

FON BÜLTENİ - EYLÜL 2017

Makro Bakış

TÜFE enflasyonu yeniden çift haneye yükseldi.

Yıllık TÜFE enflasyonu Temmuz ayındaki %9,8 seviyesinden Ağustos ayında %10,7 ile yeniden çift haneye yükseldi. Beklentilerin üzerinde gerçekleşen enflasyonda, mevsim normallerine göre daha az düşüş gösteren giyim fiyatları, geçen yılın Ağustos ayına göre daha fazla artış gösteren ev eşyası ve ulaştırma grupları etkiliydi. Mobilya sektöründe halen devam eden vergi indirimlerine rağmen, mobilya grubunda mevsim normallerinin oldukça üzerinde fiyat artışı olması, hem üretici maliyetlerinin arttığını, hem de satıcıların güçlü iç talepten destek alarak fiyat artışı yaptıklarını göstermesi açısından önemliydi. Bu kategorilerin etkisiyle çekirdek-C enflasyonu (altın, enerji, gıda, tütün ve alkollü ürünler hariç TÜFE) katı seyirini sürdürdü. Çekirdek enflasyon yıllık olarak geçen ayki %9,6'dan %10,2'ye yükselerek Haziran 2005'ten beri görülen en yüksek seviyede gerçekleşti. Çekirdek enflasyonun genel eğilimini gösteren (mevsimsellikten arındırılmış aylık değişimlerin yıllıklandırılmış değeri) gösterge de son iki ayıdır üst üste kötüleşmeye devam etti. 30 Eylül itibarıyla mobilya, konut ve beyaz eşya sektörlerindeki vergi teşviklerinin geri alınacak olmasından, hâlihazırda katılığını koruyan çekirdek enflasyon üzerinde daha fazla baskı oluşturabileceği göz önünde bulundurulmalıdır. Bu durum Merkez Bankası'nın sıkı para politikası duruşunu kararlı bir şekilde korumasını gerektirmektedir.

Merkez Bankası'nın takviminde Ağustos ayında para politikası toplantısı bulunmazken, Banka ay boyunca ağırlıklı ortalama fonlama maliyetini %12 seviyesinin hemen altında tutmayı sürdürdü. Banka'nın 1 Ağustos'ta yayınladığı Enflasyon Raporu'nda yayınlanan bir çalışmada, kredi arzındaki beklenmedik değişimlerin Türkiye'nin büyümesi ve enflasyonu üzerindeki etkileri incelendi. Çalışmada, reel kredi büyümesinde yüzde 1 puanlık düşüşe neden olan bir kredi arz şokunun, üç çeyrek sonunda reel GSYH üzerindeki birikimli etkisinin yüzde -0,16 puan olduğu değerlendirilirken, şokun enflasyon üzerindeki etkisinin çok daha sınırlı olduğu belirtildi. Bu durum Kredi Garanti Fonu'nda (KGF) Hazine'nin kefalet limitinin Mart ayından itibaren artırılmasıyla kredi arzında yaşanan pozitif yönlü şok nedeniyle, GSYH büyümesinin ikinci, üçüncü ve dördüncü çeyreklerde yukarı yönlü etkilenebileceğini düşündürdü. Nitekim kredi derecelendirme kuruluşu Fitch'in Haziran ayında Türkiye'nin 2017 yılına ilişkin büyüme tahminini %2,3'ten %4,7'ye yükseltmesinin ardından, Moody's Ağustos ayında yayınladığı değerlendirmede, büyüme beklentisini %2,6'dan %3,7'ye yükselttiğini duyurdu. Kuruluşların ayrıca, büyümedeki toparlanmanın 2018 yılında da korunacağını beklendikleri ve 2018 yılına dair büyüme beklentilerini %3,2 ile %4,1 aralığında oluşturdukları görüldü. Merkez Bankası'nın Ağustos ayı Beklenti Anketi'nde GSYH büyümesine dair piyasa tahminleri yukarı revize edildi. Ankete göre piyasanın 2017 yılının tamamına dair büyüme beklentisi %4,4 seviyesinde olurken, bu rakam Temmuz ayındaki %4,1'e göre yükselmesi yansıtı. Piyasanın gelecek yıla dair büyüme tahmini ise %3,9'dan %4'e yükseldi. Ankete yıl sonu TÜFE enflasyonu beklentisi sınırlı şekilde gerileyerek %9,5 olurken, 12 ay ve 24 ay sonrası enflasyon beklentileri sırasıyla %8,37 ve %7,92 seviyeleri ile Temmuz ayına göre hafif düşüşü yansıtı.

