

FON BÜLTENİ - ARALIK 2017

Makro Bakış

Enflasyonda tarihi yüksek seviye görüldü.

Kasım ayı, enflasyonun yükseldiği ve büyüme verilerinin güçlü seyrini sürdürdüğü bir dönem oldu. Yıllık TÜFE enflasyonu Ekim ayındaki %11,8'den %13,0'e yükselirken, 2003 bazlı endeks tarihinde görülmemiş bir seviye kaydedildi. 1994 bazlı endeks incelendiğinde ise en son 2004 yılının başları ve öncesinde bu denli yüksek bir fiyat artışı olması göze çarptı. Alkollü içecekler, tütün, gıda, altın ve enerjiyi dışlayan çekirdek fiyat göstergesinde yıldan yıla artış %12,1 ile önceki %11,8 seviyesini aştı ve yine 2003 bazlı endeks tarihindeki en yüksek seviyeye ulaşıldı. Türk Lirası'ndaki değer kaybı, petrol fiyatlarındaki yükseliş ve işlenmemiş gıda fiyatlarındaki hızlı artış enflasyon görünümündeki bozulmanın temel sebepleri oldu. Fiyatlamada davranışlarındaki eğilimleri daha iyi yansıtan hizmet enflasyonu ise önceki aya göre hafif geriledi ve %9,4 ile manşet enflasyonun oldukça altındaki seyrini korudu. Bu tablo, enflasyonun geldiği seviyelerin kalıcı olmasının beklenmediğini ve etkin bir beklenti yönetimi ile enflasyonun yeniden tek haneye gerilemesinin mümkün olduğunu gösterdi. Merkez Bankası enflasyonist baskıları dikkate alarak ortalama fonlama maliyetinin %12'den %12,25'e çıkmasını sağlayacak şekilde bir likidite düzenlemesine gitti. Bu adımın 14 Aralık'ta yapılacak olan toplantıda faiz artırımını yapacağına dair bir sinyal olduğu değerlendirildi. Merkez Bankası ayrıca döviz kurlarındaki oynaklık karşısında 7,5 milyar dolara ulaşan likidite tedbirlerini devreye soktu. İhracatçıya TL olarak verilen, ancak geri ödemesi döviz olarak alınan ihracat reeskont kredilerinde döviz kurlarını sabitleyen Banka, ayrıca bankaların Türk Lirası zorunlu karşılıklara ilişkin yükümlülüklerinin döviz olarak tutulmasına imkân veren düzenlemeye kısıntıya gitti. Ayrıca, Merkez Bankası ihale ile Türk Lirası uzlaşmalı vadeli döviz satım işlemleri yapmaya başladı. Vadeli işlemler piyasaya doğrudan döviz arzı getirmemekle birlikte, kur riskine karşı korunma imkânı sunduğundan, piyasadaki gerçek döviz talebini azaltıcı bir rolü olabileceği değerlendirildi.

Enflasyonun Aralık ayında baz etkisi ile bir miktar gerilemesi beklense de, 2016 yıl sonundaki %8,5 seviyesine kıyasla ortaya çıkan belirgin yükselişte, kur, gıda ve enerji fiyatları kaynaklı şokların yanında talep koşullarının güçlü seyretmesi de etkiliydi. Mali teşvik ve tedbirler ile Kredi Garanti Fonu gibi makro ihtiyati önlemlerin etkisinin en fazla hissedilmesi beklenen üçüncü çeyrekte iktisadi faaliyete yönelik veriler güçlü seyrini sürdürdü. Sanayi üretiminin Eylül ayında kaydettiği yıldan yıla %13,3'lük büyüme ile birlikte, üçüncü çeyrekte sanayi üretimindeki yıldan yıla artış %14,3 gibi yüksek bir seviyede oluştu ve GSYH büyümesinin çift haneye ulaşacağını sinyali verdi. Öncü göstergeler, turizm sektörünün ve ihracat artışıdaki güçlü seyrin büyümeye verdiği katkılarının belirgin olacağını, ayrıca yatırım harcamalarının çift haneli güçlü bir büyüme kaydedileceğini yansıttı. Üçüncü çeyrekteki etkileyici büyüme performansında geçen yılın aynı çeyreğinde ekonominin daralmış olmasından kaynaklanan zayıf baz etkisi de önemli rol oynadı. Dördüncü çeyrekte ise PMI ve Reel Sektör Güven endeksleri imve kaybına işaret etmekle birlikte, yine de büyümenin yüksek bir seviyede gerçekleşebileceğini düşündürdü. Benzer bir sinyal, ara mali ithalatında da mevcuttu. Sonuç olarak, 2017 yılının tamamında büyümenin Orta Vadeli Program'da belirlenen %5,5'lik resmi hedefi aşarak %6,5-7 bandında oluşma ihtimali güçlendi.

