

## FON BÜLTENİ - EYLÜL 2015

### Makro Bakış

#### Merkez Bankası Fed faiz artırımına hazırlanmaya devam ediyor.

Merkez Bankası Para Piyasası Kurulu, Ağustos ayı toplantısında faizlerde değişikliğe gitmezken, kur hareketlerinin enflasyon üzerinde oluşturacağı yukarı yönlü riskleri dengelemek adına daha sıkı likidite politikası izlenmesine karar vermiştir. Yılın üçüncü enflasyon raporunda para politikasında sadeleşme sinyali vermesi sonrasında bu ayki toplantısında Merkez Bankası'nın politika faizinde artırıma gideceği beklentisi oluşmuştu. Banka, sadece normalleşme sürecine dair bir yol haritası yayımlarken ay sonunda bu çerçevede bir dizi önlem açıklamıştır. Merkez Bankası, yabancı para yükümlülüklerinin karşılık oranlarında artışa giderek bankaları uzun vadeli borçlanmaya teşvik etmektedir. Karşılık oranlarının yükseltilmesi ile bankalar üzerine getirilen yük TL zorunlu karşılıklara ödenen faizlerde 150 baz puanlık artış yapılarak dengelenmiştir. Merkez Bankası bu yolla bankaları çekirdek yükümlülükler kanalıyla desteklemektedir. Merkez Bankası politika faizindeki sadeleştirme sürecini Fed'e endekslerken alınan önlemler bu sürece yaklaştığımızı göstermektedir. Bu süreçte Banka, faiz koridorunu kademeli olarak daraltmayı ve sadeleşme süreci tamamlandığında ise para politikası duruşunu, yeniden politika faizi niteliğini kazanacak olan bir hafta vadeli repo faizi oranının belirlenmesini planlamaktadır. Merkez Bankası zayıflayan ekonomi ve bozulan enflasyon beklentileri arasında sıkışmaya devam etmektedir. Fed faiz politikasına bağlı olarak Merkez Bankası'nın daha sıkı para politikası izlemesi beklenirken azalan ekonomik büyümeye karşın ise mevcut makro ihtiyatı önlemlerde gevşemeye gidilmesi muhtemeldir.

Yılın ikinci çeyreğinde takvim etkisinden arındırılmış sanayi üretimi %3,9 artarak yılın ilk çeyreğindeki %1,3'lük seviyenin oldukça üzerinde gerçekleşmiştir. Otomotiv ve rafineri sektörü artışta başı çekerken sanayi üretiminde genele yayılan bir toparlanma eğilimi görülmektedir. Sanayi üretimindeki artış ikinci çeyrek büyümesi açısından destekleyici olsa da öncü göstergeler bu güçlü performansın yılın ikinci yarısında devam etmeyeceğine işaret etmektedir. Son dönemde yaşanan küresel ve yurtiçi belirsizlikler hem reel kesim hem de tüketici güveninde ciddi oranda bozulmaya neden olmaktadır. Tüketici güven endeksi Ağustos ayında son beş yılın en düşük seviyesine gerilemiştir. Yılın ilk çeyreğinde hızlı bir toparlanma gösteren özel tüketim harcamaları yılın ikinci çeyreğinde otomotiv ve beyaz eşya sektörünün desteği ile ılımlı seyretilmektedir. Reel kesim güven endeksleri ise yatırım tarafında manalı bir toparlanmaya işaret etmezken üretim tarafının ise belirgin şekilde yavaşlayacağını göstermektedir. Yılın ikinci yarısı için büyüme açısından iç talep ve yatırım kaynaklı aşağı yönlü risklerin arttığı görülmektedir. Öte yandan, enerji fiyatlarındaki gerilemenin desteği ile cari işlemler açığında gerileme devam etse de ihracat pazarlarındaki zayıf görünüm ve turizm gelirlerinin beklentilerin altında seyrediyor olması buradaki iyileşmeyi sınırlamaktadır. Miktar bazlı ihracat rakamında yılın ilk çeyreğindeki düşüşün ardından bir miktar toparlanma görülsede ihracat zayıf seyretilmektedir.

