

## FON BÜLTENİ EYLÜL 2014

### Makro Bakış

#### Enflasyonda tek sorun gıda değil... Fiyatlama davranışları da bozuldu!

Küresel kriz sonrası piyasalarda oluşan bol likidite ve düşük faiz ortamı genç nüfus yapısına sahip Türk ekonomisinde tüketimle büyüme modelini uzun süredir desteklemiştir. Son yedi yıl içerisinde ortalama yüzde 7,9'u aşan enflasyon bu sene ise 2014 sene başında alınan tüm makro ihtiyati tedbirlere rağmen muhtemelen yüzde 9'un üzerinde kalacaktır. Bu seviye Türkiye ile aynı grupta yer alan ülkelerle karşılaştırıldığında yüksek kalmaktadır. Ağustos ayında tüketici fiyatları yüzde 0,09 oranında artmış ve yıllık enflasyon yüzde 9,54'e yükselmiştir. Senelik artış hızı yüzde 14,4 ile son 4 senenin en yüksek seviyesine çıkmış olan gıda grubunun yıllık tüketici enflasyonuna katkısı 3,5 puana yükselmiştir. Ayrıca önümüzdeki dönemde Rusya'ya gıda ürünleri satışının başlayacak olması da talep yönlü bir fiyat hareketi yaratacaktır. Ancak enflasyondaki görünümü bozan bir başka faktör dikkat çekmektedir: Fiyatlama davranışlarındaki bozulma... Çekirdek enflasyonun ulaşılmış olduğu yüksek seviye ama belki de daha önemlisi bu seviyenin inmesine mani olan direnç, kur geçişkenliği etkisinin çok azaldığı bir dönemde, bu bozulmanın kanıtıdır. Özellikle hizmetler tarafında yıllık yüzde 14,7'ye varan lokanta ve otel fiyatları ile yüzde 7,1'e yükselen kira fiyatlarına dikkat çekiyoruz. Merkez Bankası da mevcut fiyat hareketlerinden duyduğu rahatsızlığı daha açık olarak dile getirmeye başlamıştır.

TCMB'nin geçtiğimiz dönemlerde aldığı faiz indirim kararlarına dayanak teşkil eden temel faktörlerden biri çekirdek enflasyon ivmelenmesinde Mart - Temmuz periyodu içerisinde yaşanan gerileme hareketi idi. Banka Mart ayında beklemiş ve emin olmuş, sonrasında ise yani Mayıs, Haziran ve Temmuz toplantılarında toplamda 175 baz puanlık faiz indirimi için düğmeye basmıştı. 3 Eylül günü açıklanan enflasyon verilerine 27 Ağustos tarihinde düzenlenen para politikası kurulu toplantısı öncesinde ulaşım imkanı bulunan Merkez Bankası bahsettiğimiz gerileme ivmesinin kırıldığını tespit etmiş ve bu toplantıda temel fonlama faizinde değişikliğe gitmemiştir. Zira küresel risk iştahı Ağustos ayında Temmuz'da olduğundan daha canlı idi, ancak Banka bu olumlu görünüme sadece "piyasada efektif olarak kullanılmayan" üst bantta 75 baz puanlık indirim ile cevap vermişti. Geçtiğimiz dönemde oluşan kur şoklarının fiyat geçişkenliği etkisi artık hemen hemen siliniyor olmasına rağmen Ağustos ayında nominal sepet kurunun da hafif zayıflamasıyla, fiyatlama davranışları bozulmuş oldu. Bundan böyle sepet kur anlamı şeklinde 2,50'nin altına gelmedikçe yıl sonuna kadar mevcut çekirdek enflasyon değerinin aşağı yönlü hareket etmesi beklenmemelidir. Sene sonuna ilişkin piyasa tahminlerinin yüzde 9 civarında olduğu dikkate alındığında TCMB'nin sıkı duruşunu koruyacağını, politika faizinde herhangi bir değişikliğe gitmeyi koridorun üst kısmını dış ekonomik konjonktürde yaşanan gelişmelere paralel olarak ölçülü oranda indirebileceğini düşünüyoruz.

