkların %50 yerine %100'ünün likit varlık olarak değerlendirilmesine ilişkin bir taslak açıklaması bankaların kaynak (mevduat) ihtiyacını rahatlatarak bir gelişme olarak değerlendirildi. Maliye Bakanı Ağbal'ın %20 seviyesindeki Kurumlar Vergisi'nin yüksek olduğuna ve indirilebileceğine ilişkin yorumları ise ekonomiye kamu kanalıyla verilen desteğin süreceğini düşündürdü. 2016 yılı sonlarından beri uygulanan teşvikler ve alınan tedbirler bir yandan iktisadi faaliyet üzerindeki olumlu etkisini gösterirken, bir yandan da bütçe dinamiklerinde bozulmaya yol açtı. Merkezi yönetim bütçe açığı GSYH'ye oranla 12 ay birikimli olarak Mayıs ayındaki %1,8'den Haziran'da %2'ye genişledi. Yılın ilk altı ayında verilen bütçe açığı 25,2 milyar TL olurken, bu miktar geçen yılın aynı dönemdeki 1,1 milyar TL fazlaya göre mali göstergelerde zayıflamaya işaret etti. Bununla birlikte, resmi kaynaklardan yapılan açıklamalar ilk çeyrekte ötelenen SGK prim alacaklarının son çeyrekte geri alınacak olması, vergi gelirlerinde öngörülen artış ve özelleştirme kanalıyla gelir yaratılmasının beklenmesi gibi nedenlerle bütçe açığının yılı %2'ye yakın seviyelerde tamamlayacağı yönündeydi. Hazine'nin Kamu Finansmanı Kanunu'nda belirtilen 2017 yılı borçlanma limitine ilk yarı itibarıyla yaklaşmış olması sebebiyle borçlanma limitinin kanun değişikliği yapılarak artırılacağı hükümet yetkilileri tarafından belirtildi. Hazine Müsteşarlığı iç borç çevirme oranının yılın tamamında %125 seviyesinde öngörüldüğü konusunda bankacılık kaynaklarını bilgilendirirken, bu rakam 2017 yılı için planlanan %98 seviyesinin oldukça üzerindeydi. Bununla birlikte, Hazine'nin Temmuz ayındaki yüklü ihale programında yabancı yatırımcı ilgisi oldukça güçlüydü. Kredi derecelendirme kuruluşu Fitch 21 Temmuz'da yaptığı değerlendirmede Türkiye'nin kredi notunu ve nota dair "Durağan" görünümü teyit etti. Fitch, Ocak ayında Türkiye'nin kredi notunu düşürerek yatırım yapılabilir seviyenin bir kademe altına çekmişti. Fitch yaptığı değerlendirmede, ekonominin geçici teşviklerle güçlendiğini, ikinci çeyreğe dair öncü göstergelerin de olumlu performansa işaret ettiğini belirtirken, teşviklerin kalıcı hale gelmesi söz konusu olursa mali disiplinin sorgulanabileceği konusunda uyardı.

### Global Görünüm

#### Gelişmiş ülke merkez bankaları yatırımcılara Eylül'ü işaret etti.

FED 26 Temmuz'da sona eren toplantıda beklentilere uygun olarak faizlerde değişiklik yapmadı. Banka bilanço küçültmenin "görece yakın" bir zamanda başlayacağını belirtirken, bu ifade bilançonun Eylül ayında küçültülmeye başlanacağı şeklindeki beklentileri teyit etti. FED'in kısa vadeli enflasyon dinamikleri hususunda öncekine göre daha güvensiz olduğunun anlaşılması ise FED'in Aralık ayında yapmayı planladığı faiz artışına verilen ihtimalin %40 ile düşük seyretmesine neden oldu. ABD'de yıllık çekirdek PCE enflasyonu Haziran'da Mayıs ayına göre yatay kalarak %1,5 oldu ve Şubat ayından beri çekirdek enflasyonda görülen zayıflığı teyit etti. ABD'de ikinci çeyrek büyümesinin ilk tahmini yıllıklandırılmış olarak ilk çeyrekteki %1,2'den %2,6'ya yükselerek hızlanmaya işaret etti.

