

FON BÜLTENİ - MART 2015

Makro Bakış

2015 yılında iktisadi görünüm olumsuz evriliyor.

2015 yılı Ocak ayında dış ticaret açığı, yüksek altın ihracatı ve gerilemekte olan enerji ithalatı ile bir miktar kapanmıştır. Ancak altın hariç mal bazında dengelenme sürecinde 2014 yılının son çeyreğinde ve 2015 başında herhangi bir iyileşme gerçekleşmediği görülmüştür. İhracat tarafında kaydedilen %7,1'lik aylık artış, 1,3 milyar dolarlık altın ihracatı sayesinde gerçekleşmiştir. İhracat sektörlerinin 2014 yılı ilk üç çeyreğinde gösterdiği görece kuvvetli performans Kasım ayında ciddi yara almış, Aralık ayında ise daha iyimser bir tablo yıla umutla girilmesini sağlamıştır. Ancak Ocak ayında %9,5 gerileyen altın hariç ihracattan da anlaşılacağı üzere dış talepte önemli bir daralma söz konusu olmuştur. Örneğin, tüketim malları ihracatında görülen yıllık bazda %2,9'luk düşüş son 29 ayda ve altın hariç ara malları ihracatında kaydedilen %18,2'lik düşüş son 64 ayda kaydedilen en kötü performanslar olmuştur. Bu iki ana grubun toplam ihracattaki ağırlığı yaklaşık %90'dır. İmalat sanayi ürünlerinin toplam ihracattaki payının ise %93 olduğu düşünüldüğünde dış talepteki bu yavaşlamanın imalat sanayini de olumsuz etkilemesi kaçınılmazdır. Zira Markit firmasının düzenlenen satın alma müdürleri (PMI) endeksi kırılımlarından "yeni ihracat siparişleri" endeksi Ocak ve Şubat aylarında küçülme sinyali vermiştir. Bu dönemde dış talepteki zayıf seyrin yavaşlatıcı etkileri daha net görülürken, iç talepteki ivmelenmenin henüz yeterli düzeyde olmaması da iktisadi faaliyetin güçlü bir toparlanma sergilemesini engellemektedir.

İthalat tarafında, 2014 yılının Aralık ayında, hem yıllık bazda (%8,7) hem de aylık bazda (%8,5) senenin en yüksek gerilemesi söz konusu olmuştur. Ocak ayında ise yıllık bazda %11,3'lük düşüş göze çarpmaktadır. Bu görünümde enerji ithalatı öne çıkmaktadır. Eylül ayından bu yana yıllık bazda her ay artan bir hızla gerileyen enerji ithalatı Ocak ayında %24,5 düşmüştür. Son beş ayda enerji ithalatı 2,7 milyar dolar gerilemiş olmasına karşılık ham petrol ithalatı yaklaşık 860 bin ton artmıştır. Öte yandan, ithalattaki zayıflamanın sadece enerji kaynaklı olduğu da düşünülmemelidir. Aralık ayında yıllık bazda %1,4 artış gösteren altın ve enerji hariç (çekirdek) ithalat Ocak ayında %9,2 gerilemiştir. Bu görünüm ise Ocak ayı bütçe gelirlerinde ithalden alınan KDV gelirlerindeki önemli düşüş ile uyumludur. Ayrıca tüketim malları ithalatında görülen %11'lik ve altın hariç ara malları ithalatında görülen %15,7'lik düşüşler, senenin hemen başında, iç talep adına karamsar bir görüntü çizmektedir. Bu dönemde tüketici güvenindeki zayıf seyir ise tüketim harcamalarını sınırlayan bir unsur olmuştur.

