

FON BÜLTENİ AĞUSTOS 2014

Makro Bakış

Dengelenme hareketi devam ediyor...

Küresel piyasalarda risk iştahını belirleyen temel faktör gelişmiş ülke merkez bankalarının uzun süredir uygulamakta oldukları genişlemeci para politikalarında normalleşme eğilimine girmeleri; daha açık bir ifadeyle beklenen "faiz artırımları"nın zamanlaması ve hızıdır. Bu eğilimi destekleyecek kuvvette veriler geldikçe gelişmekte olan ülkelere yönelik risk algısı yükselmektedir. Bu noktada ülkelerin kırılganlıkları öne çıkmaktadır. Türkiye'nin temel kırılganlığı ise ülkenin net döviz borcundan kaynaklanmaktadır. Dolayısıyla da Türkiye'nin sene başından bu yana sürdürdüğü dengelenme sürecinin devamı kırılgan yapısının tamiri hususunda çok önemlidir.

İlk yarıyı sonunda (altın hariç) ihracat %6,7 artarken altın hariç ithalat %0,3 yükselmiştir. Özellikle tüketim malları ihracatında ilk iki çeyrekte kaydedilen, sırasıyla %9,4 ve %9,1'lik artış oranları olumlu gelişmelerdir. İlk sıradaki ticaret ortağımız olan Euro Bölgesi'ne yapılan altın hariç ihracatın yıllık bazda Nisan ayında %20, Mayıs ayında %16, Haziran'da ise %14 ile kuvvetli ancak azalan bir trendde yükselmesi dikkat çekicidir. Bölgenin son üç aydır zayıflama belirtileri gösteriyor olması ihracat siparişlerini sınırlandırmaktadır. Bu ekonomilerde randımanlı çalışmayan parasal aktarım mekanizmasını kuvvetlendirmek amacıyla Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB) açıkladığı yeni genişleme paketi ihracatımıza olumlu yansıyacaktır; ancak bu katkının 2014 yılı içerisinde gelebilmesi mümkün görünmemektedir. 2013 ikinci yarısında yaşanan değer kaybı ile TL reel anlamda ucuzlanmış ve emek-yoğun ihracat sektörlerinin kura dayalı rekabet koşulları iyileşmiştir. Ancak kur etkisinin zamanla azalması bir yana, bu sektörlerin yakın dönemdeki en önemli pazarı olan Irak'taki gelişmeler kaygı verici ve lojistik sorunlar sebebiyle ticareti sınırlayıcı etkiler göstermektedir. Dolayısıyla biz ihracatta görülen hızlı büyüme trendinin önümüzdeki dönemde yavaşlamasını beklemekteyiz.

İthalat cephesinde ise (altın hariç) talebin ilk yarıyılıda zayıf seyrettiğini gözlemliyoruz: Tüketim mali ithalatı ilk çeyrekte yıllık bazda %3 daralmışken ikinci çeyrekte %4,5 gerilemiştir. Kredi kartı kısıtlamaları gibi bazı tedbirlerin etkisinin azalması, önümüzdeki süreç içerisinde Merkez Bankası'nın faiz indirimlerinin devam etmesi ve tüketici güveninin toparlanmaya başlaması ile senenin ikinci yarısında tüketim malları ithalatının sınırlı şekilde yükselmesini bekliyoruz. İlk yarıyılıda sermaye mallarındaki ithalatın küçülme oranı ise %1,2 olurken aynı dönem için (altın hariç) ara malları ithalatı %1,6 büyümüştür. Fakat ara malları ithalatının ikinci çeyrekte yatay seyretmiş olduğunu belirtmeliyiz. Biz bu gelişmeyi ilk çeyrekte beklentilerin üstünde bir performans gösteren ve ikinci çeyrekte yavaşlayan sanayi sektörünün üçüncü çeyrekte zayıf performans göstereceğine dair bir sinyal olarak algılıyoruz. Enerji tarafında ise Haziran ayında Brent petrol fiyatında görülen 2,2 dolarlık artışla birlikte enerji ithalatı %8 artarak 4,5 milyar dolar seviyesini kırmıştır. Ancak Temmuz ayında ortalama petrol fiyatının 5 dolar gerilemiş olması olumludur. Dolayısıyla ithalat tarafında cari dengeyi zorlayacak bir ivmelenme görmemekteyiz.

