

## EKİM 2013 – FON BÜLTENİ

### Makro Bakış

#### Büyümenin kalitesi ve sürdürülebilirliği sorgulanmalı...

Eylül ayında açıklanan verilere göre, GSYİH, yılın ikinci çeyreğinde geçen senenin aynı dönemine göre %4,4 büyüdü ve yıllık olarak 820 milyar dolara yükseldi. İhracatın hızlı bir şekilde gerilediği 2013 yılının ilk yarısı iktisat literatüründe “yeniden dengelenme” olarak adlandırılan hareketin sona erdiğini gösterdi. Dolayısıyla ekonominin (2012 yılı hariç) yıllardır süregelen iç taleple büyüme eğilimine geri dönmüş olduğu görüldü. Bu seneki dinamizmin geçtiğimiz dönemle ortak noktası ise zayıf özel sektör yatırımları ve bu sebeple oluşan sermaye birikimi açığını ikame etmeye çalışan yüksek kamu harcamalarıdır. Bu sebeple son altı çeyreğin en yüksek oranı tutturulmuş olmasına rağmen büyümenin “kalitesi” sorgulanmalıdır.

Diğer bir taraftan büyümenin önündeki risklerin hala mevcut olduğu görülüyor: Ödemeler dengesi ve büyüme arasındaki korelasyon zayıflamaktadır. 2012 yılı sonunda 48 milyar doların altına gerileyen 12 ay birikimli cari açığın Temmuz ayında %17 artarak 56 milyar dolara yükseldiğini görüyoruz; ancak altı aylık büyüme oranı %3,7 ile Türk ekonomisi potansiyelinin altında seyretmektedir. Tarihsel olarak ithalata bağımlı büyüeyebilen ülkede altın ve enerji hariç ithalat artışının Ağustos ayında %1,2 seviyesine kadar gerilediğini gözlemliyoruz. Öte yandan net dış finansmanın milli gelire oranı 2013’ün ikinci çeyreğinde %9,8’e yükselirken bu sermaye girişinin özel sektör sermaye yatırımlarına dönüşmediğini görüyoruz. Önümüzdeki dönemde, yıl boyu faydalanılmış olan ucuz ve uzun vadeli dış borçlanma imkanlarında ciddi bir daralma beklentisi oluşmuş durumdadır. TCMB’nin uygulamakta olduğu sıkı para politikasının da borçlanma maliyetlerini yükselttiği göz önüne alınırsa büyümeyi destekleyecek sabit sermaye oluşumu için tek kapı yine kamu yatırımları olacak gibi görülmektedir. Bu nedenlerle, büyüme ve istihdam yaratımı açısından, yılın geri kalanı ve 2014 için zorlu bir döneme girildiği söylenebilir.

Arz tarafında, Temmuz ayında %4,6 büyüyerek senenin en yüksek değerine ulaşan sanayi üretimi ilk iki çeyreklik ortalaması olan %2,5 ve %2,9 oranlarını geçmiştir. Ancak bu olumlu görüntünün altında büyük bir mevsimsellik gizlidir. Zira, verinin mevsim etkilerinden arındırılıp üç aylık hareketli ortalaması alındığında, üretimin 2013 yılı ilk çeyrekte %1,00 ve ikinci çeyrek sonunda ise %0,69 büyümüş olduğunu görüyoruz. Temmuz ayında ise bu ortalama aylık bazda %0,53 büyüyerek yavaşlama sinyali vermektedir. Eylül ayı için açıklanan kapasite kullanım oranı (KKO) ve reel kesim güven endeksi (RKGE) ise resmi biraz daha olumluya çevirmektedir: KKO sınırlı seviyesine rağmen senenin en yüksek artış oranını gösterdi. RKGE ise 2012 yılı, 2013 birinci ve ikinci çeyrek ortalamalarının üstünde geldi ve yılın üçüncü çeyreği için umut vaad etti.

Eylül ayında TÜFE, beklentilerin üzerinde, %0,77 artarken yıllık bazda enflasyon %7,9’a geriledi. Özellikle Ağustos ayında döviz kurunda yaşanan artışın etkisi yükselen çekirdek endeksinde ortaya çıktı: I grubu endeks %7 ile senenin en yüksek değerine ulaştı. Maliyet tarafında ise kur geçişkenliğinin etkisi aylık bazda %1,5 yükselen imalat sanayi üretici fiyatlarında görülmektedir.