Ağustos ayında tüketici fiyatları, beklentilerin üzerinde %0,4 artarken, yıllık enflasyon %6,81'den %7,14'e yükselmiştir. Mayıs ayında %8,1 seviyesine yükselmesinin ardından baz etkisinin ve ılımlı seyreden gıda fiyatlarının etkisiyle son iki aydır gerileme eğilimi gösteren tüketici fiyatları tekrar yükselmiştir. Gıda fiyatları ve otel restoran kalemi bu ay enflasyonun yükselmesindeki temel etkenler olarak durmaktadır. Nisan ayında yıllık artışı %14,4 seviyesine ulaştıktan sonra geçen ay %9,2 seviyesine gerileyen gıda fiyatları aylık bazda %1,3 artarken yıllık artışı %9,7'ye yükselmiştir. Gıda fiyatlarında son dönemde gördüğümüz düşüşe karşın otel restoran kaleminde katılık devam etmekte ve yükselişini sürdürmektedir. Otel restoran %2,1'lik yükseliş ile ana harcama grupları arasında aylık bazdaki en fazla artışı gösterirken yıllık artışı %14,3'e ulaşmıştır. Eğlence kalemi aylık bazda %2 artarken bu kalem altında kura duyarlı başlıklarda görülen artış yükselişte etkili olmuştur. Giyim harcama grubu %4,3 gerilemiş ancak mevsimsel ortalamaların altında düşmüştür. Uluslararası petrol fiyatlarındaki düşüş eğilimi ile birlikte azalan akaryakıt fiyatlarına bağlı olarak ulaştırma kalemi ise %0,4 gerilemiştir. Kurdaki artışlar ise ulaşım kalemindeki iyileşmeyi sınırlamaktadır. Zayıf ekonomik görünüme karşın hizmet enflasyonunda katılığın devam ettiği görülmektedir. Ücret artışları ve kurdaki dalgalanmalar fiyatlama davranışlarını olumsuz etkilemeye devam etmektedir. Özellikle son dönemde gerçekleşen kurdaki değer kayıpları sonucunda TL'nin bu seviyelerde istikrar kazanması enflasyon üzerinde baskı yaratacaktır. Son gelişmeler de göz önüne alındığında Merkez Bankası'nın Türk Lirası'nı savunma adına daha sıkı likidite politikası uygulaması gerekliliği ortaya çıkmaktadır.

### Global Görünüm

#### Yurtdışı piyasaların gündemini Çin belirledi.

Uluslararası piyasalarda, geçen ayın gündemini Çin belirlemiştir. Piyasalar Fed'e odaklanmışken Çin ekonomisine yönelik yavaşlama endişeleri ve Çin Merkez Bankası'nın ay içerisinde Yuan'ı devalüe etmesi piyasaların gündeminin bir anda değişmesine neden olmuştur. Geçen yılın ortasından itibaren Çin Borsasında görülen hızlı yükseliş Haziran ayından itibaren yerini düşüş sürecine bırakmıştı. Çin Borsası, yavaşlayan ekonomiye rağmen kamunun da teşviki ile Haziran 2014-Haziran 2015 dönemini kapsayan süreçte %150'ye ulaşan bir yükseliş göstermişti. Ekonomik temelden uzak bu yükselişin ardından Haziran ayından itibaren başlayan sert düşüşlerin bulaşma etkisi ise sınırlı kalmış ve Çin otoriteleri tarafından alınan önlemlerin ardından Çin Borsası dengelenmişti. Ancak, Çin Merkez Bankası'nın geçtiğimiz ay referans kuru kademeli şekilde %3,5 düşürerek Yuan'ı devalüe etmesi Çin borsasındaki düşüşlerin derinleşmesine ve tüm dünyaya yayılmasına neden olmuştur. Bu hamle kurun serbest piyasada belirlenmesi açısından atılan bir olumlu adım olmakla birlikte yavaşlayan ekonomiye yönelik endişeleri artırmıştır. Yılın ilk yarısında %7 büyümeye karşın öncü göstergelerin yavaşlamaya işaret ettiğini belirtmekteydik. 10 trilyona yakın büyüklüğü ile dünyanın ikinci büyük ekonomisindeki her gelişme küresel ekonomi üzerinde önemli etkiye sahip bulunmaktadır. Özellikle, yavaşlayan ekonomi ve kurdaki değer kaybı başta çevre ve emtia üretici ülke ekonomileri olmak üzere küresel ekonomi üzerinde tehdit oluşturacak potansiyele sahiptir. Çin otoriteleri ekonomideki yavaşlamayı dizginleyecek araçlara sahip olmakla birlikte Çin'in piyasalarda dalgalanma yaratmaya devam etmesi beklenmektedir.