2014 yılında turizm gelirlerinin çeyreklik büyüme hızları, sırasıyla, %3,4 ve %7,9 artmış durumdadır. Turizm giderleri ise "zayıflayan TL'ye rağmen" aynı dönemlerde, sırasıyla, %13,3 ve %9,0 artmış ve ilk altı aylık dönemde net 543 milyon dolarlık bir gelir artışı gerçekleşmiştir (2013 senesinde ilk altı aydaki turizm gelir artışının 2 milyar dolar olduğunu hatırlatalım). Temmuz ve Ağustos aylarına dair gelecek resmi veriler ile cari dengeyin desteklenmesini beklemekteyiz. 2013 yılı sonunda cari açık 65,1 milyar dolar seviyesine yükseldi ve cari açığın milli gelire oranı da %8,0'e fırlamıştır. Türkiye'nin 2014 yılına dair makroekonomik görünümü düşünüldüğünde cari açığa gerileme trendinin devam ettiğini görmekteyiz. Bahsedilen oran ilk çeyrek sonunda %7,5'e düşmüştür. İş Portföy Yönetimi tahminleri bu oranın 2014 sene sonunda %5,9'a kadar ineceğini göstermektedir.

Global Görünüm

Faiz artırım tarihi üzerine...

ABD ekonomisi yılın ilk çeyreğindeki daralmanın ardından ikinci çeyrekte %4 büyüme kaydetmiştir. Beklentileri aşan büyüme değerinde motorlu araç satışlarının ve diğer dayanıklı tüketim malları talebinin büyümeye verdiği 1,0 puanlık katkı önemlidir. Böylece kişisel tüketim harcamaları %2,5 artış kaydetmiştir. Hızla yükselmekte olan ticari ve sanayi kredilerin sürüklediği sabit sermaye yatırımları ikinci çeyrekte %5,9 artarken net ihracat milli gelirden pay çalmıştır. Amerikan Merkez Bankası (Fed) para politikası kurulunun gerçekleştirdiği Temmuz ayı toplantısında ise kurul üyeleri ve Başkan Janet Yellen enflasyonun hedef seviye olan %2,0'nin altında seyretme olasılığını artık daha düşük gördüklerini kabul etmiştir. Bildiriye giren bu cümle önümüzdeki günlerde Fed'in faiz artırım tarihi üzerine oluşan piyasa beklentilerinin öne çekilmesini beraberinde getirmiştir. Bunun ilk sinyali kararın hemen sonrasında yükselişe geçen 2015 Aralık ayı Fed vadelerinin fiyatlarında görülmüştür. Ayrıca ikinci çeyreğe ilişkin istihdam maliyet endeksinin beklentilerin üzerine çıkması, 4 haftalık ortalama işsizlik başvurularının 2006 Mart ayından bu yana ilk kez 300 bin sınırı altında gelmesi gibi kuvvetli makro veriler, faiz artırımlarının beklentilerden daha erken başlayabileceğine ilişkin görüşleri desteklemiş ve piyasalarda baskı yaratmıştır. Ancak Ağustos ayının hemen başında piyasa beklentilerinin altında gelen istihdam ve enflasyon verileri ile piyasalar yatışmıştır.

Euro Bölgesi'nde sanayi üretimi Mayıs ayında son 20 ayın en sert aylık düşüşünü kaydederken perakende satışlar ise aylık bazda değişim göstermemiştir. Bölgenin Temmuz ayı enflasyon oranı ise Ekim 2009'dan bu yana en düşük seviyesine gerileyerek %0,4 seviyesinde gerçekleşmiştir. Tüm bu negatif göstergelere rağmen Haziran ayının hemen başında açıklanmış olan kapsamlı genişleme paketi daha tüm kalemleriyle devreye girmemiş olduğu için Ağustos ayındaki toplantıda Başkan Draghi'den yeni bir karar beklenmemektedir. Öte yandan Portekiz'in en büyük ikinci bankası olan Banco Espirito Santo'nun hisselerinin %25'ine sahip olan grubun sıkıntıya girmesi sonucunda bankacılık sektöründe yaşanabilecek bir sorunun Avrupa'nın diğer ülkelerine yansiyebileceğine yönelik endişeler, çevre ülkelerin borsa endekslerinde hızlı bir gerilemeye neden olmuştur. Temmuz ayında İsrail ve Ukrayna'da yaşanan gelişmeler küresel piyasalar tarafından yakından takip edilmiştir. Önce ABD'nin ardından da Avrupa Birliği ülkelerinin Rusya'ya yönelik yaptırım kararları almaları küresel piyasalarda risk algısının artmasına neden olmuş ancak izleyen dönemde İsrail ve Ukrayna kaynaklı endişeler bir miktar azalmış, Temmuz ayı sonunda Arjantin'in temerrüde düşmesinin etkisiyle küresel risk algısı tekrar yükselmiştir. Bu gelişmeler çerçevesinde, Temmuz ayında borsa endeksleri dalgalı bir seyir izlemiştir.