### Global Görünüm

#### Faiz artırım tarihi üzerine ...

Temmuz ayı FOMC (ABD Federal Rezerv Açık Piyasa İşlemleri Komitesi) bildirgesi ve sonrasında gelen toplantı tutanaklarının retoriğinde daha "şahin" bir ton olduğu gözlerden kaçmamaktadır. Zira dolar endeksinin toplantı sonrasında son 5 ayın en yüksek seviyesine ulaştığını gözlemledik. Ancak veriye bağlı olarak hareket eden üyeler riskleri de her toplantıda paylaşmaktadırlar. Örneğin, ikinci yarıda enflasyon üzerindeki baskının hafifleyeceğinin anlaşılması, bir ay evveline kıyasla yumuşamış olan istihdam raporu, Rusya ve Kuzey Irak özelinde jeopolitik risklerin artıyor olması, Euro Bölgesi'ndeki büyümenin tekrar durma noktasına gelmesi gibi makro politik gerekçeler şahinleşen FOMC tonlamasında önümüzdeki dönemde gevşeme yaratabilir. Bu sebeplerle, piyasa fiyatlamalarında da dayanak bulduğumuz üzere, ilk faiz artırımının üçüncü çeyrekten (Eylül ayı) önce gelmeyeceğine dair öngörümüzü sürdürmekteyiz. İstihdam piyasasına dair olumlu gelişmelerin önümüzdeki dönemde öngörülerden daha hızlı bir şekilde devam etmesi durumunda ise faiz artırımını daha erken gündeme gelebilecektir. Fed Başkanı Janet Yellen, Eylül ayı FOMC toplantısı sonrasında yapacağı basın toplantısında, iktisadi projeksiyonları açıkladıktan sonra, "politika normalleşmesi" üzerine resmi bir mesaj verebilir. Vereceği mesajlar piyasalarda fiyatlanana kadar doların değer kazanmasıyla birlikte dünya genelinde dalgalanmalar artabilir.

ABD ve Euro Bölgesi arasında ekonomik aktivitede görülen farklılaşma ise kayda değer durumdadır. Euro Bölgesi'nde yılın ikinci çeyreğinde milli gelir bir önceki çeyreğe göre değişim kaydetmemiştir. Ülkeler bazında ise bölgede büyümeye en fazla katkıyı sağlayan Almanya'nın 2013 yılının ilk çeyreğinden bu yana ilk kez küçülmüş olması dikkat çekerken, İtalya ekonomisi de art arda iki çeyrek daralarak teknik olarak resesyona girmiştir. Zayıf talep koşulları nedeniyle yıllık enflasyondaki gerileme devam etmektedir. Ağustos ayında bölgede yıllık fiyat artışı yüzde 0,3 ile yaklaşık son 5 yılın en düşük seviyesinde gerçekleşmiştir. Avrupa Merkez Bankası Başkanı Mario Draghi, Ağustos ayında Jackson Hole'da yaptığı konuşmada genişleyici para politikalarına devam edileceğini belirterek niceliksel genişleme benzeri bir program açıklanabileceğinin sinyallerini vermiştir. Ayrıca Draghi, istihdamın artırılması için ülkelerde uygulanan maliye politikalarının da genişleyici yönde olmasının önemine dikkat çekmiştir. 4 Eylül tarihinde yapılan toplantıda ise Banka faizleri bir kademe daha indirirken varlığa dayalı menkul kıymet alımlarının Ekim ayından itibaren yürürlüğe gireceğini ve TLTRO (reel sektöre yönelik uzun vadeli finansman imkanı) gibi diğer genişleyici önlemlerin kredi genişlemesini sağlayacağını açıklamıştır. Euro ekonomilerindeki kırılganlıkların devam ettiği mevcut konjonktürde, ABD ekonomisindeki toparlanma göstergeleri Euro'nun Dolar karşısında değer kaybetmesine neden olmaktadır. Ağustos genelinde aşağı yönlü bir seyir izleyen parite toplantısının hemen ardından 1,30 düzeyinin altına inmiştir.

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

Temmuz sonu ve Ağustos ayı başında gelişmiş ülke varlıklarında görülen aşağı yönlü sert hareketler sonucunda piyasalarda yeni bir düzeltme hareketinin kaygısı yaşandı. Türkiye finansal piyasaları da global gelişmelerden olumsuz şekilde etkilendi. Ağustos ayı süresince gündemi aralıksız işgal eden siyasi gelişmelerin yarattığı belirsizlik ortamı, kredi derecelendirme kuruluşlarının yayınladığı raporlarda da kendisine yer bulunca Türk varlıkları üzerindeki baskı şiddetlendi. İktisadi büyümenin bir süredir yavaşlama sinyalleri veriyor olması, yüksek enflasyon ve beklentilerden düşük gelen ikinci çeyrek finans dışı şirket karları görünümü olumsuz etkiledi ve Ağustos ayı Türkiye'nin diğer tüm gelişmekte olan ülkelerden negatif ayrıştığı bir ay oldu. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülke hisse endeksleri Ağustos ayında, sırasıyla, %2,0 ve %2,1 değer kazanırken dolar bazlı MSCI Türkiye endeksi aynı ay içerisinde %3,4 değer kaybetmiştir.

