

FON BÜLTENİ - ARALIK 2014

Makro Bakış

2015 yılına dair beklentilerimiz, makro ekonomide olumlu bir tabloya işaret ediyor.

Önümüzdeki döneme bakıldığında, ABD dışındaki gelişmiş ülkelerde para politikasının gevşek seyreteceğine devam etmesi, ABD Merkez Bankası'nın ise para politikasında normalleşme sürecini devam ettirerek 2015 yılı ikinci yarısında faiz artırımlarına başlaması beklenmektedir. Fed'in faiz artırımını sınırlı tutacağı ve yıl sonunda yüzde 1 oranını aşmayacağı tahmin edilmektedir. Gelişmekte olan ülkeler grubunda da para politikasının çoğunlukla gevşek seyredeceği düşünülmektedir. Gelecek yıl Fed'in olası faiz artırımının Amerikan Doları'nı kuvvetlendirmesi ve sermaye hareketleri üzerindeki oynaklığı yükseltmesi muhtemeldir. Ancak ECB ve BoJ'un kapsamlı parasal genişleme politikalarının bu oynaklığı kısmen telafi etmesi öngörülmektedir. Öte yandan, iktisadi faaliyetteki zayıf seyirin uzuyor olması küresel para politikalarındaki normalleşme sürecinin ötelenme olasılığını da güçlendirmektedir. Bu görüşten hareketle, 2015 yılında gelişmekte olan ülkelere yönelik özel sermaye akımlarının sınırlı bir düşüşle gerileyeceği varsayılmaktadır.

Çin başta olmak üzere, gelişmekte olan ülkelerde öngörülen yavaşlama eğiliminin devam edeceği ve zayıflayan endüstriyel hammadde talebi ile emtia fiyatlarındaki mevcut düşüşün sürmesi beklenmektedir. Ham petrol fiyatlarında mevcut düşük seviyenin yıl boyunca devam edeceği ve petrol ithalatçısı ülkelerin ticaret hadlerindeki olumlu patika içerisinde bu ülkelerin diğerlerinden ayrışacağı öngörülmektedir. Öte yandan Ukrayna ve Orta Doğu'daki jeopolitik risklerin iktisadi faaliyet üzerindeki yansımalarının sınırlı düzeyde kalacağı düşünülmektedir. 2015 yılında Orta Vadeli Program'a sadık kalınacağı ve sene ortasında yapılacak genel seçimin kamu maliyesi üzerinde olumsuz etkisi olmayacağı düşünülmektedir. Bu sebeplerle Türkiye'nin yatırım yapılabilir seviyedeki kredi notunu koruyacağı ve ülkeye yönelik sermaye akımlarında dönemsel çıkışlar olsa bile bu hareketlerin makroekonomik dengede sistemik bir risk yaratmayacağı beklenmektedir.

Önümüzdeki yıl Türkiye ekonomisinin yüzde 3,5 oranında büyümesi ve büyüme kompozisyonunun iç talebe yönelerek bir miktar değişmesi beklenmektedir. Kredi hacminin yıllık artış hızının yüzde 16-17 bandında gerçekleşmesi öngörülmektedir. 2015 yılında küresel büyüme beklentisinin daha yukarıda olması ve yurtiçinde mevcut düşük faiz ortamının devamı yatırım talebini destekleyecektir. Net ihracat katkısının da yavaşlamakla birlikte pozitif seviyede kalması muhtemeldir. Çin ve Euro bölgesinde 2014 yılında oluşan yavaşlamanın 2015 yılında da devam etmesi ve ABD öncülüğünde başlayan toparlanmanın kesintiye uğraması ise büyüme tahminimiz açısından risk oluşturacak faktörlerdir.

Küresel ekonomideki zayıf görünüm ve OPEC'in üretim miktarını azaltmaması sebebiyle petrol fiyatlarının 2015 yılı ilk yarısında baskı altında kalmaya devam etmesi beklenmektedir. Bu düşüş, enerji ithalatçısı konumundaki Türkiye'nin ekonomisine önemli katkı sağlamaktadır. Türkiye'nin yıllık enerji ithalatı yaklaşık 56 milyar dolar düzeyindedir. Bunun yaklaşık 35 milyar dolarlık kısmını petrol ithalatı oluşturmakta, her 10 dolarlık düşüş enerji ithalatında 3,5 milyar dolarlık bir azalma sağlamaktadır. Dengelenme sürecinde yavaşlama beklentisine rağmen 2015 yılında dış ticaret hadlerindeki olumlu gelişmeler cari dengedeki olumlu görünümü destekleyecektir. Düşük petrol fiyatlarının bu seviyelerde kalması 2015 yılı cari işlemler açık beklentisine yönelik aşağı yönlü risk oluşturmaktadır. 2015 yılı için cari işlemler açığının 43 milyar dolar seviyesinde oluşması beklenmektedir.

