

## FON BÜLTENİ - EKİM 2017

### Makro Bakış

#### Eylül ayında çekirdek enflasyon 13 yılın zirvesinde.

Ağustos ayında %10,7 seviyesinde gerçekleşen yıllık TÜFE enflasyonu Eylül ayında %11,2'ye ulaştı. Yıllık enflasyondaki yükselişte giyim ve ayakkabı, konut, ev eşyası gibi gruplardaki fiyat artışları etkiliydi. Giyim ve ayakkabı kategorisinde TÜİK'in yaptığı ağırlık sistemi değişikliğinin olumsuz etkisi belirgin şekilde hissedilirken, Temmuz ayından beri yükselen yıllık çekirdek-C enflasyonu (altın, enerji, gıda, tütün ve alkollü ürünler hariç TÜFE) Eylül ayında katı seyirini sürdürerek 2004 yılından beri görülen en yüksek seviyeye ulaştı. Çekirdek enflasyonun genel eğilimini gösteren (mevsimsellikten arındırılmış aylık değişimlerin yıllıklandırılmış değeri) gösterge son üç aydır üst üste bozulma göstermeye devam etti. 30 Eylül itibarıyla mobilya, konut ve beyaz eşya sektörlerindeki vergi teşviklerinin geri alınması, manşet ve çekirdek enflasyon üzerinde Ekim ayında yukarı yönlü baskı görüleceğini düşündürdü. Eylül ayında yıllık ÜFE enflasyonu yataya yakın bir seyirle %16,3 olurken, tüketici fiyatları üzerinde üretici fiyatları kaynaklı baskıların güçlü seyirini koruduğunu yansıttı.

Türkiye ekonomisi yılın ikinci çeyreğinde %5,1 oranında büyüdü. İlk çeyrekte %5,2'lik büyüme kaydeden ekonomi Mart ayı sonunda Kredi Garanti Fonu'nun kefalet kapsamının artırılmasına rağmen bir miktar hız kaybederken, hız kaybının hem iç hem de dış talep kaynaklı olduğu görüldü. Büyümeye harcama yönünden gelen katkılara bakıldığında, özel tüketim harcamalarının 1,9 puan, toplam yatırımların 2,9 puan, net ihracatın 1,7 puan katkısı görülürken, kamunun tüketim harcamaları ve stoklar büyümeden sırasıyla 0,6 puan ve 0,8 puan çaldı. Kamu harcamalarının, 8 çeyreğin ardından ilk kez yıllık bazda düşüş göstermesi dikkat çekerken, toplam yatırımların alt kırımlarında inşaat yatırımlarının belirgin bir artış gösterdiği görüldü. Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış çeyreklik büyüme ise %2,1 ile önceki çeyreğe göre hızlandı ve büyümenin ikinci çeyrekte çalışma günü kaybından olumsuz etkilendiğini düşündürdü. Merkez Bankası Eylül ayında gerçekleştirdiği toplantıda beklentiler doğrultusunda faiz oranlarında değişiklik yapmadı. Banka öncü göstergelerin güç kazandığını belirterek, yılın üçüncü çeyreğinde iktisadi aktivitede baz etkilerinin de desteğiyle hızlanma beklendiğini ima etti. Merkez Bankası'nın enflasyona dair yorumları ise büyümedeki olumlu havanın aksine, daha temkinli bir duruşu yansıttı. Banka, Ağustos ayında yeniden çift haneye ulaşan yıllık enflasyon ve son 12 yılın en yüksek seviyesine ulaşan çekirdek enflasyon göstergeleri hakkında, enflasyonun bulunduğu yüksek seviyelerin fiyatlama davranışlarına dair risk oluşturduğunu belirtti. Merkez Bankası Beklenti Anketi Eylül ayında piyasanın ileriye yönelik enflasyon beklentilerinde önemli bir değişimi yansıtmazken, yıl sonu enflasyon beklentisinde Ağustos ayındaki %9,5'ten %9,7'ye belirgin bir artış vardı.