İktisadi faaliyetin güç kazanması, üretimin ithal girdi bağımlılığı nedeniyle dikkatleri dış ticaret açığına çevirdi. Bu yılın genelinde dış ticaret açığı enerji ve altın ithalatı sebebiyle genişlerken, son veriler çekirdek açıkta da bozulmanın başladığını yansıttı. Ekim ayında dış ticaret açığı 4,2 milyar dolardan 7,3 milyar dolara yükseldi. Bu yükselişin 1 milyar dolara yakın kısmı enerji faturasından kaynaklanırken, ara mali ithalatının iktisadi faaliyetteki güçlü seyre paralel olarak hızlanması daha önemli bir rol oynadı. Altın ithalatında ise yıldan yıla hafif bir gerileme vardı. 2016 yılını 56 milyar dolar ile tamamlayan dış ticaret açığı bu yılın Ekim ayı itibarıyla 12 ay birikimli olarak 71 milyar dolara ulaştı. Turizm dengesi ve diğer hizmet gelirlerini de kapsayan cari açığı bakıldığında, Ağustos ayında 36 milyar dolar olan 12 aylık birikimli rakamın Eylül ayında 39 milyar dolara yükseldiği görüldü. Ekim ayı dış ticaret verileri ile Kasım ayına ait Gümrük Bakanlığı geçici verileri bu yükselişin hızla devam edeceğine, sene sonunda ise cari açığın 44 milyar dolara yaklaşabileceğine işaret etti. En önemli ihracat pazarı olan Avrupa'da talep koşullarının beklentilerin ve potansiyelin üzerinde kaydetmeye devam etmesinin bir izdüşümü olarak, Türkiye'nin toplam ihracatında bu sene yüksek büyüme sürerken, cari açığı frenleyici etki korundu. Mali performansa bakıldığında ise, yeni verilerde bozulmanın devam etmemesi olumluydu. 12 aylık birikimli bütçe açığının GSYH'ye oranı Ekim ayında %1,7 ile önceki aya göre değişmedi. Ancak 2016 yılının sonundaki %1,1'lik bütçe açığına kıyasla olumsuz performans sürdü.

Kredi derecelendirme kuruluşu S&P, Kasım ayında yaptığı değerlendirmede enflasyon sorununa dikkat çekti. Para politikasının etkinliği konusunda uyarıda bulunan kuruluş, Türk Lirası'ndaki zayıflığın yüksek enflasyonu beslemeye devam etmesinin Türkiye'nin kredi notu açısından ilave belirsizlik yaratacağını söyledi. Kredi derecelendirme kuruluşu Moody's ise Türkiye'nin kredi profiline, güçlü büyüme ve mali göstergelerin olumlu, politik ve dış risklerin ise olumsuz etki ettiğini söyledi. Moody's bütçe göstergelerinde son 1 yılda mali teşvikler ve zayıf liranın etkisiyle bozulma olsa da, büyümedeki dirençli seyrin ve kamu borcunun yönetilebilir seviyede kalmasının kredi notunun çıpalardan olduğu yorumunu yaptı. Bununla birlikte, yüksek dış finansman ihtiyacı ve Türkiye'nin iç siyasi gündemi nedeniyle risklere açık olduğu da vurgulandı. Fitch enflasyon tahminlerini 2017 ve 2018 yıllarının her ikisi için 1,4 puan yükselterek sırasıyla %10,9'a ve %9,4'e revize etti. Fitch analisti ABD'de görülen davanın sonucuna bağlı olarak kredi notu üzerinde baskı oluşabileceğini belirtti.

Global Görünüm

Büyüme güçlendikçe parasal sıkılaşma eğilimi artıyor.