Şubat ayında tüketici fiyatları endeksi %0,71 oranında artış kaydetmiştir. Gıda fiyatlarında yüksek oranlı artışlar söz konusuysa, "gıda ve enerji dışı" mal fiyatlarında sınırlı bir düşüş gerçekleşmiştir. Olumsuz mevsim koşulları işlenmemiş gıda fiyatlarını yukarı çekmiş, taze sebze / meyve grubunda aylık %6,8 artış görülmüştür (geçen sene Şubat ayında bu grupta fiyatlar %6,1 gerilemiştir). Petrol fiyatlarında son dönemdeki tırmanışın tetiklemesi ile enerji fiyatları endeksi %1,1 yükselmiş, akaryakıt ürün fiyatlarındaki artış ile ulaştırma ana harcama grubunda aylık %1,8 oranında enflasyona sebep olmuştur. Son dönemde yüksek seyreden kur ve gıda fiyatlarındaki artış nedeniyle döviz endeksli olan mallardan kaynaklı olarak lokanta ve oteller ana harcama grubunda %11'lik aylık artış dikkat çekmiştir. Sonuç itibarıyla, Şubat yıllık TÜFE enflasyonu %7,6'ya yükselmiştir. Enflasyonun ana eğilimi, hizmet grubunda yükselmeye devam ederken, temel mallarda giyim grubu öncülüğünde gerilemiştir. Baz etkisinden dolayı bu oranın Mart ayıyla birlikte ivmelenerek gerilemesi olasıdır. Ancak, Türk Lirası'ndaki değer kaybının önümüzdeki dönemde fiyatlamaya davranışı üzerindeki olası olumsuz etkileri enflasyondaki düşüş eğilimini zayıflatabilir. Bu sebeple de Merkez Bankası'nın temkinli duruşunu sürdürmesi beklenmelidir.

Global Görünüm

FED Haziran'da faiz artırımına hazırlanırken ECB ekonomik beklentilerini güncellemiştir...

27-28 Ocak'ta gerçekleştirilen Amerikan Merkez Bankası (FED) para kurulu toplantısına dair yayınlanan tutanaklarda üyelerin birçoğu faiz artırımında aceleci olunmaması gerektiği yönünde görüş bildirmiş, bazı üyeler ise değerlendirme eğilimindeki doların doğuracağı risklere işaret etmiştir. Bu ilımlı görüşler piyasadaki risk eğilimini artırmıştır. FED Başkanı Janet Yellen'in 24-25 Şubat tarihlerinde Amerikan Kongresi'nde yaptığı değerlendirmeler de son dönemde küresel piyasalar tarafından yakından takip edilmiştir. Yellen, konuşmalarında ABD'de faiz artırımına ilişkin net bir sinyal vermezken, para politikasında normalleşmeye gitmede "sabırlı" olunacağı ifadesinin açıklama metninden çıkarılmasını izleyen toplantılarda ABD'de faiz artırımına başlayabileceğini belirtmiştir. Yellen'in yaptığı açıklamalar piyasalarda genel olarak ılımlı para politikası tutumunun sürdürüleceği yönünde algılanmıştır. Ancak, izleyen günlerde Fed yetkililerinin para politikasında normalleşmenin yakın bir dönemde gerçekleştirilmesi gerektiğine işaret eden değerlendirmeleri, ABD dolarının güçlenmesine neden olmuştur. Ocak ayı sonunda 1,13 olan EUR/USD paritesi 27 Şubat itibarıyla 1,12'nin altına sarkmıştır.

4. çeyrekte özel tüketim harcamaları kalemindeki hızlı yükseliş neticesinde ABD'de büyüme oranı %2,2 olarak gerçekleşmiştir. Son dönemde petrol başta olmak üzere emtia fiyatlarındaki düşüş ise ABD'de dezenflasyon sürecini tetiklemiştir. Bunun neticesinde manşet enflasyon Ocak ayında yıllık bazda %0,1 oranında gerilemiştir. Enerji ve gıda fiyatlarının hariç tutulduğu çekirdek TÜFE'deki yıllık artışın ise %1,6 düzeyinde gerçekleşmesi emtia fiyatlarındaki gerilemenin sepetteki diğer mallar ve servisler üzerinde pek etkili olmadığını göstermiştir. FED'in uzun vadeli hedefini %2,0 olarak belirlediği çekirdek kişisel tüketim harcamaları fiyat endeksindeki yıllık artış da bu dönemde %1,3 seviyesinde gerçekleşmiştir.