2015 yılı ilk yarısı sonunda, baz etkisiyle tüketici enflasyonunun yüzde 6 seviyesine düşmesi öngörülmektedir. Gıda fiyatlarının uzun vadeli ortalamasına yaklaşması (beklentimiz yüzde 8,5'tir) ve kurun enflasyon üzerinde yarattığı olumsuz etkinin ortadan kalkması enflasyon oranlarındaki iyileşmenin temelini oluşturmaktadır. 2015 yılı sonunda enflasyonun Merkez Bankası'nın yüzde 6,1'lik hedefinin üzerinde kalarak yüzde 7,1 olarak gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Petrol fiyatlarının uzun süre düşük seviyelerde kalması 2015 yılında beklenen doğalgaz ve elektrik fiyatlarının ertelenmesine neden olacaktır. Bu durum enflasyon tahmininde aşağı yönlü risk yaratabilecektir.

Global Görünüm

Amerikan ekonomisi toparlanmaya devam ederken, Euro Bölgesi ve Japonya sendeliyor.

ABD'de daha önce %3,5 olarak açıklanan 3. çeyrek GSYİH büyümesi %3,9 olarak revize edilmiştir. Büyüme verisindeki yukarı yönlü revizyona karşın, büyüme kırımlarının piyasa beklentilerini karşılamadığı görülmüştür. Bu ise ABD Merkez Bankası'nın (Fed) faiz artırımına gitmek için aceleci davranmayacağı yönündeki görüşlere ağırlık kazandırmıştır.

Euro Bölgesi'nde düşük enflasyon endişeleri etkili olmaya devam etmiştir. Kasım'da yıllık enflasyon öncü verilere göre %0,3 olmuştur. Diğer taraftan, bölgede üçüncü çeyrek büyümesi, çeyreklik bazda %0,2 ile piyasa beklentisinin çok az üzerinde gerçekleşmiştir. Büyüme verileri ülkeler bazında incelendiğinde, Almanya'nın %0,1 ile beklentilere paralel büyüdüğü, Fransa'nın %0,3 ile tahminleri aşan bir performans sergilediği, İtalya'nın ise teknik olarak resesyona girdiği görülmüştür. Almanya'nın öncü PMI imalat verisi de Kasım ayında 49,5 seviyesine gerileyerek zayıf görünümün devam ettiğini göstermiştir. Nisan ayından itibaren gerileyen IFO iş dünyası güven endeksinin ise Kasım ayında yükselmiş olması, üçüncü çeyrek büyümesinde zayıf seyreden yatırım harcamalarının son çeyrekte toparlanması açısından olumludur.

Bölgedeki ekonomik görünüme ilişkin endişelerin artması, piyasaların Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB) alacağı kararlara odaklanmasına neden olmaktadır. ECB 6 Kasım'daki para politikası toplantısında herhangi bir değişiklik kararı almamıştır. ECB Başkanı Mario Draghi, toplantı sonrası yaptığı açıklamada, Merkez Bankası bilançosunun önümüzdeki iki yıl içerisinde yaklaşık 1 trilyon Euro artacağı yönündeki açıklamasını yinelemiştir. Eylül ayında hedefe dayalı uzun vadeli refinansman operasyonları (TLTRO) çerçevesinde bankalara 83 milyar Euro tutarında fon sağlayan ECB, 20 Ekim'den itibaren gerçekleştirdiği teminatlı tahvil (covered bond) alımlarıyla, 28 Kasım itibarıyla piyasalara toplam 17,8 milyar Euro tutarında likidite sağlamıştır. Ancak, bu adımların bilanço büyüklüğünü hedeflenen boyutta artırma konusunda yetersiz kalacağı ve yeni tedbirlerle ihtiyaç duyulacağı yönündeki görüşler sıklıkla gündeme gelmektedir. Başkan Draghi, 5 Aralık toplantısı sonrasında yaptığı açıklamalarda, gerekli görülmesi halinde varlık programının kapsamına devlet tahvillerinin dahil edilmesinin de söz konusu olabileceğini ve bu yönde bir karar alma yolunda komite içinde oybirliğine gerek olmadığını belirtmiştir.

Çin Merkez Bankası, ekonomik aktivitedeki yavaşlama ve Yen'de süregelen değer kaybı ile kaybolan rekabet gücü gibi faktörlerle sürpriz bir faiz indirimi gerçekleştirmiştir. 1 yıl vadeli gösterge kredi faiz oranını 40 baz puan indirirken, 1 yıl vadeli gösterge mevduat faiz oranını 25 baz puan düşürmüştür. Banka bu hareketiyle, Çin ekonomisindeki yavaşlama ihtimaline karşılık iç tüketimi canlandırarak büyümeye destek vermeyi hedeflemiştir.