FED Başkanı Yellen'in yaptığı açıklamalarda düşük enflasyonu geçici görmesi, Aralık ayında faiz artırım beklentilerini besler nitelikteydi. Şubat 2018'de görev süresi dolacak olan Yellen'in yerine atanan Powell'in Senato'ya yaptığı konuşmada faiz artışlarını ve bilanço küçültme operasyonlarını desteklemesi de FED'in önceden belirlediği artırım patikasına şimdilik sadık kalmaya devam ettiğini yansıttı. Powell bilançodaki normalleşmenin 3 veya 4 yıl sürmesini ve büyüklüğün 4,5 trilyon dolardan 2,5-3 trilyon dolara düşmesini beklediğini belirtti. FED son olarak 1 Kasım'da yaptığı toplantıda faizleri değiştirmemişti. Bu toplantının tutanaklarında, birçok üyenin yakın zamanda yeni bir faiz artışının uygun olduğu konusunda aynı görüşe sahip olduğu görüldü. Avrupa Merkez Bankası (ECB) ise Ekim ayındaki toplantısında beklediği üzere tahvil alımlarını Ocak ayından itibaren azaltacağını açıklamıştı. Kasım ayını toplantısız geçiren ECB'nin bazı üyelerinin iletişimi daha şahin bir şekilde değiştirmeyi talep ettiklerine dair haber akışı ön plandaydı. Euro Bölgesi'nde varlık alımlarının Ekim 2018'de süresinin dolması takiben yıl bitmeden bir sıkılaşma gelebileceğine dair risklerin artmasında bölge ekonomisinde verilerin çok güçlü bir büyüme performansına işaret etmesi etkili oldu.

ABD'de yılın üçüncü çeyreğinde yıllıklandırılmış büyüme önceki %3'ten %3,3'e revize edilirken, çekirdek PCE fiyat endeksinin yıldan yıla değişimi Ekim ayında %1,4'te sabit kaldı. Büyümenin olumlu seyrine karşın enflasyonun düşük kalmasıyla, 2017 yılının çoğunluğuna hâkim olan tablo da değişmemiş oldu. Diğer yandan, çekirdek enflasyonda trend, FED'in %2 hedefiyle uyumlu bir seviyeye geldi ve faiz artırımını için destekleyici oldu. Euro Bölgesi'nde GSYH yılın üçüncü çeyreğinde yıldan yıla %2,5 büyüme kaydederek ikinci çeyrekteki %2,3'e göre hızlandı. Euro Bölgesi'nde Kasım ayında yıllık TÜFE enflasyonu %1,4'ten %1,5'e yükseldi, ancak çekirdek enflasyon %0,9 seviyesinde yatay kaldı. ABD'ye benzer şekilde Euro Bölgesi'nde de enflasyonun %2 hedefin çok altındaki seyrini, aşırı gevşek para politikasından çıkış sürecini yavaşlatmada etkili olmaya devam etti. Küresel büyümenin öncü göstergesi olarak takip edilen küresel imalat sanayi PMI endeksi önceki 53,5'ten 54,0'e yükselerek olumlu bir sinyal verdi. Nisan 2011'den beri en yüksek seviye kaydedilmiş oldu.

Kasım ayında ayrıca OPEC ve OPEC üyesi olmayan petrol üreticilerinin geniş kapsamlı katılımıyla petrol arz kısıntısının 2018 yılı sonuna uzatılması kararlaştırıldı.

Geçmişteki örnekleri ile kıyaslandığında, Kasım 2016'da başlatılan kesinti anlaşmasının bu kadar geniş bir katılımı ile benimsenmesi ve ilk defa bu kadar uzun soluklu olması dikkat çekti. Kesinti kararı sonrasında, 2017 ve 2018 yıllarına ait Brent petrol fiyatı için piyasa beklentileri 63 dolar civarında oluştu. ABD'de büyümeyi hızlandırması öngörülen, ancak karşılığında bütçe açığının genişlemesine yol açacağı hesaplanan vergi reformu görüşmeleri hız kazanırken, detaylarına bağlı olarak FED'in faiz artırımı sürecini hızlandırma ihtimali masada kalmaya devam etti.

Yurtiçi Piyasalar

Kasım ayında artan risk primi ile portföy çıkışları devam etti.

Gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye girişleri Ekim ayında risk iştahındaki zayıflamaya bağlı olarak yavaşladıktan sonra Kasım ayında yeniden hızlandı. Yılbaşından bu yana gelişmekte olan ülke piyasalarına portföy girişleri 178 milyar doları aşarken, bu rakamın 100 milyar dolarını iç ve dış borçlanma araçları, 78 milyar dolarını ise hisse senedi piyasaları oluşturdu. Yurtiçi piyasalarda ise Ekim ayında yabancı yatırımcıların daha kısa vadeli para piyasası (swap piyasası) işlemleri ile pozisyonlarını azaltma eğilimlerini, Kasım ayında tahvil, Eurobond ve hisse senedi piyasaları da izledi. Artan risk priminin olumsuz yansımalarının belirginleştiği Kasım ayında yurtdışı yerleşikler bu piyasalardaki yatırımlarını 0,6 milyar dolar azalttı. Yılbaşından bu yana bu kanallardaki portföy girişi ise 14,4 milyar dolar ile yüksek seviyelerini korudu. Ayrıca, Kasım ayında daha kısa vadeli swap piyasasından yabancı çıkışı azalarak devam etti. BIST100 Kasım ayında %5,6 gerilerken, Türk Lirası dolar ve Euro'dan oluşan eşit ağırlıklı döviz sepeti karşısında %4,7 oranında değer kaybetti. Kasım ayında kısa vadeli tahvil faizlerinde 90 baz puan, uzun vadeli tahvil faizlerinde 53 baz puanlık artış vardı. Tahvil faizleri 2 yıllık vadede %13,7, 10 yıllık vadede %12,4 ile son 8 yıldır görülmeyen seviyelere yükselerek risk primindeki bozulmayı yansıttı.

ABD'de vergi reformuna ilişkin yasama sürecinin yıl sonuna kadar gündemde kalmaya devam etmesi beklenirken, 13 Aralık'ta FED'in bu yılın üçüncü ve son faiz artışını yapmasına kesin gözüyle bakılıyor. Faizin artmasının piyasada fiyatlamalara yansıtılmış olması sebebiyle, FED üyelerinin geleceğe dair faiz artırımı sinyalleri daha önemli olacaktır. FED üyeleri bir süredir 2018 yılı için ortalama üç faiz artırımı öngörüsünü muhafaza etmişti. FED'den bir gün sonra kararını açıklayacak olan TCMB'den de faiz artırımı bekleniyor. Kasım ayında yıllık olarak %13'e yükselen yıllık enflasyonun Merkez Bankası'nın %12,25 seviyesindeki ortalama fonlama maliyetinin üzerine çıkması, 14 Aralık'taki toplantıda Merkez Bankası'nı Geç Likidite Penceresi (GLP) faizini artırmaya veya fonlama kompozisyonunun değişeceği bir politika uygulamaya itebilir. 13-14 Aralık'ta gerçekleştirilecek Avrupa Konseyi toplantısında Türkiye'nin AB ile ilişkilerini şekillendirebilecek gelişmeler de göz önünde olacaktır. Uluslararası ilişkiler açısından zor bir dönemden geçen Türkiye ekonomisine dair risk göstergelerinde geline seviyeler ve yurtiçi piyasaların diğer benzer ülkelere kıyasla belirgin şekilde geride kalmış olması, olumlu haber akışına hassasiyetin daha fazla olabileceğini düşündürmektedir. Enflasyonda yeniden düşüşün başlaması, yüksek büyüme performansı ve Merkez Bankası'nın adımları bu olumlu havaya destek olabilecek veri akışını sağlayabilecekken, yurtdışında FED'in parasal sıkılaştırmada vites artırmaması küresel risk iştahında zayıflama olmaması için gerek şart olarak görülmektedir.