12 ay birikimli merkezi yönetim bütçe açığı GSYH'ye oranla Haziran ayındaki %2 seviyesinden Temmuz'da %1,9'a sınırlı şekilde geriledi. 12 ay birikimli faiz dışı fazla da GSYH'ye oranla aynı dönemde -%0,2'den -%0,1'e doğru iyileşti. Bütçe performansının hafif şekilde iyileşmesinde vergi gelirlerinin yıllık artışında, geçen aya göre görülen hızlanma etkili olurken, faiz hariç bütçe giderlerinde de Haziran ayına göre ivmelenme vardı. Maliye Bakanı Ağbal yaptığı açıklamada, önümüzdeki dönemde ekonomiyi destekleyen uygulamaların bazılarının sona ereceği olmasıyla bütçe açığındaki artış trendinin yavaşlayacağı belirterek, vergi ve özelleştirme gelirlerinin katkısıyla bütçe açığının GSYH'ye oranla yılı %2 civarında tamamlayabileceğini söyledi. Ağbal borç ve SGK yapılandırılmalarından bu yıl elde edilen tahsilatın 10,6 milyar TL'ye ulaştığını belirterek, tahsilatın yılın kalanında da hız kaybetmekle birlikte süreceğini söyledi. 30 Eylül'de mobilya, beyaz eşya ve konut sektörlerine getirilen vergi indirimlerinin kaldırılması beklenirken, bu sektörlerin birinde veya birkaçındaki teşviklerin süresinin uzatılması bütçe dinamikleri üzerinde risk oluşturmaktadır. Ancak, yılın kalanında ekonomideki toparlanmanın sürmesi halinde vergi gelirlerinin bütçeye katkısı artabilecek ve kamu harcamalarının kontrol altında tutulması halinde bütçe açığının yılı %2 seviyesinin biraz üzerinde tamamlaması mümkün olabilecektir. Kamu borçlanma programındaki yüklü seyir Ağustos ayında da devam etti. Hazine Ağustos ayında düzenlediği ihalelerle piyasadan 9,5 milyar TL ile öngördüğünün 1,8 milyar TL üzerinde borçlanırken, ihalelere talep güçlüydü. Ağustos ayındaki ihalelerde tahvil faizleri Temmuz ayındaki ihalelerin 10 ila 20 baz puan üzerinde oluşurken, ikincil piyasa faizlerinde küresel risk iştahının desteğiyle büyük bir yukarı yönlü baskı oluşmadı. Yayınlanan resmi rakamlara göre, Ocak-Temmuz aralığında iç borç çevirme oranı %119 ile 2016 yıl sonundaki %91'in ve geçmiş yılların oldukça üzerinde seyrederken, oranın yılın kalanında daha da yükselmesi mümkün gözükmemektedir. Nitekim Hazine yayınladığı borçlanma programına göre Eylül, Ekim ve Kasım aylarında ortalama %147 ile yüksek bir iç borç çevirme oranı öngörmeye devam etti. Memur zammının 2018 yılı bütçesi üzerinde 13 milyar TL'lik ilave maliyet yarattığı resmi kaynaklar tarafından açıklanırken, bu durum bütçe açığındaki görülmeye değer yüksek seyrin bir süre daha devam edeceğini düşündürdü. İlave yükün vergi gelirleri veya harcama kontrolü ile telafi edilmemesi halinde, önümüzdeki yıl da bütçe dinamikleri üzerinde baskı oluşabileceği değerlendirildi. Mali göstergeler küresel risk iştahının körelidiği zamanlarda Türkiye için bir çığa görevi görürken, bütçe disiplininin kalıcı bir şekilde bozulmaması önem taşımaktadır. Bu bağlamda Ekim ayı başında yayınlanması beklenen ve 2018-2020 dönemini kapsayacak olan yeni Orta Vadeli Program yol gösterici olacaktır.

Global Görünüm

Eylül ayında merkez bankalarının aksiyonları ön planda olacak.