Euro Bölgesi'nde yıllık çekirdek TÜFE enflasyonu Haziran ayındaki %1,1'den Temmuz ayında %1,2'ye yükseldi, ancak çekirdek enflasyonda görülen iyileşmede paket turlar ve uçak bileti fiyatları gibi geçici olabilecek kategorilerin etkili olması verinin temkinli yorumlanmasına yol açtı. Ayrıca, son dönemde ticaret ağırlıklı Euro endeksindeki değerlenmenin bölgede çekirdek enflasyon üzerinde

aşığı yönlü baskı yaratabileceği değerlendirildi. Euro Bölgesi'nde yıllıklandırılmış büyüme ise yılın ikinci çeyreğinde yıldan yıla %2,3 seviyesinde gerçekleşerek ilk çeyrekte gerçekleşen %2'lik büyümeye göre iyileşti. Avrupa Merkez Bankası (ECB) Temmuz ayında beklentilere uygun şekilde faiz oranlarında değişiklik yapmazken, başkan Draghi niceliksel genişleme programının akıbetinin Temmuz ayı toplantısında tartışılmadığını, ancak sonbaharda tartışılacağını belirtti. Draghi'nin bu yorumu piyasada Banka'nın Eylül veya Ekim aylarında niceliksel genişleme programında değişiklik yapacağına ilişkin beklentileri teyit etti. ECB'nin aylık 60 milyar Euro'luk varlık alım programını 2017 yılının ötesine uzatması, ancak alım miktarında kademeli olarak kısıntıya gitmesi beklenmektedir.

Küresel büyümeye ilişkin öncü göstergeler olumlu seyrini sürdürmeye devam etti. Küresel imalat sanayi PMI endeksi Haziran ayındaki 52,6'dan Temmuz ayında 52,7'ye sınırlı şekilde yükseldi ve imalat sektörü aktivitesinde istikrarlı büyümenin sürdüğünü gösterdi. ABD'de Trump yönetiminin uygulamaya koymak istediği sağlık reformunun Senato'da destek alamaması ABD Doları'ndaki güç kaybının sürmesine yol açarken, Euro, ECB'nin destekleyici para politikasında ayarlama yapabileceğine yönelik beklentilerle ABD Doları karşısında 1,18'i aşarak 2015 yılı başından beri görülen en yüksek seviyelere ulaştı. FED'in enflasyon konusundaki değerlendirmelerinin ilave faiz artışı beklentisini zayıflatması ve ECB başkanı Draghi'nin Haziran ayı sonunda Sintra'da yaptığı, risk iştahını sert şekilde zayıflatan konuşması, yatırımcı algısının yeniden gelişmekte olan ülkeleri destekler hale gelmesinde ve VIX, MOVE gibi küresel oynaklık göstergelerinin düşük seviyelere gerilemesinde etkiliydi.

## Yurtiçi Piyasalar

### Türkiye piyasalarına ilgi, siyasi gelişmeler nedeniyle sınırlandı.

Temmuz ayı içinde açıklanan kabine revizyonu, ekonominin tek elden yönetilmesine olanak tanıdığından yatırımcı nezdinde olumlu değerlendirildi. Almanya ile yaşanan gerginlik Türkiye'nin dış ticareti açısından kritik önem taşıyan Gümrük Birliği'nin güncellenmesini zora sokarken, Türk lirasının gelişmekte olan ülke para birimleri açısından olumlu seyreden risk iştahından faydalanmasını kısıtlayan bir gelişmeydi. Yine de küresel risk algısının güçlü seyretmeye devam etmesiyle Türkiye piyasaları gelişmekte olan ülkelere yönelen portföy akımlarından payını aldı. 21 Temmuz haftasında tahvil piyasasına 1,8 milyar dolarlık portföy girişi, son üç yılın en yüksek haftalık girişini yansıttı. Yılbaşından Temmuz ayı sonuna kadar olan dönemde hisse senedi, tahvil ve Eurobond piyasalarına toplam yabancı portföy girişi 11 milyar doları aştı. BİST-100 Temmuz ayında %7,1 yükselirken; Türk Lirası ve Euro'dan oluşan eşit ağırlıklı döviz sepeti karşısında %1,9 değer kaybetti. Temmuz ayında kısa vadeli tahvil faizlerinde 43 baz puan yükseliş olurken, uzun vadeli tahvil faizlerinde 8 baz puan ile sınırlı kalan bir yükseliş görüldü.