	MAKROEKONOMİK GÖSTERGELER						2018	
	2013	2014	2015	2016	2017	KÖTÜ	BAZ	İYİ
GSYİH (milyar TL)	1.810	2.044	2.339	2.609	3.076	3.518	3.535	3.572
GSYİH (milyar ABD Doları)	950	936	861	865	845	832	873	911
Büyüme Oranı (%)	%8,49	%5,17	%6,06	%3,20	%6,51	%1,48	%4,03	%6,04
TÜFE Enflasyonu (yıllık) (%)	%7,40	%8,17	%8,80	%8,53	%11,00	%13,00	%9,68	%8,80
İhracat (milyar ABD Doları)	151,8	157,7	143,9	142,6	157,2	162,8	169,4	174,2
İthalat (milyar ABD Doları)	-251,7	-242,2	-207,2	-198,6	-228,8	-230,8	-243,6	-253,0
Dış Ticaret Dengesi (milyar ABD Doları)	-99,9	-84,5	-63,3	-56,1	-71,5	-68,0	-74,2	-78,7
Cari İşlemler Dengesi (milyar ABD Doları)	-64,7	-43,5	-32,2	-32,6	-43,6	-39,8	-45,4	-49,5
Cari İşlemler Dengesi / GSYİH (%)	-%6,81	-%4,65	-%3,74	-%3,77	-%5,16	-%4,78	-%5,20	-%5,43
Faiz (Gösterge, bileşik, yıl sonu) (%)	%10,03	%7,97	%10,78	%10,63	%13,50	%15,00	%12,80	%10,50
Politika Faizi (%)	%4,50	%8,25	%7,50	%8,00	%8,00	%8,00	%8,00	%8,00
TCMB Ağırlıklı Fonlama Maliyeti (%)	%7,10	%8,51	%8,81	%8,30	%12,50	%14,00	%12,50	%10,50
Marjinal Gecelik Fonlama Faizi (%)	%7,75	%11,25	%10,75	%8,50	%12,75	%16,75	%13,50	%12,75
BİST-100	67.802	85.721	71.727	78.138	107.000	97.000	120.000	140.000
ABD Doları / TL (Ortalama)	1,9054	2,1930	2,7200	3,0164	3,64	4,22	4,04	3,92
ABD Doları / TL (Yıl sonu)	2,1381	2,3230	2,9100	3,5294	3,88	4,56	4,20	3,96
Kur sepeti (0,5 USD+ 0,5 EUR) (Yıl Sonu)	2,5443	2,5674	3,0410	3,6104	4,20	4,83	4,62	4,45
Euro / ABD Doları (Yıl sonu)	1,38	1,21	1,09	1,05	1,17	1,12	1,20	1,25

T: İş Portföy Yönetimi A.Ş. tahminleridir.

Makroekonomik Göstergeler

Büyüme	Dönemi	2016	2017
GSYİH (Yıllık Birikimli, Milyar ABD Doları)	2. Çeyrek	851,8	832,7
Büyüme Oranı (Yıllık)	2. Çeyrek	%4,9	%5,1
Üretim Göstergeleri	Dönemi	2016	2017
Sanayi Üretimi (12 Aylık Ortalama)	Eyl	%3,2	%4,7
Kapasite Kullanımı (Mevsimsellikten Arındırılmış)	Kas	%77,5	%79,5
İşsizlik Oranı (Mevsimsellikten Arındırılmış)	Ağu	%11,5	%10,8
Fiyat Göstergeleri (Yıllık)	Dönemi	2016	2017
TÜFE Enflasyonu	Kas	%7,0	%13,0
ÜFE Enflasyonu	Kas	%6,4	%17,3
Çekirdek Enflasyon	Kas	%7,0	%12,1
Bütçe Göstergeleri (Milyar TL)	Dönemi	2016	2017
Gelirler	Oca- Eki	447,9	509,4
Harcamalar	Oca- Eki	460,0	544,4
Faiz Dışı Denge	Oca- Eki	32,4	15,2
Bütçe Dengesi	Oca- Eki	-12,1	-35,0
Dış Denge (Milyar ABD Doları)	Dönemi	2016	2017
İhracat (12 Aylık Toplam)	Eki	140,4	154,6
İthalat (12 Aylık Toplam)	Eki	197,2	225,6
Dış Ticaret Dengesi (12 Aylık Toplam)	Eki	-56,8	-71,0
Cari İşlemler Dengesi (12 Aylık Toplam)	Eyl	-32,1	-39,3

Not: 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 ZVn 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 (%) 31/10/2017 - 30/11/2017 (*)	Yılbaşından Beri Değişim (%) 30/12/2016 - 30/11/2017 (*)	Yıllık Değişim (%) 30/11/2016 - 30/11/2017 (*)
Likit Fon (HEP)	%1,01	%10,53	%11,34
Kamu Borçlanma Standart Fonu (HEK)	-%1,30	%4,67	%4,75
Kamu Dış Borçlanma Fonu (HED)	%4,37	%22,79	%26,21
Esnek Fon (HEB)	-%1,07	%16,97	%19,21
Hisse Senedi Fonu (HES)	-%4,87	%36,38	%43,15
Katkı Fonu (HET)	-%1,46	%6,40	%6,82
Alternatif Esnek Fon (HEE)	-%0,50	%12,73	%14,75
Alternatif Katkı Fonu (HER)	%0,23	%8,55	%9,63
Altın Fonu (HEA)	%4,94	%22,30	%22,77
Başlangıç Fonu (HEL)	%0,95	-	-
Başlangıç Katılım Fonu (HEG)	%0,81	-	-

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