### Global Görünüm

#### Fed kararları bitti... Sırada borç tavanı tartışması var!

Fed Başkanı Bermanke’nin 22 Mayıs tarihinde “sene sonuna doğru parasal genişleme programı dahilindeki varlık alımlarında kesintiye gideceğiz.” açıklaması özellikle gelişmekte olan piyasalarda deprem etkisi yarattı. ABD’de uzun vadeli tahvil getirileri Eylül ayı başında %3 seviyesine kadar yükselirken konut kredilerinde görülen artışlarla birlikte finansal yapıda hızlı bir daralma gerçekleşti. Eylül ortası itibarıyla 2014 yılı bütçesi üzerine görüşmelerde Cumhuriyetçi ağırlıklı Temsilciler Meclisi ve Demokrat çoğunluklu Senato çekişmesi baş gösterdi. Yaşanacak mali sıkışıklık sebebiyle kamu harcamalarının kısıllanması ihtimali iktisadi görünüm üzerinde aşağı yönlü riskler oluşturmaya başladı. Bu gelişmeler neticesinde ve işgücü piyasasında hedeflenen güçlenmenin görülmediği gerekçesiyle, Para Politikası Kurulu (FOMC), piyasa beklentilerinin aksine, parasal genişleme programında herhangi bir değişikliğe gitmedi. Bermanke, tahvil alım programının sonlandırılmasına ilişkin kesin tarih vermezken, veri odaklı bir program izleneceğini yineledi. Fed’in 2013 - 2016 periyoduna ilişkin tahminleri de geçen aylara kıyasla zayıf kalınca “ileriye dönük yönlendirme” (forward guidance) politikası oldukça piyasa-dostu bir nitelik kazandı.

Eylül ayı sonunda ise Obama’nın sağlık reformu “Obamacare” olarak adlandırılan yeni sağlık reformu üzerinden yürütülen bütçe tartışmaları olumsuz sonuçlandı ve ABD hükümeti kısmen kepenk kapattı. Kamu harcamalarında ve büyümede geçici bir yavaşlamaya yol açacak bu durumu Fed’in varlık alımlarını devam ettirecek bir gelişme olarak gören piyasalarda geçici bir alım dalgası yaşandı. Amerika tarafında Ekim ayının ortasında dikkatler borç tavanı tartışmaları üzerinde yoğunlaşacaktır. Başkan Obama’nın borçlanma limiti artırılmaz ise ABD ekonomisinin kısa bir süre içinde temerrüde düşme riski bulunmaktadır.

Avrupa tarafında ise öne çıkan gelişme 22 Eylül’de gerçekleşen Almanya genel seçimleri idi. Angela Merkel ve partisi Hristiyan Demokratlar seçimden büyük bir zaferle ayrıldılar ancak Bundestag’ta çoğunluğu elde edemediler. Mevcut koalisyon ortağı Özgür Demokrat Parti’nin %5’lik seçim barajını geçememesi sebebiyle de hükümetin kompozisyonu değişecek ve muhtemelen merkez-soldaki Sosyal Demokrat Parti koalisyonun yeni ortağı olacaktır. Seçimden kuvvetlenerek çıkan Merkel’in politikalarında herhangi bir değişikliğe gideceğini beklememekteyiz. Dolayısıyla sıkıntılı Akdeniz ülkeleri “Club Med” önümüzdeki dönemde de kemer sıkıyaya devam edecektir.

**Yurt İçi Piyasalar****Fed yaktı, Fed söndürdü...**

Fed'in Mayıs sonu ve Haziran ortasındaki açıklamalarına müteakip, gelişmekte olan ekonomilerden sermaye çıkışları hızlanmıştı. Ağustos ayında Türk ekonomisinin yüksek dış finansman ihtiyacının yarattığı risk algısı Suriye tabanlı jeopolitik risklerle birleşince ülkenin kırılgan ekonomik yapısı iyiden iyiye ortaya çıkmış ve Türkiye diğer ülkelerden negatif yönde ayrılmıştı. 17 Eylül günü yapılan Merkez Bankası faiz toplantısının, Fed'in QE kararının bir gün öncesine denk gelmesi sebebiyle para politikası komitesi "bekle ve gör" taktiği uyguladı ve herhangi yeni bir karar almadı. Ayrıca toplantıdan birkaç gün önce, Larry Summers'ın Bemanke sonrası Fed başkanlığı için aday olmayacağını beyan etmesi ile birlikte piyasanın hacmi yükseldi ve TL üzerindeki baskı kırılmış oldu. Bu gelişme de Merkez Bankası'nın eylemsizlik kararı almasında etkili oldu.

Eylül ayında Fed'in parasal genişleme politikasında değişiklik yapmayacağına dair açıklama piyasaları rahatlattı. Amerikan tahvil getirileri düşerken, altın değer kazandı. Birçok gelişmekte olan ülke parasında ciddi oranlarda değerlenme, hisse senetlerinde ise artışlar gözlemlendi. Borsa İstanbul bu dönemde bütün gelişmekte olan ülke piyasalarından pozitif ayrıştı: MSCI Türkiye endeksi kararın ertesi günü (dolar bazında) %9 yükselirken MSCI EM Europe endeksi %4,3, MSCI EM endeksi ise %2,2 yükseldi.