Merkez Bankası Para Politikası Kurulu Ağustos sonunda gerçekleştirdiği toplantıda, yüksek seyreden enflasyon kaygılarıyla, bir hafta vadeli repo ihale faiz oranını (politika faizi) %8,25'te sabit tuttu. Öte yandan Banka, faiz koridorunun koridorun üst bandı olan gecelik borç verme faiz oranı 75 baz puanını indirdi. Kurul, geçtiğimiz ay öncesinde gerçekleştirdiği son üç toplantıda, temel fonlama faizinde yaptığı "ölçülü" indirimin sebebinin açıklarken "son aylarda küresel likidite koşullarındaki iyileşmeyi" öne sürmüştü. Bu ay ise Euro Bölgesi iktisadi göstergelerinin hızla zayıflıyor olmasından ve muhtemelen de Avrupa Merkez Bankası Başkanı Mario Draghi'nin Jackson Hole toplantısında işaret ettiği ek parasal genişleme olasılığından hareketle kurul üyeleri dahilinde TL'nin daha sınırlı bir faiz seviyesi ile savunulabileceğine yönelik bir algı oluşmuştur. Banka'nın, enflasyon beklentilerini düzeltebilmek amacıyla, faiz indirimine gitmemiş olması kuvvetli bir sinyal olarak yorumlamak gerekmektedir. Banka kendi hedeflemesinden sapmış olan "getiri eğrisi"ni tekrar yatay görünümüne kavuşturmak için eğrinin uzun tarafını cazip kılmak istemektedir.

Beklentilerin ötesine geçerek yüzde 9,5'e uzanan bir manşet enflasyon, son beş aydır yüzde 9,7 seviyesinde kalan çekirdek enflasyon ve bütün bu verilere karşılık global piyasa şartlarından hareketle faiz indirim fırsatı kovalayan bir Merkez Bankası karşısında açıklanan enflasyon verilerine müteakip bono faizleri hemen hemen tüm vadelerde geri gelmiştir. Bu piyasa fiyatlamasının altında yatan sebeplerin başında İstanbul Ticaret Odası'nın açıkladığı İstanbul enflasyonu verilerinin yarattığı kaygının gerçekleşmemiş olması kadar Avrupa Merkez Bankası'nın açıkladığı parasal genişleme paketi gibi dış faktörler de yardımcı olmuştur. Sonuç olarak gösterge tahvilin faizi yüzde 9,04'e gerilerken en uzun vadedeki Hazine kıymetinin faizi Eylül ayı başında yüzde 9,07'ye düşmüştür.

MAKROEKONOMİK GÖSTERGE TAHMİNLERİ	2011	2012	2013	2014 Beklentisi
GSYİH (Milyar TL)	1.298	1.417	1.562	1.773
GSYİH (Milyar ABD Doları)	773	787	818	817
Büyüme Oranı (%)	% 8.8	% 2.1	% 4.0	% 3.8
TÜFE Enflasyonu (yıllık) (%)	% 10.5	% 6.2	% 7.4	% 9.4
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	% -6.0
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	2.17
ABD Doları / TL (Yıl sonu)	1.8098	1.7862	2.13	2.15
Euro / ABD Doları (Yıl sonu)	1.30	1.32	1.38	1.32

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)	Haziran	% 5.0	% 1.4
Kapasite Kullanımı (Mevsimsellikten Arındırılmış)	Ağustos	% 74.9	% 74.1
İşsizlik Oranı (Mevsimsellikten Arındırılmış)	Mayıs	% 8.9	% 9.5
Fiyat Göstergeleri	Dönemi	2013	2014
TÜFE Enflasyonu (Yıllık)	Ağustos	% 8.17	% 9.54
ÜFE Enflasyonu (Yıllık)	Ağustos	% 6.38	% 9.88
Çekirdek Enflasyon (Yıllık)	Ağustos	% 6.37	% 9.68
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)	Temmuz	13.1	13.4
İthalat (Milyar ABD Doları)	Temmuz	23.0	19.9
Dış Ticaret Dengesi (Milyar ABD Doları)	Temmuz	-9.9	-6.5
Cari İşlemler Dengesi (Milyar ABD Doları)	Haziran	-4.8	-4.1

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 (%) 31/07/2014 - 31/08/2014 (*)	Yılbaşından Beri Değişim (%) 31/12/2013 - 31/08/2014 (*)	Yıllık Değişim (%) 31/08/2013 - 31/08/2014 (*)
Likit Fon (HEP)	% 0.64	% 5.67	% 7.60
Kamu Borçlanma Standart Fonu (HEK)	% 0.17	% 7.75	% 9.59
Kamu Dış Borçlanma Fonu (HED)	% 1.35	% 7.07	% 15.17
Esnek Fon (HEB)	% 0.43	% 10.01	% 11.77
Hisse Senedi Fonu (HES)	% -2.21	% 19.00	% 19.91
Katkı Fonu (HET)	% 0.02	% 9.05	% 11.69
Alternatif Esnek Fon (HEE)**	% -0.07	% 6.91	% 9.15
Alternatif Katkı Fonu (HER)**	% -0.19	% 8.39	% 9.80
Altın Fonu (HEA)**	% 0.47	% 5.11	% -4.09

(\*) 01/09/2014 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