Piyasalarda Çin kaynaklı yaşanan dalgalanmaların ardından Fed'in buradaki gelişmelere ne şekilde yaklaşacağı piyasaların gündemindeydi. Çin'deki gelişmelerle birlikte, Fed'in Eylül ayında beklenen faiz artırımını erteleyebileceği veya gelişmelerin artırım hızını etkileyebileceği algısı oluşmuştu. NY Fed Başkanı Dudley, ABD ekonomisinde toparlanma devam etmesine karşın Fed'in yurtdışı piyasalarda yaşanan gelişmelerin ne şekilde evrileceğini görmek isteyeceğine yönelik işaret verirken Eylül ayı faiz artırım ihtimalinin azaldığını belirtmiştir. Çin ile başlayan piyasalardaki dalgalanmalar Fed'i bir miktar temkinli olmaya yöneltse de ekonomik veriler bu yıl içerisinde faiz artırımını desteklemektedir.

Nitekim Amerika'da açıklanan veriler beklentilerin üzerinde gerçekleşirken ekonomik görünümüne ilişkin oldukça kuvvetli sinyaller vermiştir. ABD büyümesi yılın ikinci çeyreğinde %2,3'ten %3,7'ye revize edilirken özel tüketim harcamaları büyümenin motoru olmuştur. Özel tüketim harcamaları %3,1 büyürken 2,1 puan katkı yapmıştır. İlk çeyrek büyümesini ciddi oranda aşağıya çeken net ihracat kalemi ise geçici faktörlerin ortadan kalkması ile 0,3 puan katkı yapmıştır. Yatırımlar ise büyümeye 0,7 puan katkı yapmıştır.

Amerika'da hem tüketim hem de yatırım tarafında üçüncü çeyreğe ilişkin ilk veriler ikinci çeyrekteki kuvvetli seyrin devam ettiğini göstermektedir. Ekonomide önemli paya sahip özel tüketim harcamaları ikinci çeyrekteki %3,1 seviyesinde Temmuz ayında %3,4 seviyesine yükselmiştir. Temmuz ayı dayanıklı mal siparişleri yatırım harcamalarına yönelik ipuçları verirken buradaki toparlanmanın devam ettiğini işaret etmektedir. İleriye yönelik eğilimi göstermesi açısından önemli olan savunma hariç sermaye malları siparişleri Haziran 2014'ten beri aylık bazdaki en hızlı artışı göstermiştir. Öte yandan tüketici güveni endeksi içerisinde yer alan istihdam piyasasında iş bulma imkânını ölçen endekste hızlı bir iyileşme görülmektedir. Ağustos ayı istihdam verisi ABD ekonomisine yönelik ipuçları vermesi açısından önemli olacaktır. Özellikle ücret verisi piyasalar tarafından yakından takip edilecektir.

Birçok ülkede ikinci çeyrek büyüme verileri açıklanırken büyük ekonomilerde toparlanmanın devam ettiği görülmektedir. Almanya'da yıllık büyüme hızı ilk çeyrekteki %1,1'den %1,6'ya yükselmiştir. Çeyreklik bazda değişimlere baktığımızda yatırım ve tüketim harcamalarında yavaşlama görülürken ihracat, büyümenin lokomotifidir. Euro'daki gerilemenin büyüme üzerinde olumlu etki yapmaya başladığı görülmektedir. Ekonomideki genel eğilimi yansıtmaya açısından önemli bir öncü gösterge olan IFO endeksi de büyümedeki toparlanmanın yılın üçüncü çeyreğinde devam edeceğini ortaya koymaktadır. Ancak Çin ekonomisindeki yavaşlama yüksek ticari ilişkileri nedeniyle Euro bölgesi büyümesi açısından risk oluşturabilecektir.

