

## TEMMUZ 2013 – FON BÜLTENİ

### Makro Bakış

#### 2013 yılı ilk çeyreği büyümesinde kuvvetli kamu etkisi göze çarpmakta...

2012 yılında iç talepte yaşanan sert daralma net ihracat kalemindeki kuvvetli yükseliş ile ikame edilmişti. Öte yandan, 2013 yılı ilk çeyreğinde Türk ekonomisinin beklentilerin üzerinde %3 büyümesinin ardındaki en önemli etken yüksek kamu yatırımları ve 2012 yılının aksine canlanan iç talep oldu. Kamu sektörü yatırımları yıllık bazda %82 artarken kamu harcamaları da %7,2 yükseldi ve böylece kamunun büyümeye toplam katkısı %2,9 seviyesinde gerçekleşti. İç tüketim %3 artarak büyümeye %2,1'lik katkı yaparken özel sektör yatırımları bu çeyrekte yıllık bazda %9,1 geriledi ve büyümeden %2,1 puan götürdü. Geçen yılın aksine ilk çeyrekte net ihracatta ise çok sınırlı bir yıllık artış gerçekleşti ve büyümeye katkısı olmadı.

Mayıs ayında toplam ihracat yıllık bazda %1,4 yükselişle 13,3 milyar dolar, ithalat ise yıllık bazda %6,7 artışla 23,2 milyar dolar olarak gerçekleşti. Nisan ve Mayıs aylarında yüklü altın ithalatı dikkat çekti. Öyle ki Mayıs'ta gerçekleşen 2,2 milyar dolar tutarındaki kıymetli maden alımını çıkardığımızda ithalattaki büyümenin %2 ile sınırlı olduğunu görüyoruz.

Geçen senenin Ekim ayından 2013 Mart'ına kadar geçen sürede tüketici güven endeksinin kesintisiz artıyor olduğunu gözlemlemiş ve bu sene ilk çeyreğinde talep yönlü bir büyüme beklentimiz olduğunu belirtmiştik. Arz tarafında ise sene boyunca seyreden düşük kapasite kullanım oranları ve bir türlü ivme kazanamayan sanayi üretim endeksi verileri gerileyen özel sektör yatırımlarına dair öncü sinyaller veriyordu. Yatırım iştahının genişleyici para politikası ve düşük faiz ortamı altında, yüksek kredi büyümesine ve verilen teşviklere rağmen artamamış olması düşündürücüdür. Bunda Avrupa'da devam eden resesyon ve MENA ülkelerine yapılan altın hariç ihracatın 2012 yılı son çeyreğinden başlayarak zayıflaması önemli olmuştur. Dolayısıyla ilk çeyrek büyümesinin sadece kamu aracılığıyla gerçekleşmiş olması önümüzdeki döneme dair büyüme dinamikleri adına takip edilmesi gereken bir konudur.

Zayıf geçen birinci çeyrek ardından, ikinci çeyreğin ilk verisi olması sebebiyle Nisan ayı sanayi üretim verisi önem taşımaktaydı. Nisan ayında takvim etkisinden arındırılmış sanayi üretimi bir önceki yılın aynı ayına göre %3,4 yükseldi. Sanayi üretiminde sadece ara mali üretimi katkılı zayıf büyüme gördüğümüz birinci çeyreğin aksine ikinci çeyreğin ilk ayı olan Nisan ayında dayanıksız tüketim malı imalatı başta olmak üzere tüm ana gruplarda ivmelenme söz konusudur. Haziran ayında gelen öncü üretim verilerine (PMI) bakıldığında ise Ocak ayından bu yana her geçen ay zayıflayan iş ikliminin bu ay sınırlı bir yükseliş göstermesi olumludur.