Ocak sonunda yapılan seçimlerden galibiyetle çıkan Syriza Partisi ile Eurogroup arasındaki görüşmeler olumlu sonuçlanmıştır. Yunanistan'ın, yaklaşık 2/3'ü uluslararası kurtarma programı fonlarına olmak üzere toplam 323 milyar Euro tutarında kamu borcu bulunmaktadır. 20 Şubat tarihinde yapılan açıklamada kurtarma paketinin süresi 4 ay için uzatılmıştır. Bunun karşılığında ise ülkenin geçiş tüm taahhütlerine bağlı kalacağı, yeni hükümetin ekonomik toparlanmaya ve mali istikrara zarar verecek tek taraflı adımlardan kaçınacağı ifade edilmiştir.

Avrupa Merkez Bankası (ECB) tarihinde ilk kez para kurulu toplantı tutanaklarını yayımlamaya başlamıştır. 60 milyar Euro'luk tahvil alımına ilişkin kararın alındığı Ocak ayı toplantısına ilişkin tutanaklar, üyelerin çoğunluğunun devlet tahvili alımlarının ekonomide istenilen etkiyi yaratmak için gerekli olduğu konusunda hemfikir olduğunu göstermiştir. 5 Mart tarihinde yapılan toplantıda ise para kurulu üyeleri ekonomik görünümün toparlandığını ve Ocak ayında alınan kararların bu konuda yardımcı olduğunu belirtmişlerdir. Euro Bölgesi'ne dair iktisadi projeksiyonlar bu toplantıda revize edilmiştir. ECB büyüme üzerini 2015 için tahmini %1,5; 2016 için ise %1,9'a revize ederken, 2017 için açıklanan büyüme tahmini %2,1 olmuştur. Dolayısıyla, ekonomideki aşağı yönlü risklerin azaldığını belirtmiştir. Enflasyon tarafında ise fiyat artışlarının 2015'te %0; 2016'da %1,5; 2017'de ise %1,8 olarak gerçekleşmesi beklenmektedir. ECB önceki toplantılarında 2016 Eylül ayına dek tahvil alımlarının sürdürüleceğini söylemiştir. Ancak enflasyon gelişmelerinin tahminlerden uzaklaşması halinde ECB'nin 2017 yılında da tahvil alımını sürdürmesi beklenmektedir.

Öte yandan, gelişmekte olan ülkelerdeki faiz politikaların birbirlerinden ayrıştığı görülmektedir. Hindistan Merkez Bankası'nın faiz indirimine gitmesi sonrasında Brezilya Merkez Bankası politika faizini yarım puan artırmıştır. Polonya Merkez Bankası ise politika faizinde yarım puan indirime gitmiştir. Bu aksiyonlar, önümüzdeki dönemde gelişen ülkelere yönelik görünümün ve piyasa algısının farklılaşmasını beraberinde getirecektir.

Yurtiçi Piyasalar

Şubat ayında USD/TL kur rekoru yenilendi.

Şubat ayı başında, ABD'de tarım dışı istihdam verilerinin beklentilerden daha olumlu bir görünüm sergilemesi ve Yunanistan'ın Euro Bölgesi'nden çıkabileceğine yönelik endişelerin gündeme gelmesi Türkiye'nin de aralarında bulunduğu gelişmekte olan ülkelere yönelik risk algısının bozulmasına neden olmuştur. Şubat ayı ortasında ise, Yunanistan görüşmelerine yönelik iyimser beklentilerin gündeme gelmesi ve Ukrayna hükümeti ile Rusya arasında ateşkes anlaşması imzalanması risk algısının bir miktar iyileşmesini sağlamıştır. Ayın son haftasında FED Başkanı Yellen'in açıklamaları da küresel piyasaları olumlu yönde etkilemiştir. Yurt içi piyasaların seyrinde ise, bu gelişmelerin yanı sıra, TCMB'nin faiz indirim kararı ile birlikte para politikası kararlarına yönelik değerlendirmeler belirleyici olmuştur. Ancak Türk finansal varlık fiyatlarının seyrinde Merkez Bankası'nın aldığı faiz kararı üzerine yürütme erkinden gelen eleştiriler damga vurmuştur.