## Yurtiçi Piyasalar

### Yurtiçi ve yurtdışı belirsizlikler risk primini artırmaya devam ediyor.

Çin borsasında başlayan satışların Ağustos ayında genele yayılıp panik havası yaratması ile piyasalar oldukça olumsuz bir ayı geride bırakmıştır. Çin Merkez Bankası'nın ay içerisinde Yuan'ı devalüe etmesi satış dalgasının tetiklenmesine neden olurken bu hamle küresel büyümeye yönelik endişeleri artırmış ve kur savaşlarını tekrar gündeme getirmiştir. Başta emtia ve enerji olmak üzere piyasalarda sert satışlar görülürken gelişmekte olan piyasalardan sermaye çıkışı devam etmiştir. Çin Borsası'nda Haziran ayı zirvesinden bu yana düşüş %43'e ulaşmıştır. MSCI dünya endeksindeki kayıp, ay içerisinde %10 seviyesini aşmıştır. Brent petrol ise Temmuz ayındaki sert düşüşün ardından Ağustos ayında da %20 düşerek Mart 2009 küresel kriz seviyelerine gerilemiştir.

Yurtiçi politik belirsizlikler piyasaların seyrinde etkili olan bir diğer faktör olmuştur. Koalisyon görüşmelerinin sonuçsuz kalması ile Türkiye 1 Kasım'da tekrar seçim yapacaktır. Yurtiçi politik belirsizlikler Türkiye ekonomisini yurtdışında yaşanan gelişmelere karşı daha kırılgan hale getirmektedir. Erken seçim ihtimalinin artması ile başlayan satış süreci yurtdışında artan riskten kaçış eğilimi ile hızlanırken, Türkiye'nin risk seviyesinde bozulma Ağustos ayında da sürmüştür. Risk göstergesi CDS son üç yıldaki en yüksek seviyeye ulaşırken. BİST 100 Mart 2014'ten itibaren ilk defa 70.000 seviyesinin altına sarkmıştır. Çin'den gelen faiz indirimi ve Fed'in faiz artırımının erteleneceğine yönelik beklentiler ile bir miktar toparlanma olsa da BİST 100 ayı %5,9 kayıpla kapatmıştır. TL ay boyunca dolara karşı zayıf seyrederken Dolar/TL 3'e yükselerek tarihi zirveyi görmüştür. TL yılbaşından bu yana dolara karşı en zayıf para birimleri arasında yer almaktadır. İki yıllık gösterge faiz ise 1 puanın üzerinde yükselerek %11,25 seviyesini görmüştür.

Süregelen yurtiçi ve küresel belirsizliklerin önümüzdeki ayda piyasalarda dalgalanmalara neden olması beklenirken piyasalar bu süreçten çıkış için ipuçları aramaya devam edecektir. Eylül ayında faiz artırımı ihtimali azalsa da veriler 2015 yılında Fed faiz artırımını desteklemektedir. Fed'in bu yıl içerisinde faiz artırımı ile birlikte piyasaları rahatlatacak mesajlar vermesi beklenebilir. Çin otoritelerince alınan önlemler Çin kaynaklı endişeleri bir miktar azaltsa da Çin, piyasaların uzun süre radarında olmaya devam edecektir. Yurtiçinde ise artan siyasi belirsizlik sonrası piyasa oyuncuları anketler ile yön bulmaya çalışacaktır.