Mayıs ayında TÜFE %0,76 artarken ÜFE ise %1,46 yükseldi. Yıllık bazda TÜFE'nin artış hızı %8,30'e çıkarken, ÜFE'nin artış hızı ise %5,2'ye yükseldi. Gıda fiyatlarında yaşanan hızlı artış enflasyonun beklentilerin oldukça üzerinde gelmesine neden oldu. Ayrıca son dönemde global petrol fiyatlarındaki artış ve kurdaki yukarı yönlü hareketle doğru orantılı olarak ulaştırma endeksinin artması da enflasyon üzerinde etkili olmuştur. Merkez Bankası'nın yakından takip ettiği enerji, gıda ve alkolsüz içecekler, alkollü içkiler ile tütün ürünleri ve altın hariç çekirdek enflasyon endeksi (I) %5,6 ile yatay seyretmektedir.

### Global Görünüm

#### Parasal genişlemede Fed'ten somut sinyal geldi, piyasalar karıştı...

Haziran ayı tüm finansal piyasaların şiddetli şekilde dalgalandığı bir ay oldu. 22 Mayıs'ta Bermanke'nin Amerikan kongresinde yaptığı ekonomik görünüm konuşması ile başlayan riskli varlıklardan kaçış süreci Haziran ayında önce Fed para kurulu toplantısı sonrası yapılan açıklamalar, sonra da Çin bankacılık sistemindeki likidite ve batık krediler sorunları ile hızlanarak devam etti.

18-19 Haziran tarihli Fed para kurulu toplantıları sonunda Fed başkanı Bermanke Eylül ayından bu yana süregelen tahvil alımlarının azaltılacağına yönelik en somut sinyali verdi: Bermanke işgücü ve konut piyasası gelişmelerinde aşağı yönlü bir risk görülmediği takdirde aylık 85 milyar dolarlık alımların düşürülmesi için tarih önümüzdeki bir iki toplantı olarak açıkladı. Açıklamada dikkat çeken diğer bir nokta ise 2014 yılı ortalarında alım programının sonlandırılma ihtimalinin yükselmesi idi. Bu noktada komitenin ekonomik görünüm ve işgücü piyasasına yönelik aşağı yönlü riskleri programın başladığı sonbahar aylarına kıyasla daha düşük görmesi önemliydi. Fed'in Haziran ayı projeksiyonlarında bu yıl sonunda ekonomik büyümenin

%2,3 - %2,6, işsizliğin ise %7,2 - %7,3 aralıklarında gerçekleşmesi öngörüldü. Bilindiği gibi işsizliğin %6,5 değerine gerilemesi Fed'in %0'a yakın olan politika faizi için artırım yönünde gösterge niteliği taşımakta. Fed tahminlerine göre bu değere ancak 2014 yıl sonunda ulaşılacağı düşünüldüğünde piyasalar 2015 yılı başları için faiz artırım beklentisi içine girdiler. Haziran toplantısı sonrası gelen açıklamalar küresel piyasalarda ani bir satış dalgasını tetikledi. Global piyasalarda tahvil faizleri yükseldi: ABD'de 10 yıllık devlet tahvili faizleri bir hafta içerisinde toplantı öncesindeki %2,19 seviyesinden yaklaşık 50 baz puan artarak %2,67 seviyelerine kadar çıkarken diğer ülke bono faizlerini de beraberinde yükseltti. VIX endeksi (S&P 500 endeksinin önümüzdeki 1 ay içerisindeki volatilitasını ölçer) bir yılı aşkın süredir ilk kez 20'li değerlerin üzerine çıkmış oldu. Risk primi yükselen (Türkiye dahil) tüm gelişmekte olan piyasalardan sermaye çıkışları hız kazandı. Öyle ki MSCI gelişmekte olan piyasalar endeksi bir hafta içerisinde %7'nin üzerinde değer kaybetti.

Bu süreç içerisinde ünlü yatırım firmalarının Çin'in bu yılki büyüme tahminlerini %7,4 ile aşağıya çekmesi ve Çin Merkez Bankası'nın gölge bankacılık sisteminin yarattığı sorunlar neticesinde repo fonlamasını azaltabileceği yönündeki açıklamaları piyasalardaki mevcut tedirginliği daha da arttırdı. Bir haftalık fonlama maliyetleri %4'lerden %13'lere kadar yükselmişken Moody's'den gelen rapor ile Çin bankalarının yüksek seviyede seyreden takipteki kredi oranına dikkat çekilmesi piyasadaki risk algısı iyice yükseldi.