TCMB, 24 Şubat'ta gerçekleştirdiği Para Politikası Kurulu toplantısında politika faizi olan 1 hafta vadeli repo ihale faiz oranını 25 baz puan düşürerek %7,5'e indirmiştir. Faiz koridorunun üst ve alt bantlarında da indirmeye giden TCMB, borç verme faiz oranını %11,25'ten %10,75'e, gecelik borçlanma faiz oranını ise %7,5'ten %7,25'e çekmiştir. Ayrıca, piyasa yapıcısı bankalara repo işlemleri yoluyla tanınan borçlanma imkânı faiz oranı da %10,75'ten %10,25'e düşürülmüştür. Faiz indirimlerini "ölçülü" olarak nitelendiren TCMB, çekirdek enflasyon göstergelerinin ve enflasyon beklentilerinin olumlu seyrine dikkat çekmiş, çekirdek enflasyon göstergelerindeki iyileşmenin önümüzdeki dönemde de sürmesinin beklendiğini ifade etmiştir. Öte yandan, TCMB'nin "para politikasındaki sıkı duruş sürdürülecektir." ifadesinin yerine "para politikasında temkinli duruş sürdürülecektir." ifadesini kullanması dikkat çekmiştir.

Şubat ayı başından itibaren yukarı yönlü bir seyir izleyen USD/TL kuru, yurt içinde para politikası kararlarına ilişkin değerlendirmelerin gündeme gelmesiyle artış ivmesini artırmış ve 27 Şubat'ta gün içinde 2,5270 ile tarihi yüksek seviyeye ulaşmıştır. TCMB, 27 Şubat 2015 tarihinden itibaren döviz piyasasındaki koşullara göre döviz satım ihalesi tutarının günlük olarak belirleneceğini duyurmuştur. Aşırı oynaklık olması halinde gerekli görülen günlerde döviz satım tutarının bir gün önceden ilan edilen asgari tutarın %50 fazlasına kadar artırılacağı belirtilmiştir. Banka'nın günlük döviz satım ihalesi kapsamında yaptığı değişiklikler, TL'nin kayıplarını bir miktar telafi etmesini sağlamış ve USD/TL kuru Şubat ayını 2,5080 seviyesinden kapatmıştır. Ancak 6 Mart tarihinde kuvvetli gelen Amerikan tarım dışı istihdam verisi sonrası USD/TL kuru 2,64 seviyesini kırmıştır.

Yurt içinde döviz piyasasında TL üzerinde görülen baskı, tahvil piyasasını da etkilemiştir. Kısa vadeli tahvil faizlerinde ciddi bir satış baskısı görülmezken, 3 yıl ve daha uzun vadelerde ise TL'deki değer kaybının enflasyon üzerinde yaratacağı olumsuz etkilerin fiyatlanmaya başlamasıyla satışlar artmıştır. Buna ek olarak yükselen ABD tahvil faizleri de uzun vadeli tahviller üzerindeki risk primini artırmıştır. Şubat ayı sonunda 2 yıllık gösterge tahvilin bileşik faizi %8,71'e yükselirken uzun vadeli tahvil faizleri ise %8,38'e taşınmıştır.