FED, ECB, BoE ve BoJ'un oluşturduğu G4 ülkeleri merkez bankalarının toplam bilanço büyüklüğü 2009 yılındaki 6 trilyon dolardan 2017 itibarıyla 14 trilyon dolara ulaştı. Bilanço büyüklüğündeki artışın son bir yılda 1,6 trilyon dolar olması ve 2018 sonlarından itibaren bu artışın sınıra yaklaşmasının beklenmesi, 2018 yılında daha hassas bir yatırım ortamı olabileceğini düşündürmektedir. Eylül ayı FED'den beklenen bilanço küçültme açıklaması ve ECB'den beklenen niceliksel genişleme programında miktar ayarı nedeniyle kritik gelişmelere sahne olabilecek bir aydır. Öncesinde, 24-26 Ağustos tarihlerinde düzenlenecek Jackson Hole toplantısı hem FED başkanı hem de ECB başkanının konuşmalarını içerecek olması nedeniyle ajandada bulunması gereken önemli gelişmelerdendir. Yurtiçinde Merkez Bankası'nın Ağustos ayında toplantısı olmazken, 14 Eylül'deki toplantısı gelişmiş ülke merkez bankalarının Eylül ayında atacağı adımlar düşünüldüğünde Banka'nın ihtiyatlı duruşunu koruması gereken bir toplantı olacaktır.

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	107.000
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)	Mayıs	%2,3	%4,5	%1,1
Kapasite Kullanımı (Mevsimsellikten Arındırılmış)	Temmuz	%78,0	%77,3	%78,4
İşsizlik Oranı (Mevsimsellikten Arındırılmış)	Nisan	%10,2	%10,0	%11,3
Fiyat Göstergeleri (Yıllık)	Dönemi	2015	2016	2017
TÜFE Enflasyonu	Temmuz	%6,8	%8,8	%9,8
ÜFE Enflasyonu	Temmuz	%5,6	%4,0	%15,5
Çekirdek Enflasyon	Temmuz	%7,3	%8,7	%9,6
Bütçe Göstergeleri (Milyar TL)	Dönemi	2015	2016	2017
Gelirler	Ocak-Haziran	237,5	275,0	299,2
Harcamalar	Ocak-Haziran	236,7	273,9	324,4
Faiz Dışı Denge	Ocak-Haziran	30,5	27,5	1,8
Bütçe Dengesi	Ocak-Haziran	0,8	1,1	-25,2
Dış Denge (Milyar ABD Doları)	Dönemi	2015	2016	2017
İhracat (12 Aylık Toplam)	Haziran	151,0	142,0	148,4
İthalat (12 Aylık Toplam)	Haziran	229,1	200,1	207,3
Dış Ticaret Dengesi (12 Aylık Toplam)	Haziran	-78,2	-58,1	-58,9
Cari İşlemler Dengesi (12 Aylık Toplam)	Mayıs	-43,1	-27,5	-35,3

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 (%) 30/06/2017 - 31/07/2017 (*)	Yılbaşından İtibaren Değişim (%) 30/12/2016 - 31/07/2017 (*)	Yıllık Değişim (%) 29/07/2016 - 31/07/2017 (*)
Likit Fon (HEP)	%0,90	%6,17	%9,88
Kamu Borçlanma Standart Fonu (HEK)	%0,47	%6,69	%6,66
Kamu Dış Borçlanma Fonu (HED)	%1,90	%10,11	%20,37
Esnek Fon (HEB)	%1,81	%13,98	%17,89
Hisse Senedi Fonu (HES)	%5,29	%39,35	%47,69
Katkı Fonu (HET)	%0,72	%8,42	%8,87
Alternatif Esnek Fon (HEE)	%1,73	%11,09	%13,10
Alternatif Katkı Fonu (HER)	%0,80	%6,52	%9,22
Altın Fonu (HEA)	%1,55	%8,51	%9,81
Başlangıç Fonu (HEL)	%1,03	-	-
Başlangıç Katılım Fonu (HEG)	%0,82	-	-

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