Ağustos ayında para politikası toplantısı bulunmayan FED tarafında Jackson Hole toplantıları ve FED üyelerinin piyasayı bilanço küçültmeye hazırlar nitelikteki yorumları gündemdedi. 25 Ağustos'ta Jackson Hole toplantılarında konuşma yapan FED Başkanı Yellen para politikasına değinmezken, FED üyelerinin ay içindeki yorumları üyelerin ilave faiz artırımları konusunda fikir ayrılığı yaşasalar da, bilanço küçültmenin yakın bir zamanda başlaması gerektiği konusunda görüş birliği içinde olduklarını yansıtı. ABD'de açıklanan veriler bu yıl içinde ilave bir faiz artırımını yapılmasına piyasada verilen ihtimali düşürmeye devam etti. Yıllık çekirdek PCE enflasyonu Temmuz ayında önceki aya göre 0,1 puanlık düşüşle %1,4 oldu ve FED'in %2'lik hedefinden uzak kalmayı sürdürdü. Enflasyon açısından bir öncü gösterge niteliğinde olan ortalama haftalık kazançların yıllık artışı ise Ağustos ayında önceki aya göre değişmeyerek %2,5 oldu ve ücret artışlarının enflasyon baskısı yaratacağı beklentilerinin biraz daha ötelenmesine yol açtı. ABD'de GSYH büyümesi ise görülmeye değer güçlü açıklanan makroekonomik verilerdendi. İkinci çeyrekte yıllıklandırılmış GSYH büyümesi ilk tahmindeki %2,6'dan yukarı revize edilerek %3 ile iktisadi aktivitenin beklentilerin üzerinde performans gösterdiğini yansıtı.

Ağustos ayında Jackson Hole toplantılarında ECB başkanı Draghi ön plandaydı. Draghi para politikası konusunda yorum yapmamakla birlikte, konuşmasında son dönemde Euro'da diğer para birimlerine karşı yaşanan değerlenmeden bahsetmedi. Bu durum ECB'nin Euro'daki değer kazancından rahatsız olmadığı şeklinde algılanarak Euro/Dolar paritesini Ocak 2015'ten beri görülmemiş 1,20 seviyesinin üzerine taşıdı. Euro Bölgesi'nde makroekonomik veri akışı güçlü kalmaya devam etti. Euro Bölgesi'nde ikinci çeyrekte yıllık büyüme %2,1 ile ilk çeyrekteki %1,9'a göre yükseldi. Bölgede Ağustos ayında çekirdek enflasyon yıllık olarak %1,2 seviyesi ile önceki aya göre değişmese de, çekirdek enflasyonun genel eğilimi olumluydü. ECB'nin Eylül başındaki toplantısında niceliksel genişleme programında kademeli olarak kısıntıya gitmeyi tartışması beklenirken, çıkış planının netleşmesine dair beklentiler yıl sonuna ötelenmektedir.

Küresel imalat sanayi PMI endeksi Temmuz ayındaki 52,7 seviyesinden Ağustos ayında son 75 ayın en yüksek seviyesinde gerçekleşerek 53,1 oldu. Küresel imalat sektörü aktivitesinin yılın üçüncü çeyreğinde hızlandığını gösteren veri, küresel iktisadi aktivite açısından da umut vadetti. Ağustos ayında ABD ve Kuzey Kore arasında yaşanan gerginlik güvenli liman olarak görülen altına yatırımcı talebini artırırken, ons bazında altın 1340 ABD Doları ile Kasım 2016'dan bu yana görülmeven seviyeye yükseldi.

Yurtiçi Piyasalar

Yurtiçi piyasalar güçlü risk iştahından faydalanmayı sürdürdü.

Gelişmekte olan ülke piyasalarına portföy akımları jeopolitik gerginliklerin küresel piyasalarda yarattığı korkuyla Ağustos ayında dalgalı bir seyir izledi. Nitekim, Kuzey Kore gerginliğinin tırmandığı haftada gelişmekte olan ülke hisse senedi piyasalarından Mart ayından beri ilk kez haftalık portföy çıkışı yaşandı. Daha sonra risk iştahındaki toparlanmayla gelişmekte olan ülke piyasalarına yatırım iştahının iyileştiği görülürken, yurtiçi piyasalar da olumlu ortamdan yararlandı. Sene başından Ağustos ayı sonuna kadar olan dönemde hisse senedi, tahvil ve Eurobond piyasalarına toplam yabancı portföy girişi 11 milyar Doları aştı. BIST100 Ağustos ayında %2,3 yükselirken, Türk lirası; Dolar ve Euro'dan oluşan eşit ağırlıklı döviz sepeti karşısında %1,6 değer kazandı. 2 yıllık tahvil faizi Ağustos ayında Temmuz ayına göre sınırlı bir yükseliş gösterirken, 10 yıllık tahvil faizi ay içinde 20 baz puan kadar yükselip, Ağustos sonunda yeniden Temmuz ayı sonundaki seviyelere geriledi.

