

FON BÜLTENİ EKİM 2014

Makro Bakış

Büyümede vites küçültüldü...

2014 yılının ikinci çeyreğinde GSYH büyümesi, piyasa beklentisinin altında kalmış ve geçen senenin aynı dönemine göre %2,1'lik sınırlı bir artış göstermiştir. Bu 2012 ikinci yarısından bu yana oluşan en düşük çeyreklik büyüme performansıdır. "Çeyreklik bazda" ise 2012 yılı ilk çeyreğinden bu yana ilk kez %0,5'lik bir daralma gerçekleşmiştir. 2014 yılı ilk çeyrek büyümesi ise %4,7'ye revize edilmiştir. Veriyi dört çeyrek birikimli kıyasladığımızda ise büyüme hızının birinci çeyrekteki %4,5'ten %3,9'a tam 0,6 yüzde puanlık gerileme gösterdiğini görüyoruz. Gerilemedeki temel sebep ise daralan iç talep olmuştur. Yılın ilk çeyreğine dair büyüme istatistiklerinde şaşırtıcı olan nokta güçlü kalan özel tüketime kuvvetli bir net ihracat yardımının gelmiş olması idi. İkinci çeyrek büyümesi ise tamamen dış talep kanalıyla gerçekleşmiş durumdadır. Yapılan revizyonlar neticesinde 2013 yılı genelinde yıllık büyüme hızı ise %4,1'e revize edilmiştir.

2013 yılında Türk ekonomisinin lokomotifi %5,1 artan hanehalkı tüketimi olmuştur. Yılın son döneminde ve sonrasında Merkez Bankası'nın sıkı para politikası uygulaması ve hükümetin ekonomideki ısınmayı engellemek adına bir dizi makro ihtiyati tedbir alacağına dair beklentilerin artması ile birlikte hanehalkları tüketim ihtiyaçlarını öne almış, firmalar ise cazip faiz imkanlarını önden yüklemeli olarak kullanmışlardır. Bu gelişmelerin neticesinde biz 2014 yılında yeni bir "dengeleme hareketi"nin başlayacağını öngörmüştük. Merkez Bankası'nın Ocak ayında gerçekleştirdiği sıkılaştırma ile kredi maliyetlerinin artması, siyasi tansiyonun yarattığı belirsizlik ortamı içinde tüketici güveninin zayıflaması, alınan makro ihtiyati tedbirler neticesinde tüketici kredileri / kredi kartlarına getirilen yeni kısıtlamalar sonucunda 2014 yılında, özellikle de ikinci çeyrekte, iç talepte (tüketim ve yatırımlarda) zayıflama gerçekleşti. Hanehalkı tüketimi senenin ilk çeyreğinde bir evvelki çeyreğe kıyasla %1,1, ikinci çeyrekte ise %0,4 geriledi. Toplam sabit sermaye oluşumu 2013 yılında %4,2 büyürken, bu genişlemede aslan payı kamu sektörü inşaat yatırımlarına aitti. 2014 yılı ilk çeyreğinde ise sabit sermaye oluşumu -0,2% ile yatay seyrederken ikinci çeyrekte -3,5% daraldı. İlk çeyrekte kamu sektörü sermayesi yine inşaat yatırımları sayesinde büyürken özel sektörün sermaye stoğu %1,6 gerilemişti. İkinci çeyrekte ise hem kamu hem de özel sektör yatırımları daraldı.

Büyüme, özellikle de potansiyel büyüme önünde baş gösteren sorunlar hükümetin Ekim ayı içerisinde açıkladığı Orta Vadeli Plan'da (OVP) yer bulmuştur. İlk iki hedefi enflasyon ve cari denge olan yeni planda büyüme hedefleri de aşağı çekilmiştir. Geçen sene OVP'de sırasıyla %4 ve %5 olan 2014 ve 2015 yılı büyüme oranları %3,3 ve %4 seviyesine geriletmiştir. Biz İş Portföy olarak yılın son çeyreğinde iç talepteki toparlanmaya bağlı olarak büyümenin %3,8 olarak gerçekleşmesini bekliyorduk. Ancak son dönemdeki kurdaki gelişmeler ve jeopolitik riskler bizim büyüme tahminimizde yönelik aşağı yönlü risk oluşturmaktadır.

Global Görünüm

Eylül ayı FOMC toplantısı sonrası piyasalar karıştı ...