MAKROEKONOMİK GÖSTERGE TAHMİNLERİ	2010	2011	2012	2013	2014 Beklentileri	2015 Beklentileri
GSYİH (Milyar TL)	1.099	1.298	1.417	1.565	1.746	1.923
GSYİH (Milyar ABD Doları)	730	773	787	821	796	806
Büyüme Oranı (%)	%9,2	%8,8	%2,1	%4,1	%3,1	%3,6
TÜFE Enflasyonu (Yıllık) (%)	%6,4	%10,4	%6,2	%7,4	%8,2	%6,4
İhracat (f.o.b., Milyar ABD Doları)	113.9	134.9	152.5	151.8	157.7	161.6
İthalat (c.i.f., Milyar ABD Doları)	185.5	240.8	236.5	251,7	-242.2	236.8
Dış Ticaret Dengesi (Milyar ABD Doları)	-71.7	-105.9	-84.1	-99.9	-84.5	-75.2
Cari İşlemler Dengesi (Milyar ABD Doları)	-45.4	-75.1	-48.5	-65.0	-45.8	-35.6
Cari İşlemler Dengesi/GSYİH (%)	-%6,2	-%9,7	-%6,2	-%7,9	-%5,8	-%4,4
Faiz (Gösterge. Bileşik. Yıl Sonu) (%)	%7,1	%11,0	%6,2	%10,0	%7,97	%8,00
Politika Faizi (%)	%6,5	%5,8	%5,5	%4,5	%8,25	%7,25
Marjinal Gecelik Fonlama Faizi (%)	%9,0	%12,5	%9,0	%7,8	%11,25	%9,25
BİST-100	66.004	51.267	78.208	67.802	85.721	97.200
ABD Doları/TL (Ortalama)	1.50	1.68	1.80	1.91	2.19	2.38
ABD Doları/TL (Yıl Sonu)	1.55	1.92	1.79	2.14	2.32	2.42
Euro/ABD Doları (Yıl Sonu)	1.34	1.30	1.32	1.38	1.21	1.15

2014 ve 2015 yıllarına dair İş Portföy Yönetimi A.Ş. tahminleridir. **Kalın italik** veriler 2014 yılı gerçekleşmeleridir.

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	2015
GSYİH (Yıllık Birikimli, Milyar ABD Doları)	3. Çeyrek	823.9	798.9	-
Büyüme Oranı (Yıllık)	3. Çeyrek	%4,2	%1,7	-
Üretim Göstergeleri	Dönemi	2013	2014	2015
Sanayi Üretimi (Takvim Etkisinden Arındırılmış)	Ocak	%1,7	%7,6	-%2,2
Kapasite Kullanımı (Mevsimsellikten Arındırılmış)	Şubat	%72,2	%73,3	%72,8
İşsizlik Oranı (Mevsimsellikten Arındırılmış)	Kasım	%9,3	%10,7	-
Fiyat Göstergeleri (Yıllık)	Dönemi	2013	2014	2015
TÜFE Enflasyonu	Şubat	%7,03	%7,89	%7,55
ÜFE Enflasyonu	Şubat	%1,84	%12,40	%3,10
Çekirdek Enflasyon	Şubat	%5,82	%8,43	%7,73
Bütçe Göstergeleri (Milyar TL)	Dönemi	2013	2014	2015
Gelirler	Ocak	36.9	37.9	40.1
Harcamalar	Ocak	30.9	36.0	36.3
Faiz Dışı Denge	Ocak	11.2	6.9	8.8
Bütçe Dengesi	Ocak	5.9	1.9	3.8
Dış Denge (Milyar ABD Doları)	Dönemi	2013	2014	2015
İhracat	Ocak	11.5	12.4	12.3
İthalat	Ocak	18.8	19.3	16.6
Dış Ticaret Dengesi	Ocak	-7.3	-6.9	-4.3
Cari İşlemler Dengesi	Ocak-Aralık	-64.7	-45.8	-

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

Emeklilik Fonu	Aylık Değişim (%) 30/01/2015 - 27/02/2015 (*)	Yılbaşından Beri Değişim (%) 31/12/2014 - 27/02/2015 (*)	Yıllık Değişim (%) 28/02/2014 - 27/02/2015 (*)
Likit Fon (HEP)	%0,64	%1,37	%8,68
Kamu Borçlanma Standart Fonu (HEK)	-%3,23	-%0,06	%11,95
Kamu Dış Borçlanma Fonu (HED)	%2,26	%4,98	%13,18
Esnek Fon (HEB)	-%3,68	-%0,09	%18,00
Hisse Senedi Fonu (HES)	-%5,00	-%0,57	%37,04
Katkı Fonu (HET)	-%3,36	%0,02	%14,30
Alternatif Esnek Fon (HEE)	-%0,64	%0,79	%14,50
Alternatif Katkı Fonu (HER)	-%0,13	%1,49	%13,07
Altın Fonu (HEA)	-%0,57	%7,80	%1,57

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