Merkezi yönetim bütçe açığı 12 ay birikimli olarak GSYH'ye oranla Temmuz ayındaki %1,9'dan sınırlı şekilde genişleyerek Ağustos'ta %2 oldu. 12 ay birikimli faiz dışı denge GSYH'ye oranla aynı dönemde -%0,1'den -%0,2'ye doğru bozulma gösterdi. Yılın ilk 8 ayında bütçe açığı 25,2 milyar TL ile geçen yılın aynı dönemindeki 4,9 milyar TL fazlaya göre bütçe dinamiklerinde bozulmayı yansıttı. Maliye Bakanı Ağbal, yılın son çeyreğinde geri alınacak SGK prim ödemeleri ve 30 Eylül itibarıyla sona eren bazı sektörlerdeki vergi indirimleri nedeniyle yılın kalanında bütçe açığındaki artış trendinin yavaşlayacağını belirtti. Ağbal ayrıca vergi gelirlerinde yılın kalanında beklenen güçlenmenin desteğiyle bütçe açığının GSYH'ye oranla yılı %2 civarında tamamlayabilmesinin mümkün olduğunu söyledi. Nitekim Eylül ayında yayınlanan yeni Orta Vadeli Program'da (OVP), 2017 yıl sonu bütçe açığı hedefinin GSYH'ye oranla önceki %1,6 yerine %2 olarak belirlendiği görüldü. 2018-2020 yıllarını kapsayan OVP'nin büyümeden feragat etmeyen, bütçe harcamalarının yüksek seyrettiği ve bu harcamaların vergi artışlarıyla finanse edildiği bir program olduğu görüldü. 2017 yılında hedeflenen büyüme önceki %4,4'ten %5,5'e yükseltilirken, program dönemi boyunca büyüme oranı %5,5 seviyesinde hedeflendi. GSYH'ye oranla bütçe açığı hedefi 2018 ve 2019 yıllarında %1,9 olarak belirlenirken, bu rakam önceki OVP'ye göre daha gevşek bir mali politikayı yansıttı. Bütçe açığının program sonunda ise GSYH'ye oranla %1,6'ya gerilemesi hedeflendi. Binek otomobillerde Motorlu Taşıtlar Vergisi'nin (MTV) %40 artırılması, MTV hesaplamasında araçların motor silindiri hacminin yanında baz fiyatlarının da hesaba katılacak olması, finans sektöründe yapılan artışın oluşturduğu anlaşıldı. OVP'nin yayınlanmasından ardından düzenlenen Bakanlar Kurulu'nda MTV'de yapılan %40'lık artışın aşağı çekileceği belirtildi. Kredi derecelendirme kuruluşlarının revize OVP hakkındaki yorumları ise karışık bir görünüm sergiledi. Moody's OVP'de hükümetin öngördüğü yüksek harcamaların kamu borçlanmasını artıracak ve kredi notu üzerinde baskı oluşturacağını belirtirken, %5,5'lik büyüme hedefinin iyimser olduğunu değerlendirdi. Moody's Türkiye'nin kredi notunun ana desteklerinden olan sağlam mali göstergeleri üzerinde baskı oluşmasının kredi notunu da olumsuz etkileyeceğini vurguladı. Fitch ise 2019'da yapılacak seçimlerin hükümetin ekonomiye teşvik sağlamaya devam etmesine neden olabileceğini söyleyerek, 2017 yılın tamamında beklediği büyümeyi %4,7'den %5,5'e revize etti. Fitch 2018 ve 2019 yıllarında ise %4,1 büyüme beklentisini koruduğunu belirtti.