Eylül ayı başında San Francisco Fed tarafından yayımlanan bir araştırma notu, yatırımcıların Fed'in faiz artırımlarının zamanlaması ve hızı konusunda, para politikası yapıcılara kıyasla daha ılımlı kaldığını, bu durumun da finansal piyasalardaki risk algısını yüksettiğini ortaya koymuştur. Raporun yayınlanmasının hemen akabinde piyasalarda Fed'in çıkış stratejisine yönelik açıklamalarının yeterince doğru yorumlanmadığına dair bir genel görüş oluşmuş ve satış baskısı yaşanmıştır.

16-17 Eylül tarihlerinde gerçekleştirilen Fed Açık Piyasa Komitesi (FOMC) toplantısında revize edilen Fed tahminleri ise Eylül ayında finansal piyasalara damga vurdu. Fed yetkililerinin 2015 ve 2016 yılsonu politika faiz oranı tahminlerinde yükseliş olması, piyasanın faiz artırım beklentisinin daha düşük olduğuna yönelik görüşleri teyit etmiştir. 2015 yılsonu için faiz oranı tahmininin medyan değeri Haziran ayındaki %1,13 seviyesinden %1,38 seviyesine çıkmıştır. Bu durumu piyasalar ülke ekonomisinin hızla toparlanmaya başladığının bir göstergesi olarak algılamıştır. Fed'in faiz artırım tarihini öne çekeceği yönündeki beklenti ile dolar değer kazanmaya devam etmiştir. Zira ABD'de ikinci çeyrek yıllık GSYH büyümesi nihai olarak %4,6'ya revize edilmiştir. Bu oran 2011 yılının son çeyreğinden bu yana görülen en yüksek seviyeye işaret etmektedir. Üçüncü çeyreklik döneme dair açıklanan konut ve emek piyasası verileri de ekonomik aktivitede canlanmayı sergilemektedir. Fed Başkanı Janet Yellen toplantı sonrasında yaptığı ılımlı açıklamalarda, Fed'in varlık alım programının bitmesini takiben faiz artırımlarına "kayda değer" bir süre sonra başlanacağı ifadesinin belirli bir zaman dilimine tekabül etmediğinin altını çizmiştir. Ancak ABD ekonomisinde gelen büyüme sinyalleri ve güçlenen dolar Fed'in Avrupa ve Japonya merkez bankalarından çok daha önce, 2015'in ikinci yarısında faiz artışına başlayacağına işaret etmektedir.

Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB) Haziran ayında açıkladığı hedef odaklı uzun vadeli refinansman operasyonu (T-LTRO) programı çerçevesinde 18 Eylül'de gerçekleştirdiği ilk ihaleye finansal kuruluşlarından gelen talep 82,6 milyar Euro ile 150 milyar Euro civarındaki piyasa beklentisinin altında kalmıştır. Bu gelişme, düşük maliyetli finansman imkanının bölgede ekonomik aktivitenin toparlanması için yeterli olmayacağına yönelik görüşleri desteklemiştir. 2014 yılının ikinci operasyonu 11 Aralık'ta gerçekleştirilecektir. Asıl sorun fonlama arzından ziyade talebin canlanmıyor olmasıdır ve ikinci ihalenin de hayal kırıklığı yaratması sürpriz olmayacaktır.

ECB, 2 Ekim'de gerçekleştirdiği para politikası toplantısında faiz oranlarında değişiklik yapmamıştır. ECB Başkanı Draghi toplantı sonrası yaptığı açıklamada, Euro Bölgesi ekonomisine ilişkin risklerin net bir biçimde aşağı yönlü olduğunu ve ECB'nin ekonomiyi desteklemek için yılın son çeyreğinde (Haziran 2016'ya kadar sürmesi beklenen T-LTRO ihalelerine ek olarak) varlık alım programına başlayacağını duyurmuştur. Zira Euro Bölgesi'nde Eylül ayında yıllık enflasyon %0,3 ile dezenflasyon sinyalleri vermeye devam etmiştir. Varlık alım programının en az iki yıl sürmesinin planlandığını ifade eden Draghi, alınan tedbirlerin etkisiyle ECB'nin bilançosunun yeniden 2012'nin başındaki 3 trilyon euro seviyelerine ulaşacağını ve yıllık enflasyonun da orta vadede %2'lik hedefine yaklaşacağını ifade etmiştir. Bu önlemler enflasyonu istenilen seviyeye çıkarmada (ve büyümeyi güçlendirmede) yeterli olmadığı takdirde ek önlemler gelecektir.