Önümüzdeki dönemde risk iştahında bir zayıflama olmadığı sürece enflasyon ve büyüme gibi makroekonomik gelişmeler yurtiçi piyasaların yönünü belirlemeye devam edecektir. Ekim ayı başında yayınlanacak yeni Orta Vadeli Program bütçe dinamiklerinin 2018 yılı ve sonrasındaki muhtemel seyri açısından ipuçları taşıyacağından önemlidir. Yurtiçinde enflasyon açısından risk taşıyan Eylül-Ekim dönemi ve gelişmiş ülke merkez bankalarından gelecek açıklamalar öncesinde 14 Eylül'deki toplantıda Merkez Bankası'nın sıkı para politikası duruşunu koruyacağına sinyalini vermesi, Türk lirasını ve yurtiçi piyasaları destekleyecektir. Küresel piyasalar ECB'nin 7 Eylül'de, FED'in ise 19-20 Eylül tarihlerinde düzenleyeceği toplantılarda alacağı kararlara odaklanacaktır. ECB'nin niceliksel genişleme programında kısıntıya gitmesi konusundaki beklentilerin Ekim ayına hatta yıl sonuna ötelenmesi, risk iştahının güçlü kalmasına yardımcı olabilir. FED'in ise bilanço küçültmeye yakın bir zamanda başlayacağına kesin gözüyle bakılırken, ilave faiz artırımları hakkında FED'den gelecek sinyaller eskisinden daha fazla önem taşır hale gelmiştir.

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)	1,68	1,80	1,91	2,19	2,72	3,02	3,61
ABD Doları / TL (Yıl sonu)	1,92	1,79	2,14	2,32	2,91	3,53	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)	Haz	%2,8	%4,1	%0,7
Kapasite Kullanımı (Mevsimsellikten Arındırılmış)	Ağu	%76,5	%76,0	%78,1
İşsizlik Oranı (Mevsimsellikten Arındırılmış)	May	%10,3	%10,5	%11,3
Fiyat Göstergeleri (Yıllık)	Dönemi	2015	2016	2017
TÜFE Enflasyonu	Ağu	%7,1	%8,0	%10,7
ÜFE Enflasyonu	Ağu	%6,2	%3,0	%16,3
Çekirdek Enflasyon	Ağu	%7,7	%8,4	%10,1
Bütçe Göstergeleri (Milyar TL)	Dönemi	2015	2016	2017
Gelirler	Ocak-Tem	237,5	317,5	351,7
Harcamalar	Ocak-Tem	236,7	316,3	376,0
Faiz Dışı Denge	Ocak-Tem	30,5	31,9	8,4
Bütçe Dengesi	Ocak-Tem	0,8	1,3	-24,3
Dış Denge (Milyar ABD Doları)	Dönemi	2015	2016	2017
İhracat (12 Aylık Toplam)	Tem	148,8	140,7	151,2
İthalat (12 Aylık Toplam)	Tem	227,4	196,6	214,1
Dış Ticaret Dengesi (12 Aylık Toplam)	Tem	-78,7	-55,9	-62,9
Cari İşlemler Dengesi (12 Aylık Toplam)	Haz	-42,4	-29,3	-34,3

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 (%) 31/07/2017 - 31/08/2017 (*)	Yılbaşından İtibaren Değişim (%) 30/12/2016 - 31/08/2017 (*)	Yıllık Değişim (%) 31/08/2016 - 31/08/2017 (*)
Likit Fon (HEP)	%1,14	%7,38	%10,38
Kamu Borçlanma Standart Fonu (HEK)	%0,77	%7,51	%6,65
Kamu Dış Borçlanma Fonu (HED)	-%0,44	%9,63	%20,17
Esnek Fon (HEB)	%1,76	%15,99	%19,06
Hisse Senedi Fonu (HES)	%2,69	%43,10	%50,08
Katkı Fonu (HET)	%0,96	%9,46	%8,94
Alternatif Esnek Fon (HEE)	%1,35	%12,59	%14,52
Alternatif Katkı Fonu (HER)	%1,01	%7,59	%9,64
Altın Fonu (HEA)	%1,71	%10,36	%15,64
Başlangıç Fonu (HEL)	%1,21	-	-
Başlangıç Katılım Fonu (HEG)	%0,95	-	-

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