Fed'in toparlanma sinyallerinin aksine, Haziran ayında açıklanan veriler Amerikan ekonomisindeki kalıcı iyileşmeyi göstermekten uzak nitelikteydi. İlk çeyrek GSYH büyümesinin %1,8 olarak aşağı revize edilmesi ve bu revizyondaki ana sebebin tüketici harcamaları olması hayal kırıklığı yarattı. Tüketici güven endekslerinin Mart ayından bu yana yükseliyor olmasına rağmen kişisel harcamalardaki büyümenin Nisan ve Mayıs aylarında ilk çeyrek ortalamasının dahi altında gelmesi olumsuzdu. Talep tarafında baskı, yıllık %1 seviyesinde seyreden kişisel harcama enflasyonunda da kendini göstermekteydi. Üretim tarafında ise beklentilerin üzerinde gelen fabrika aktivitesi ve yeni sipariş endeksleri ile Eylül 2009'dan bu yana en düşük seviyeye gerileyen fabrika istihdamı verisi uyumsuz bir tablo sunmuş oldu. ABD'nin mevcut ekonomik durumda ve ikinci çeyrek büyüme tahminlerinin %1,7 seviyesinde seyrettiği bir ortamda Fed'in alım programının devamı üzerindeki beklentilerle oluşan dalgalanmalar bir süre daha devam edecektir.

## Yurt İçi Piyasalar

### TCMB'nın Finansal İstikrarı Koruma Çabaları Devam Ediyor...

Gelişmekte olan piyasalarda (EM), faizlerin ulaştıkları düşük seviyeyi daha fazla koruyamayacağına dair endişeler bu piyasaların kırılganlıklarını gözle görünür hale getirmektedir. Yüksek faiz getirisinden yararlanmak isteyen yatırımcıların gözünde gelişmekte olan ülkelerin cazibesi bu yönde artarken, bu ülkelerdeki risk primlerinin de yüksek olduğu unutulmamalıdır. Özellikle riskten kaçınma eğiliminin güçlendiği günümüz gibi dönemlerde ise sermaye çıkışını önleyebilen gelişmekte olan ülkeler, kırılganlıklarını da süratle tamir edebilen ülkeler olarak öne çıkmaktadır. Türkiye özelinde durum ele alındığında yüksek cari açık ve çoğu hedge edilmemiş banka dışı şirketlerin yaklaşık 150 milyar dolarlık açık döviz pozisyonunun ülkeyi muadili olabilecek doğu Avrupa ülkelerinden negatif ayıştırarak yüksek risk grubuna taşımaktadır.

Gevşek ve sıkı para politikası konusunda bir seçime gitmeye zorlanan Merkez Bankası Haziran ayı Para Politikası Kurulu (PPK) toplantısında politika faizi ve faiz koridoruna dokunmadı. PPK ihracatın zayıf küresel talebin etkisiyle yavaşlamakta olduğunu, fakat emtia fiyatlarındaki düşüşlerin de yardımıyla mevcut iktisadi aktivitenin cari açığın artması yönünde bir endişe yaratmadığı görüşünü bildirdi. Ancak TCMB, büyüme yönlü kaygılarla, gevşek para politikası uygulamaya devam ederse TL'deki değer kaybının ve kur geçişkenliğiyle birlikte ortaya çıkacak olan enflasyonun finansal istikrarı tehdit etme riskini de doğru gözlemlemiştir. Volatilitede oluşan yüksek seyir TL'nin desteklenmesi gerekliliğini ortaya çıkarmış ve TCMB TL likiditesi sağladığı günlerde döviz satım ihaleleriyle kura müdahalelerde bulunmuştur.

Haziran ayını 1,93 seviyesinde kapatan Dolar/TL ve 2,22 seviyesinde kapatan sepet kurunun ikinci çeyrek boyunca gördüğü değer kaybı sırasıyla %6,4 ve %7,5 seviyesine çıkmıştır. Yine bu dönemde gösterge tahvilin faizi %7,50 seviyesini aşarken uzun vadeli tahvillerde faizler %9 seviyelerine kadar yükselmiş, ancak ay sonunda %8,5 seviyesine gerilemiştir. BİST-100 endeksi ise Haziran ayını %11'lik kayıpla kapatmıştır.