Yılın üçüncü çeyreğinde, Japon ekonomisi %1,6 küçülmüş ve teknik anlamda resesyona girmiştir. Her ne kadar iki dönem üst üste küçülmede satış vergilerindeki artışlar etkili olsa da, uygulamadaki parasal genişleme politikalarının reel ekonomiye faydası tekrar tartışılmaya başlanmıştır. Dolar/yen paritesi 120 kritik seviyesine doğru ilerlerken, Ekim ayı ortasında rallisine başlayan Nikkei borsası da yeni zirvelerini test etmiştir.

Brent türü ham petrolün varil fiyatı, Haziran ayında ulaştığı 115,3 USD seviyesinden %38 oranında gerileyerek 28 Kasım itibarıyla 69 USD seviyesine kadar inmiştir. Bu düşüşte, özellikle uluslararası enerji kuruluşlarının önümüzdeki yıllara ilişkin petrol talebi tahminlerinde aşağı yönlü revizyona gitmesi ile Kuzey Amerika kaynaklı arz artışı öngörülerini etkili olmuştur. Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü (OPEC) üyesi ülkelere Suudi Arabistan ve İran gibi petrol arzında önemli ağırlığa sahip olan ülkelerin üretimlerini düşürmeyeceklerini açıklamalarının ardından, OPEC'in 27 Kasım'daki toplantısında petrol üretiminde değişiklik yapmama kararı alması da petrol fiyatları üzerindeki aşağı yönlü baskıyı artırmıştır.

Yurtiçi Piyasalar

Kasım ayında Türk varlıkları dünya piyasalarından pozitif ayrılmaya devam etti.

Kasım ayı başında ABD'de açıklanan işgücü piyasalarına ilişkin olumlu veriler Fed'in faiz artırımına beklentilerden erken gidebileceği endişesinin yeniden gündeme gelmesine yol açmıştır. Bu durum, aralarında Türkiye'nin de yer aldığı gelişmekte olan ülkelere yönelik risk algısının bozulmasına neden olmuş ve Kasım ayının ilk haftasında Türkiye'nin risk göstergeleri yukarı yönlü bir seyir izlemiştir. TL dolar karşısında değer kaybetmiş ve BİST-100 endeksinde hızlı değer kayıpları gözlenmiştir.

Ekim ayında Türkiye algısının olumluya dönmesinde önemli etken olan petrol fiyatlarındaki düşüşün hızlanması ise Kasım ayı ortalarında Türk varlıklarına olan ilginin artmasına neden olmuştur. Petrol fiyatlarında Kasım ayında %18'e ulaşan düşüş görülürken, Haziran ayından bu yana gerileme %38'e ulaşmıştır. OPEC toplantısından petrol üretiminin azaltılmasına yönelik bir kararın çıkmaması, petrol fiyatlarındaki zayıf seyrin devam etme beklentisini kuvvetlendirmiştir. Başta Çin olmak üzere, ABD dışındaki büyük ekonomilerde yavaşlama endişelerinin öne çıkması ve arz fazlası petrol fiyatlarının baskı altında kalmasına neden olmuştur. Nitekim, Çin Merkez Bankası (PboC) ekonomik aktivitedeki yavaşlamaya bağlı olarak faiz oranlarında sürpriz bir indirime gitmiş ve küresel faiz oranlarındaki düşük seyre destek vermiştir. Bu gelişmeler neticesinde Türk varlıkları olumlu yönde ayrılmıştır. Borsa İstanbul ise %6,9 getiri ile 85.000 puan seviyesinin üzerine çıkmış ve Çin Borsası'ndan sonra en fazla getiri sağlayan borsalar arasında yer almıştır.

Tahvil-bono piyasasında faiz oranları bu dönemde gerilemeye devam etmiştir. Kasım ayı başında yatay seyreden 2 yıl vadeli gösterge tahvilin faiz oranı da Türkiye'ye ilişkin beklentilerin iyileşmesi paralelinde artan risk iştahına bağlı olarak aşağı yönlü bir seyir izleyerek, bir yılı aşkın sürenin en düşük düzeyine gerilemiştir. 2 yıl vadeli gösterge tahvilin faiz oranı 28 Kasım itibarıyla Ekim sonuna göre 100 baz puan, 2013 yıl sonuna göre de 254 baz puan gerileyerek %7,56 seviyesinde gerçekleşmiştir.

Gıda fiyatlarındaki yüksek seyrin enflasyon görünümündeki iyileşmeyi geciktirdiğini belirten TCMB, 20 Kasım'da gerçekleştirdiği Para Politikası Kurulu toplantısında politika faiz oranını %8,25'te bırakmış ve sıkı para politikası duruşunu korumuştur. Karar sonrası tahvil piyasasındaki ralli hızlanmıştır. Merkez Bankası'nın, Aralık ayında başlamak üzere politika faizinde indirim yapması beklenmektedir.