Yurt İçi Piyasalar**Doların ateşi devam eder mi?**

ABD ekonomisinden gelen büyüme sinyalleri, Avrupa ve Japonya'dan gelen yavaşlama işaretleri ve gelişmekte olan ülkelerde artan jeopolitik riskler ile birleşince dolar endeksi son beş yılın en yüksek seviyesine çıkmış ve tüm küresel piyasalarda büyük bir çalkantı yaratmıştır. Fed henüz faiz artırımına gitmemiş, dahası bu yöndeki bir karar için takvim ve hedef de şu an için netleşmemiştir. Tam tersine Fed Başkanı Jannet Yellen piyasaları sakinleştirecek yönde iletişim kanallarını aktif kullanmaktadır. Dolayısıyla sorun faiz kararı değildir. Asıl sorun getirisini artırmak amacıyla yüksek kaldıraç alarak borçlanan küresel yatırımcıların artan riskler karşısında kendilerini korumak için emin liman olarak gördükleri yatırım araçlarına, yani ABD tahvillerine hücum etmesi ve parayı anavatanına döndürmesidir. Dolar cinsi borçlanarak gelişmekte olan ülke varlıklarında pozisyon alan yatırımcıların artan kur riskine karşı kendini korumaya çalışması Türk lirasının da içinde olduğu kırılgan gelişmekte olan ülke paralarında sert satışlara neden olmuştur. Özellikle bol ve ucuz likidite koşullarından en çok fayda sağladığı düşünülen Türkiye, Brezilya ve Güney Afrika gibi "kırılgan" ülkelerde bu baskı daha şiddetli hissedilmiştir. Eylül ayında TL dolar karşısında %5,4 değer kaybederken, MSCI Türkiye endeksi %12,1 değer yitirmiş, 2 yıllık gösterge tahvilin faizi ise 89 baz puanlık artış ile %9,95 seviyesine yükselmiştir.

Biz, önümüzdeki dönemde, Başkan Yellen, Başkan yardımcısı Fischer ve daimi üyelerden NY FED Başkanı Dudley'in başını çektikleri faiz artırım konusundaki ılımlı kampın vereceği sinyallerin FOMC projeksiyonlarından daha önemli olacağını düşünmekteyiz. Zira güçlü doların Amerikan ekonomisindeki toparlanmaya zarar verebileceğine dair endişeler öne sürülmektedir. Öte yandan deniz aşırı ülkelerdeki zayıf ekonomik performansın Amerikan ekonomisini olumsuz etkileme olasılığı Fed toplantılarında üzerinde durulan bir konudur. Bu gelişmeler Fed'in faiz artırımlarına başlamak için, şu aşamada çok da istekli olmadığını göstermesi açısından önemlidir. 2015 yılında FOMC üye kompozisyonundaki rotasyonla birlikte ılımlı üyelerin ağırlığının artacağı göz önüne alınırsa FED'in ilk faiz artırımının Haziran toplantısı öncesinde gelmeyeceğini ve sene sonunda da faiz seviyesinin %1,00'i geçmeyeceğini öngörmekteyiz. Bu görünümün Türk finansal varlıkları üzerindeki baskıyı görece hafif tutacağı kanısındayız. Ancak orta ve uzun vadede "değerli dolar" yönündeki görüşümüzü koruyoruz.

Öte yandan, Türkiye'nin kendine ait riskleri de azımsanmayacak seviyededir. İŞİD ile ilgili devam eden jeopolitik riskler piyasa üzerinde belirsizlik yaratmaktadır. Her ne kadar kredi değerlendirme kuruluşlarından Fitch ülke notunu ve görünümünü korumuş olsa da Aralık ayında bu sefer Moody's kararı bekleniyor olacak. Makro taraftaki temel sorun ise dizginlenemeyen enflasyondur. Merkez Bankası'nın Eylül ayı sonunda gerçekleştirdiği Para Politikası toplantısında faiz indirimine gitmemesi olumlu algılsa da mevcut para politikasının enflasyonla mücadele konusunda yeterince sıkı olup olmadığı tartışma konusudur. Yeni Orta Vadeli Plan (OVP)'da yer alan ve piyasaların merakla beklediği yapısal reformlar konusunda atılacak somut adımlar ise özellikle dış yatırımcılar nezdinde önemli görülmektedir.