Yurt İçi Piyasalar**Faiz indirim döngüsü devam eder mi?**

Temmuz ayı enflasyonu TCMB'nin yönlendirmeleri ile baskılanan piyasa beklentilerinin oldukça üzerinde %9,32 seviyesinde gerçekleşmiştir. TCMB aylık fiyat gelişmeleri raporunda gıda fiyatlarındaki yüksek seyri öne çıkarmasına rağmen, özellikle hizmet kalemlerinin geneline yayılan fiyatlama eğilimi mevcut seviyenin daha da olumsuz karşılmasına neden olmuştur. Örneğin, işlenmemiş gıda ürünlerini dışarıda bırakan endeks aylık bazda %0,58'lik artış kaydederek gıda dışı etkenlerin önemini göstermiştir. Görebildiğimiz kadarıyla, TCMB'nin son üç aydır devam eden faiz indirimleri üçüncü çeyrek başında özel tüketimdeki tikanıklığı çözmüş, hanehalkı harcamalarını canlandırmış ve yılın ilk çeyreğinde kur baskısı ile gerçekleşen maliyet artışlarının fiyatlara yansıtılmaya başlanmasına olanak kılmıştır. Enflasyonda olumlu görünebilecek tek nokta ise kur geçişkenliği etkisinin yavaş yavaş ortadan kalkmasıyla temel mal grubu enflasyonunda görülen yavaşlamadır. Yani 3 aylık ortalamalara göre ana eğilimler incelenir ise çekirdek enflasyon göstergelerindeki iyileşmenin yavaşlayarak da olsa devam etmesi söz konusudur. TCMB son üç aydır faiz indirimlerini gerçekleştirirken bu gelişmeden kuvvet almıştır. Ancak biz, İş Portföy Yönetimi olarak, bu ivmenin Temmuz ayında oldukça yavaşladığını gözlemliyoruz. Dolayısıyla "Ağustos ayında TL sepet kur / dolar karşısında mevcut seviyesine kıyasla kuvvetlenemez ise" Merkez Bankası'nın faiz indirimi hususunda önemli bir dayanak noktasını yitirebileceğini düşünmekteyiz.

TCMB 17 Temmuz tarihinde gerçekleşen toplantıda son aylarda yaptığı gibi küresel likidite koşullarındaki iyileşmeyi işaret ederek politika faizinde 50 baz puanlık indirimde gitmiş ve faizi %8,25 seviyesine çekmiştir. Risk iştahındaki olumlu seyir ile son dönemde ülkeye portföy girişlerinin artmış olması kararın altındaki temel motivasyondur. Hatırlarsak, enflasyon beklentilerinde aşağı yönlü olumlu bir gelişme veya global risk algısının daha da zayıflaması ihtimalleriyle alt bantı 50 baz puan gevşeterek %7,50'ye düşürmüştü ve biz de bu hareketi faiz indirim döngüsünün devam edebileceğine dair sinyal olarak algılamıştık. Merkez Bankası'nın beklentileri gerçekleştiği ve TL kuvvetlendiği takdirde Ağustos ayı sonunda yeni bir sınırlı faiz indirimi gelebilir. Ancak son dönemde verim eğrisinin kısa tarafı yoğunluklu olmak üzere her vadede gerçekleşen satışlar ve eğrinin 40 baz puanlık yükselişi bu olasılığı zayıflatmaktadır.