MAKROEKONOMİK GÖSTERGE TAHMİNLERİ	2010	2011	2012	2013	2014	2015 Beklentileri
GSYİH (Milyar TL)	1.099	1.298	1.417	1.567	1.750	1.934
GSYİH (Milyar ABD Doları)	732	774	786	823	800	719
Büyüme Oranı (%)	%9,2	%8,8	%2,1	%4,2	%2,9	%2,9
TÜFE Enflasyonu (Yıllık) (%)	%6,4	%10,4	%6,2	%7,4	%8,2	%7,40
İhracat (f.o.b., Milyar ABD Doları)	113.9	134.9	152.5	151.8	157.7	145.0
İthalat (c.i.f., Milyar ABD Doları)	-185.5	240.8	236.5	-251.7	-242.2	-218.0
Dış Ticaret Dengesi (Milyar ABD Doları)	-71.7	-105.9	-84.1	-99.9	-84.5	-73.0
Cari İşlemler Dengesi (Milyar ABD Doları)	-45.4	-75.1	-48.5	-64.7	-46.4	-39.7
Cari İşlemler Dengesi/GSYİH (%)	-%6,2	-%9,7	-%6,2	-%7,9	-%5,8	-%5,5
Faiz (Gösterge. Bileşik. Yıl Sonu) (%)	%7,10	%11,04	%6,16	%10,03	%7,97	%10,00
Politika Faizi (%)	%6,50	%5,75	%5,50	%4,50	%8,25	%9,50
TCMB Ağırlıklı Fonlama Faizi (%)	-	%9,04	%5,55	%7,10	%8,51	%9,00
Marjinal Gecelik Fonlama Faizi (%)	%9,00	%12,50	%9,00	%7,75	%11,25	%10,75
BİST-100	66.004	51.267	78.208	67.802	85.721	85.000
ABD Doları/TL (Ortalama)	1.5008	1.6790	1.8011	1.9054	2.1927	2.690
ABD Doları/TL (Yıl Sonu)	1.5535	1.9157	1.7912	2.1381	2.3230	2.760
Euro/ABD Doları (Yıl Sonu)	1.34	1.30	1.32	1.38	1.21	1.10

2015 yılına 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](http://www.axahayatemeklilik.com.tr) [iletisim@axasigorta.com.tr](mailto:iletisim@axasigorta.com.tr)

Ticaret Sicil No: 328116 Büyük Mükellefler V.D.: 092 00 000 19

Makroekonomik Göstergeler			
Büyüme	Dönemi	2014	2015
GSYİH (Yıllık Birikimli, Milyar ABD Doları)	1. Çeyrek	813.6	796.2
Büyüme Oranı (Yıllık)	1. Çeyrek	%4,9	%2,3
Üretim Göstergeleri	Dönemi	2014	2015
Sanayi Üretimi (12 Aylık Ortalama)	Haziran	%4,0	%2,9
Kapasite Kullanımı (Mevsimsellikten Arındırılmış)	Ağustos	%74,1	%74,2
İşsizlik Oranı (Mevsimsellikten Arındırılmış)	Mayıs	%9,6	%10,2
Fiyat Göstergeleri (Yıllık)	Dönemi	2014	2015
TÜFE Enflasyonu	Ağustos	%9,54	%7,14
ÜFE Enflasyonu	Ağustos	%9,87	%6,21
Çekirdek Enflasyon	Ağustos	%9,68	%7,66
Bütçe Göstergeleri (Milyar TL)	Dönemi	2014	2015
Gelirler	Ocak-Haziran	210.5	237.5
Harcamalar	Ocak-Haziran	213.9	236.7
Faiz Dışı Denge	Ocak-Haziran	23.1	30.5
Bütçe Dengesi	Ocak-Haziran	-3.4	0.8
Dış Denge (Milyar ABD Doları)	Dönemi	2014	2015
İhracat (12 Aylık Toplam)	Temmuz	157.0	148.9
İthalat (12 Aylık Toplam)	Temmuz	242.6	227.4
Dış Ticaret Dengesi (12 Aylık Toplam)	Temmuz	-85.6	-78.6
Cari İşlemler Dengesi (12 Aylık Toplam)	Haziran	-52.3	-44.7

Not: 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 (%) 31/07/2015 - 31/08/2015 (*)	Yılbaşından İtibaren Değişim (%) 31/12/2014 - 31/08/2015 (*)	Yıllık Değişim (%) 29/08/2014 - 31/08/2015 (*)
Likit Fon (HEP)	%0,72	%5,92	%8,81
Kamu Borçlanma Standart Fonu (HEK)	%0,90	-%1,24	%3,36
Kamu Dış Borçlanma Fonu (HED)	%3,77	%17,18	%24,25
Esnek Fon (HEB)	-%2,77	-%4,74	%1,13
Hisse Senedi Fonu (HES)	-%6,36	-%10,31	-%2,79
Katkı Fonu (HET)	%1,09	%0,98	%4,39
Alternatif Esnek Fon (HEE)	%0,37	%2,71	%8,82
Alternatif Katkı Fonu (HER)	%1,04	%6,32	%9,95
Altın Fonu (HEA)	-%8,49	%16,28	%16,06

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