### Global Görünüm

#### FED Ekim ayında bilanço küçültmeye başlıyor.

İkinci çeyrekte ABD'de GSYH büyümesi yıllıklandırılmış son tahminde %3,1 olarak açıklandı. Böylece ABD büyümesinin ilk çeyrekteki %1,2'ye göre hızlandığı görülürken, ikinci çeyrek rakamı 2015 yılı ilk çeyreğinden beri görülen en hızlı büyümeyi yansıttı. Ağustos ayında PCE enflasyonu yıllık olarak Temmuz ayına göre değişmeyerek %1,4 olurken, FED'in %2'lik enflasyon hedefi açısından takip ettiği çekirdek PCE enflasyonu yıllık olarak %1,4'ten %1,3'e geriledi. Çekirdek PCE enflasyonu Kasım 2015'ten bu yana en düşük seviyesinde gerçekleşse de, enflasyonun ana eğiliminde yılbaşına göre bir miktar yükseliş vardı. Nitekim FED başkanı Yellen Eylül ayında yaptığı konuşmada enflasyondaki zayıflığın geçici olduğunu söylemeye devam etti. FED 20 Eylül'de sona eren toplantıda faiz değişikliği yapmazken, Ekim ayında bilanço küçültmeye başlayacağını açıkladı. Bilanço küçültmenin Haziran ayında yayınlanan yol haritasına uygun şekilde yapılacağı ve itfasi gelen kıymetlere yapılan yeniden yatırımların ilk etapta aylık 10 milyar dolarlık dilimlerle azaltılacağı belirtildi. Bilanço küçültme tamamlandığında FED'in bilanço büyüklüğünün mevcut 4,5 trilyon dolardan 3 trilyon dolar civarına gerileyeceği tahmin edilmektedir. FED üyelerinin yılın kalanında ilave bir faiz artırımını ve 2018 yılında 3 faiz artırımını beklemeye devam etmeleri ise piyasanın faiz artırım beklentilerini artırdı. FED toplantısı ve Yellen'in ay içinde yaptığı konuşmanın ardından Aralık ayında faiz artışı yapılmasına verilen ihtimal %70 seviyesinin üzerine yükseldi. ABD'de Trump hükümetinin vergi reformuna ilişkin teklifini açıklaması Eylül ayında ABD Doları'na diğer para birimleri karşı değer kazandıran gelişmelerdendi. Kurumlar vergisinde indirim ve bireysel gelir vergisinde sadeleşme gibi maddeler içeren vergi paketinin yasalaşması halinde 10 yıl içinde 2 ila 4 trilyon dolarlık büyüklüğe ulaşabileceği değerlendirildi.

ECB Eylül ayında beklentilere uygun şekilde faiz değişikliği yapmadı ve aylık 60 milyar Euro'luk varlık alım programının yıl sonuna kadar süreceğini teyit etti. ECB başkanı Draghi faiz oranlarının niceliksel genişleme programının sona ermesinden uzun süre sonra dahi düşük seyredeceğini yinelerken, Draghi'nin bu yorumu piyasanın Euro Bölgesi'nde faiz artışı beklentilerinin ötelenmesine yol açtı. Haber akışı ECB'nin niceliksel genişlemenin nasıl geri alınacağına dair planı Ekim ayında açıklayabileceği yönünde olurken, yol haritasının netleşmesinin yıl sonuna sarkması da ihtimaller arasında bulunmaktadır. Euro Bölgesi'nde makroekonomik veri akışı ise güçlü seyretmeye devam etti. Euro Bölgesi'nde GSYH büyümesi yılın ikinci çeyreğinde %2,3 ile ilk çeyrekteki %2'ye göre hızlandı ve iktisadi aktivitedeki toparlanmanın sürdürüğünü yansıttı.

Küresel imalat sanayi PMI endeksi Eylül ayında Ağustos ayındaki son 75 ayın en yüksek seviyesi olan 53,2'ye göre değişmedi. Eylül ayında Euro Bölgesi, ABD ve Japonya'da imalat sektörü aktivitesinin hızlandığı görüldü.

## Yurtiçi Piyasalar

### Yurtiçi piyasalar ABD faizlerindeki yükselişten etkilendi.

ABD 10 yıllık tahvil faizlerinin Eylül başında gerilediği %2 seviyelerinden ay sonunda %2,34'e kadar yükselmesiyle gelişmekte olan ülke hisse senedi piyasalarına portföy akımları geriledi. 10 yıllık tahvil faizlerindeki yükselişte, ABD ekonomisini olumsuz etkilemesi beklenen Irma kasırgasının beklenen etkiyi yapmaması, Kuzey Kore gerginliğinin hafiflemesiyle yaşanan normalleşme ve daha sonra FED toplantısında üyelerin faiz artırım beklentilerini korumaları etkiliydi. Bu dönemde küresel risk iştahının daha az riskli varlıklara yönelmesiyle ABD Doları, Euro ve gelişmekte olan ülke para birimlerine karşı değer kazandı. Yurtiçinde hisse senedi ve tahvil piyasaları üzerinde ABD faizlerindeki artışın yansımaları görülürken, 25 Eylül'de Irak Kürt Bölgesel Yönetimi'nin (IKBY) düzenlediği referandum bölgede jeopolitik riskleri artırarak Türkiye piyasalarının bir miktar olumsuz ayrışmasına neden oldu. Brent petrol referandum kaynaklı risklerle 59 dolar/varil ile son iki yılın en yüksek seviyelerine yükseldi. Yılbaşından Eylül sonuna kadar olan dönemde hisse senedi, tahvil ve Eurobond piyasalarına toplam yabancı portföy girişi 15 milyar doları aşarken, bu durum daha çok Hazine'nin Eylül ayında gerçekleştirdiği ihalelere ve Eurobond ihracına olan ilgi kaynaklıydı. BIST100 Eylül ayında %6,5 gerilerken, Türk Lirası; dolar ve Euro'dan oluşan eşit ağırlıklı döviz sepeti karşısında %2,8 değer kaybetti. Tahvil piyasasında da ABD tahvil faizlerindeki yükselişin etkisi görüldü. 2 yıllık tahvil faizi Eylül ayında Ağustos sonuna göre 30 baz puan kadar yükselirken, 10 yıllık tahvil faizinde de 35 baz puana varan artış görüldü.