MAKROEKONOMİK GÖSTERGE TAHMİNLERİ	2010	2011	2012	2013	2014 Beklentileri	2015 Beklentileri
GSYİH (Milyar TL)	1.099	1.298	1.417	1.562	1.759	1.949
GSYİH (Milyar ABD Doları)	730	773	787	818	804	861
Büyüme Oranı (%)	%9,2	%8,8	%2,1	%4,0	%3,4	%3,5
TÜFE Enflasyonu (Yıllık) (%)	%6,4	%10,5	%6,2	%7,4	%8,9	%7,1
İhracat (f.o.b., Milyar ABD Doları)	120.9	143.4	163.2	151.8	159.1	166.7
İthalat (c.i.f., Milyar ABD Doları)	177.3	232.5	228.6	-251,7	245.2	251.7
Dış Ticaret Dengesi (Milyar ABD Doları)	-56.4	-89.1	-65.3	-79.8	-86.1	-85.0
Cari İşlemler Dengesi (Milyar ABD Doları)	-45.4	-75.1	-48.5	-65.0	45.3	43.4
Cari İşlemler Dengesi/GSYİH (%)	-%6,2	-%9,7	-%6,2	-%7,9	%5,6	%5,0
Faiz (Gösterge. Bileşik. Yıl Sonu) (%)	%7,1	%11,0	%6,2	%10,0	%7,75	%8,00
Politika Faizi (%)	%6,5	%5,8	%5,5	%4,5	%8,00	%7,25
Marjinal Gecelik Fonlama Faizi (%)	%9,0	%12,5	%9,0	%7,8	%10,00	%9,25
BİST-100	66.004	51.267	78.208	67.802	86.000	97.200
ABD Doları/TL (Ortalama)	1.50	1.68	1.80	1.91	2.19	2.27
ABD Doları/TL (Yıl sonu)	1.55	1.81	1.79	2.13	2.22	2.36
Euro/ABD Doları (Yıl sonu)	1.34	1.30	1.32	1.38	1.24	1.20

2014 ve 2015 yıllarına dair İş Portföy Yönetimi A.Ş. tahminleridir.

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

Makroekonomik Göstergeler			
Büyüme	Dönemi	2013	2014
GSYİH (Yıllık Birikimli, Milyar ABD Doları)	2. Çeyrek	820.9	795.7
Büyüme Oranı (Yıllık)	2. Çeyrek	%4,6	%2,1
Üretim Göstergeleri	Dönemi	2013	2014
Sanayi Üretimi (Takvim Etkisinden Arındırılmış)	Eylül	%6,5	%2,2
Kapasite Kullanımı (Mevsimsellikten Arındırılmış)	Kasım	%74,9	%74,0
İşsizlik Oranı (Mevsimsellikten Arındırılmış)	Ağustos	%9,3	%10,4
Fiyat Göstergeleri (Yıllık)	Dönemi	2013	2014
TÜFE Enflasyonu	Kasım	%7,32	%9,15
ÜFE Enflasyonu	Kasım	%6,91	%8,65
Çekirdek Enflasyon	Kasım	%7,22	%9,03
Bütçe Göstergeleri (Milyar TL)	Dönemi	2013	2014
Gelirler	Ocak-Ekim	320.1	347.7
Harcamalar	Ocak-Ekim	327.7	362.6
Bütçe Dengesi	Ocak-Ekim	38.6	30.3
Faiz Dışı Denge	Ocak-Ekim	-7.7	-14.9
Dış Denge (Milyar ABD Doları)	Dönemi	2013	2014
İhracat	Ocak-Ekim	124.4	131.4
İthalat	Ocak-Ekim	207.1	199.0
Dış Ticaret Dengesi	Ocak-Ekim	-82.7	-67.6
Cari İşlemler Dengesi	Ocak-Eylül	-49.2	-30.9

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 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 (%) 31/10/2014 - 28/11/2014 (*)	Yılbaşından Beri Değişim (%) 31/12/2013 - 28/11/2014 (*)	Yıllık Değişim (%) 29/11/2013 - 28/11/2014 (*)
Likit Fon (HEP)	%0,63	%7,80	%8,47
Kamu Borçlanma Standart Fonu (HEK)	%2,58	%13,11	%11,42
Kamu Dış Borçlanma Fonu (HED)	%1,52	%9,54	%14,72
Esnek Fon (HEB)	%4,56	%17,31	%12,09
Hisse Senedi Fonu (HES)	%8,20	%29,98	%16,35
Katkı Fonu (HET)	%2,85	%15,16	%13,03
Alternatif Esnek Fon (HEE)	%3,11	%12,44	%10,83
Alternatif Katkı Fonu (HER)	%1,17	%11,57	%11,95
Altın Fonu (HEA)	%1,28	-%0,34	%2,28

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