MAKROEKONOMİK GÖSTERGE TAHMİNLERİ	2011	2012	2013	2014 Beklentisi
GSYİH (Milyar TL)	1.298	1.417	1.562	1.781
GSYİH (Milyar ABD Doları)	773	787	818	795
Büyüme Oranı (%)	% 8.8	% 2.1	% 4.0	% 3.8
TÜFE Enflasyonu (yıllık) (%)	% 10.5	% 6.2	% 7.4	% 9.9
İhracat (Milyar ABD Doları)	143.4	163.2	163.4	165.1
İthalat (Milyar ABD Doları)	232.5	228.6	-243.3	235.1
Dış Ticaret Dengesi (Milyar ABD Doları)	-89.1	-65.3	-79.8	-70.0
Cari İşlemler Dengesi (Milyar ABD Doları)	-75.1	-48.5	-64.9	-43.8
Cari İşlemler Dengesi / GSYİH (%)	% -9.7	% -6.2	% -7.9	% 5.5
Faiz (Gösterge, Bileşik, Yıl Sonu) (%)	% 11.04	% 6.16	% 10.03	% 9.50
Politika Faizi (%)	% 5.75	% 5.50	% 7.75	% 8.25
BİST - 100	51.267	78.208	67.802	83.200
ABD Doları / TL (Ortalama)	1.6790	1.8007	1.91	2.24
ABD Doları / TL (Yıl sonu)	1.8098	1.7862	2.13	2.22
Euro / ABD Doları (Yıl sonu)	1.30	1.32	1.38	1.24

2014 yılı İş Portföy Yönetimi A.Ş. tahminleridir.

Makroekonomik Göstergeler			
Büyüme	Dönemi	2013	2014
GSYİH (Milyar ABD Doları)	2. Çeyrek	820.9	795.7
Büyüme Oranı	2. Çeyrek	%4.6	% 2.1
Üretim Göstergeleri	Dönemi	2013	2014
Sanayi Üretimi (Takvim Etkisinden Arındırılmış)	Temmuz	% 3.9	% 3.6
Kapasite Kullanımı (Mevsimsellikten Arındırılmış)	Eylül	% 75.4	% 74.4
İşsizlik Oranı (Mevsimsellikten Arındırılmış)	Haziran	% 8.9	% 9.9
Fiyat Göstergeleri	Dönemi	2013	2014
TÜFE Enflasyonu (Yıllık)	Eylül	% 7.88	% 8.86
ÜFE Enflasyonu (Yıllık)	Eylül	% 6.23	% 9.84
Çekirdek Enflasyon (Yıllık)	Eylül	% 6.96	% 9.25
Bütçe Göstergeleri	Dönemi	2013	2014
Gelirler (Milyar TL)	Ocak-Ağustos	259.9	283.2
Harcamalar (Milyar TL)	Ocak-Ağustos	259.7	285.9
Bütçe Dengesi (Milyar TL)	Ocak-Ağustos	38.0	90.9
Faiz Dışı Denge (Milyar TL)	Ocak-Ağustos	0.2	-2.7
Dış Denge	Dönemi	2013	2014
İhracat (Milyar ABD Doları)	Ocak-Ağustos	99.3	104.9
İthalat (Milyar ABD Doları)	Ocak-Ağustos	167.0	159.1
Dış Ticaret Dengesi (Milyar ABD Doları)	Ocak-Ağustos	-67.7	-54.2
Cari İşlemler Dengesi (Milyar ABD Doları)	Ocak-Ağustos	-43.3	-26.8

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 garantisiz 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 (%) 31/08/2014 - 30/09/2014 (*)	Yılbaşından Beri Değişim (%) 31/12/2013 - 30/09/2014 (*)	Yıllık Değişim (%) 30/09/2013 - 30/09/2014 (*)
Likit Fon (HEP)	% 0.61	% 6.31	% 7.83
Kamu Borçlanma Standart Fonu (HEK)	% -1.67	% 5.95	% 4.99
Kamu Dış Borçlanma Fonu (HED)	% 1.60	% 8.78	% 13.61
Esnek Fon (HEB)	% -2.66	% 7.08	% 3.63
Hisse Senedi Fonu (HES)	% -6.00	% 11.86	% 1.97
Katkı Fonu (HET)	% 1.65	% 7.25	% 6.20
Alternatif Esnek Fon (HEE)**	% -0.61	% 6.25	% 8.91
Alternatif Katkı Fonu (HER)**	% -0.73	% 9.18	% 10.60
Altın Fonu (HEA)**	% -0.79	% 4.27	% -4.87

(*) 01/10/2014 Tarihli uygulama fiyatı dikkate alınmıştır.

(**) HER, Fonu yıl içinde kayda alındığı için yıllık değişim oranında halka arz tarihinden itibaren oluşan fiyat değişimi belirtilmiştir.

AXA HAYAT VE EMEKLİLİK A.Ş.

Meclisi Mebusan Cad. No: 15 Salıpazarı 34433 İstanbul Türkiye Tel: 0 212 334 24 24 www.axahayatemeklilik.com.tr iletisim@axasigorta.com.tr
Ticaret Sicil No: 328116 Büyük Mükellefler V.D.: 092 00 000 19