MAKROEKONOMİK GÖSTERGE TAHMİNLERİ	2010	2011	2012	2013 Beklentisi
GSYİH (milyar TL)	1,099	1,298	1,417	1,570
GSYİH (milyar ABD Doları)	732	777	787	835
Büyüme Oranı (%)	% 9.20	% 8.50	% 2.20	% 3.60
TÜFE Enflasyon (yıllık) (%)	% 6.4	% 10.5	% 6.16	% 6.95
İhracat (milyar ABD Doları)	114	135	152	154
İthalat (milyar ABD Doları)	186	241	237	246
Dış Ticaret Dengesi (milyar ABD Doları)	-72	-106	-84	-92
Cari İşlemler Dengesi (milyar ABD Doları)	-46.6	-77	-47	-58
Cari İşlemler Dengesi / GSYİH (%)	% -6.4	% -9.9	% -6.0	% -6.9
Faiz (Gösterge, bileşik yıl sonu) (%)	% 7.1	% 11.0	% 6.16	% 7.30
Politika Faizi (%)	% 6.50	% 5.75	% 5.50	% 5.00
İMKB - 100	66,004	51,267	78,208	84,500
ABD Doları / TL (Ortalama)	1.5004	1.67	1.7925	1.88
ABD Doları / TL (Yıl sonu)	1.5460	1.91	1.7826	1.92
Euro / ABD Doları (Yıl sonu)	1.34	1.30	1.32	1.31

Makroekonomik göstergeler			
Büyüme	2012	2013	Dönemi
GSYİH (milyar)	326.9	357.9	1.Çeyrek
Büyüme Oranı	% 3.3	% 3.0	1.Çeyrek
Üretim Göstergeleri	2012	2013	Dönemi
Sanayi Üretimi	% 2.7	% 0.2	Nisan
Kapasite Kullanımı	% 74.6	% 74.8	Haziran
İşsizlik Oranı (mevsimsellikten arındırılmış)	% 9.2	% 9.2	Mart
Fiyat Görgeleri	2012	2013	Dönemi
TÜFE Enflasyonu (yıllık)	% 8.87	% 6.51	Haziran
ÜFE Enflasyonu (yıllık)	% 6.44	% 2.17	Haziran
I tanımlı Çekirdek Enflasyon (yıllık)	% 7.43	% 5.56	Haziran
Bütçe Göstergeleri	2012	2013	Dönemi
Gelirler (milyar TL)	30.8	30.5	Mayıs
Harcamalar (milyar TL)	26.2	29.9	Mayıs
Bütçe Dengesi (milyar TL)	4.6	0.6	Mayıs
Faiz Dışı Denge (milyar TL)	7.0	8.1	Mayıs
Dış Denge	2012	2013	Dönemi
İhracat (milyar ABD Doları)	13.1	13.3	Mayıs
İthalat (milyar ABD Doları)	21.8	23.2	Mayıs
Dış Ticaret Dengesi (milyar ABD Doları)	-8.7	-9.9	Mayıs
Cari İşlemler Dengesi (milyar ABD Doları)	-4.6	-8.2	Nisan
TCMB Döviz Rezervi (milyar ABD Doları)	82.4	107.6	21 Haziran

Not: Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada 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.

#### Emeklilik Fon Performansları - Haziran 2013

Emeklilik Fonu	Aylık Değişim (%) 01/06/2013- 30/06/2013	Yılbaşından Beri Değişim (%) 01/01/2013- 30/06/2013	Yıllık Değişim (%) 30/06/2012- 30/06/2013
Likit Karma Fonu (HEP)	% 0,26	% 1,69	% 2,50
Kamu Borçlanma Standart Fonu (HEK)	% -2,20	% -0,33	% 5,84
Karma Dış Borçlanma Fonu (HED)	% -2,56	% -0,33	% 1,47
Hisse Senedi Fonu (HES)	% -10,66	% -1,59	% 23,47
Esnek Fon (HEB)	% -4,32	% 0,50	% 10,97