Fed yetkililerinin önümüzdeki dönemde "alımlarda azaltma" söylevini kullandıkları her durumda uzun vadeli faizlerde bir yükseliş ve beraberinde varlık fiyatlarında oynaklık "volatilité" artışları görülecektir. Bu ise geçen hafta içinde yaşadığımız türden bir "yeniden fiyatlama" hareketinin tekrarlanmasına sebebiyet verecektir. Kısa vadede gelişmekte olan piyasalar için pozitif olan gelişmeler Aralık ayına doğru aşağı yönlü bir düzeltme hareketini beraberinde getirebilir. Yani bu karar özellikle gelişmekte olan piyasalara biraz daha zaman tanımıştır. Bu sayede ekonomik büyümede aşağı yönlü riskler gören merkez bankaları, yabancı yatırımcıların faiz oranlarının artırılması yönündeki baskılarına karşı daha fazla dayanabilir. Ancak, Türkiye gibi kırılganlığı devam eden piyasalarda risk algısının silinmediğini akıldta tutmakta yarar bulunmaktadır.

MAKROEKONOMİK GÖSTERGE TAHMİNLERİ	2010	2011	2012	2013 Beklentisi
GSYİH (Milyar TL)	1,099	1,298	1,417	1,573
GSYİH (Milyar ABD Doları)	732	777	787	832
Büyüme Oranı (%)	% 9.20	% 8.50	% 2.20	% 3.40
TÜFE Enflasyonu (yıllık) (%)	% 6.4	% 10.5	% 6.16	% 7.40
İhracat (Milyar ABD Doları)	121	143	163	172
İthalat (Milyar ABD Doları)	177	233	229	241
Dış Ticaret Dengesi (Milyar ABD Doları)	-56	-89	-65	-69
Cari İşlemler Dengesi (Milyar ABD Doları)	-45.4	-75	-48	-59
Cari İşlemler Dengesi / GSYİH (%)	% -6.2	% -9.7	% 6.0	% -7.1
Gösterge Faiz (Bileşik, Yıl Sonu) (%)	% 7.1	% 11.0	% 6.16	% 8.50
Politika Faizi (1 Haftalık Repo) (%)	% 6.50	% 5.75	% 5.50	% 4.50
BİST - 100	66,004	51,267	78,208	82,430
ABD Doları / TL (Ortalama)	1.5004	1.67	1.7925	1.89
ABD Doları / TL (Yıl sonu)	1.5460	1.91	1.7826	1.98
Euro / ABD Doları (Yıl sonu)	1.34	1.30	1.32	1.31

Makroekonomik Göstergeler			
Büyüme	2012	2013	Dönemi
GSYİH (Milyar TL)	349.6	385.1	2.Çeyrek
Büyüme Oranı	% 2.8	% 4.4	2.Çeyrek
Üretim Göstergeleri	2012	2013	Dönemi
Sanayi Üretimi (Takvim Etkisinden Arındırılmış)	% 0,5	% 4,6	Temmuz
Kapasite Kullanımı (Mevsimsellikten Arındırılmış)	% 73,5	% 74,9	Eylül
İşsizlik Oranı (Mevsimsellikten Arındırılmış)	% 8.9	% 9.7	Haziran
Fiyat Göstergeleri	2012	2013	Dönemi
TÜFE Enflasyonu (Yıllık)	% 9,19	% 7.88	Eylül
ÜFE Enflasyonu (Yıllık)	% 4,03	% 6.23	Eylül
I Tanımlı Çekirdek Enflasyon (Yıllık)	% 6.68	% 6.96	Eylül
Bütçe Göstergeleri	2012	2013	Dönemi
Gelirler (Milyar TL)	30.2	31.9	Ağustos
Harcamalar (Milyar TL)	31.8	35.1	Ağustos
Bütçe Dengesi (Milyar TL)	-1.6	-3.1	Ağustos
Faiz Dışı Denge (Milyar TL)	4.2	4.4	Ağustos
Dış Denge	2012	2013	Dönemi
İhracat (Milyar ABD Doları)	12.8	11.2	Ağustos
İthalat (Milyar ABD Doları)	18.8	18.2	Ağustos
Dış Ticaret Dengesi (Milyar ABD Doları)	-6.0	-7.0	Ağustos
Cari İşlemler Dengesi (Milyar ABD Doları)	-4.1	-5.8	Temmuz
TCMB Döviz Rezervi (Milyar ABD Doları)	94.8	108.9	20 Eylül

Not: 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 - Eylül 2013

Emeklilik Fonu	Aylık Değişim (%) 01/09/2013 – 30/09/2013	Yılbaşından Beri Değişim (%) 01/01/2013 – 30/09/2013	Yıllık Değişim (%) 30/09/2012 – 30/09/2013
Likit Karma Fonu (HEP)	% 0,39	% 2,92	% 3,28
Kamu Borçlanma Fonu (HEK)	% 2,76	% 0,15	% 3,73
Karma Dış Borçlanma Fonu (HED)	% 3,32	% 4,40	% 4,84
Hisse Senedi Fonu (HES)	% 11,21	% -2,83	% 13,47
Esnek Fon (HEB)	% 5,24	% -0,13	% 6,23

Bu çalışma İş Portföy Yönetimi A.Ş. tarafından AXA HAYAT VE EMEKLİLİK A.Ş. için hazırlanmıştır.