MAKROEKONOMİK GÖSTERGE TAHMİNLERİ	2011	2012	2013	2014 Beklentisi
GSYİH (Milyar TL)	1.298	1.417	1.562	1.759
GSYİH (Milyar ABD Doları)	773	787	818	833
Büyüme Oranı (%)	% 8.8	% 2.1	% 4.0	% 3.8
TÜFE Enflasyonu (yıllık) (%)	% 10.5	% 6.2	% 7.4	% 8.5
İhracat (Milyar ABD Doları)	143.4	163.2	163.4	171.9
İthalat (Milyar ABD Doları)	232.5	228.6	-243.3	235.8
Dış Ticaret Dengesi (Milyar ABD Doları)	-89.1	-65.3	-79.8	-63.9
Cari İşlemler Dengesi (Milyar ABD Doları)	-75.1	-48.5	-64.9	-48.8
Cari İşlemler Dengesi / GSYİH (%)	% -9.7	% -6.2	% -7.9	% -5.9
Faiz (Gösterge. Bileşik. Yıl Sonu) (%)	% 11.04	% 6.16	% 10.03	% 8.50
Politika Faizi (%)	% 5.75	% 5.50	% 7.75	% 8.00
BİST - 100	51.267	78.208	67.802	83.200
ABD Doları / TL (Ortalama)	1.6790	1.8007	1.91	2.11
ABD Doları / TL (Yıl sonu)	1.8098	1.7862	2.13	2.02
Euro / ABD Doları (Yıl sonu)	1.30	1.32	1.38	1.33

2014 yılı İş Portföy Yönetimi A.Ş. tahminleridir.

Makroekonomik Göstergeler			
Büyüme	Dönemi	2013	2014
GSYİH (Milyar ABD Doları)	1. Çeyrek	198.5	183.5
Büyüme Oranı	1. Çeyrek	% 2.9	% 4.3
Üretim Göstergeleri	Dönemi	2013	2014
Sanayi Üretimi (Takvim Etkisinden Arındırılmış)	Mayıs	% 0.2	% 3.3
Kapasite Kullanımı (Mevsimsellikten Arındırılmış)	Temmuz	% 74.7	% 74.3
İşsizlik Oranı (Mevsimsellikten Arındırılmış)	Nisan	% 8.8	% 9.1
Fiyat Göstergeleri	Dönemi	2013	2014
TÜFE Enflasyonu (Yıllık)	Temmuz	% 8.88	% 9.32
ÜFE Enflasyonu (Yıllık)	Temmuz	% 6.61	% 9.46
Çekirdek Enflasyon (Yıllık)	Temmuz	% 6.09	% 9.75
Bütçe Göstergeleri	Dönemi	2013	2014
Gelirler (Milyar TL)	Haziran	31.4	34.6
Harcamalar (Milyar TL)	Haziran	32.6	35.2
Bütçe Dengesi (Milyar TL)	Haziran	-1.2	-0.6
Faiz Dışı Denge (Milyar TL)	Haziran	0.3	1.0
Dış Denge	Dönemi	2013	2014
İhracat (Milyar ABD Doları)	Haziran	12.4	12.9
İthalat (Milyar ABD Doları)	Haziran	21.0	20.8
Dış Ticaret Dengesi (Milyar ABD Doları)	Haziran	-8.6	-7.9
Cari İşlemler Dengesi (Milyar ABD Doları)	Mayıs	-7.6	-3.4

Not: 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 dayanılarak 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 (%) 30/06/2014 - 31/07/2014 (*)	Yılbaşından Beri Değişim (%) 31/12/2013 - 31/07/2014 (*)	Yıllık Değişim (%) 37/07/2013 - 31/07/2014 (*)
Likit Fon (HEP)	% 0.66	% 5.00	% 7.42
Kamu Borçlanma Standart Fonu (HEK)	% 0.46	% 7.57	% 8.34
Kamu Dış Borçlanma Fonu (HED)	% 0.19	% 5.64	% 15.58
Esnek Fon (HEB)	% 1.00	% 10.48	% 8.10
Hisse Senedi Fonu (HES)	% 3.45	% 21.68	% 12.87
Katkı Fonu (HET)	% 0.50	% 9.03	% 10.19
Alternatif Esnek Fon (HEE)**	% 0.68	% 6.99	% 9.66
Alternatif Katkı Fonu (HER)**	% 1.04	% 8.60	% 10.01
Altın Fonu (HEA)**	% -1.02	% 4.61	% -4.56

(*) 01/08/2014 Tarihli uygulama fiyatı dikkate alınmıştır.

(**) HEE, HER, HEE Fonları 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