Orta Vadeli Program bütçe harcamalarında artış ve bu artışı finanse etmek için yapılan vergi artışlarıyla öne çıkarken, yapılan vergi artışlarının enflasyon yaratmaması ve bütçe açığındaki genişleme trendinin kontrol edilebilir düzeyde kalması, Türkiye'nin kredi notu açısından en önemli çapalardan biri olan mali disiplinin korunması için önemli olacaktır. Önceki döneme göre daha gevşek mali politika, fiyat istikrarı açısından Merkez Bankası'nın sıkı para politikası duruşunu daha kritik hale getirmiştir. Bu doğrultuda Merkez Bankası'nın 26 Ekim'deki para politikası toplantısında vereceği mesajlar takip edilecektir. Önümüzdeki dönemde yurtdışı piyasalarda ABD'de açıklanan vergi reformu teklifine yönelik gelişmeler ve FED'in Ekim ayında başlatacağı bilanço küçültmenin küresel piyasalar üzerindeki yansımaları ön planda olacaktır. Aynı zamanda Şubat 2018 itibarıyla görev süresi dolacak olan FED başkanı Yellen'in yerine gelebilecek adaylar, yakın dönemde FED politikalarının beklenenden daha sıkı bir patikaya girmesi riski nedeniyle haber akışında geniş yer tutabilir.

| MAKROEKONOMİK GÖSTERGELER                 | 2011   | 2012   | 2013   | 2014   | 2015   | 2016   | 2017T   |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| GSYİH (milyar TL)                         | 1.394  | 1.570  | 1.810  | 2.044  | 2.339  | 2.609  | 2.988   |
| GSYİH (milyar ABD Doları)                 | 833    | 876    | 950    | 936    | 861    | 865    | 832     |
| Büyüme Oranı (%)                          | %11,1  | %4,8   | %8,5   | %5,2   | %6,1   | %3,2   | %4,5    |
| TÜFE Enflasyonu (yıllık) (%)              | %10,4  | %6,2   | %7,4   | %8,2   | %8,8   | %8,5   | %9,3    |
| İhracat (milyar ABD Doları)               | 134,9  | 152,5  | 151,8  | 157,7  | 143,9  | 142,6  | 154,5   |
| İthalat (milyar ABD Doları)               | -240,8 | -236,5 | -251,7 | -242,2 | -207,2 | -198,6 | -218,9  |
| Dış Ticaret Dengesi (milyar ABD Doları)   | -105,9 | -84,1  | -99,9  | -84,5  | -63,3  | -56,1  | -64,4   |
| Cari İşlemler Dengesi (milyar ABD Doları) | -75,1  | -48,5  | -64,7  | -43,5  | -32,2  | -32,6  | -37,6   |
| Cari İşlemler Dengesi /GSYİH (%)          | -%9,0  | -%5,5  | -%6,8  | -%4,6  | -%3,7  | -%3,8  | -%4,5   |
| Faiz (Gösterge, bileşik, yıl sonu) (%)    | %11,04 | %6,16  | %10,03 | %7,97  | %10,78 | %10,63 | %10,7   |
| Politika Faizi (%)                        | %5,75  | %5,50  | %4,50  | %8,25  | %7,50  | %8,00  | %8,00   |
| TCMB Ağırlıklı Fonlama Maliyeti (%)       | %9,04  | %5,55  | %7,10  | %8,51  | %8,81  | %8,30  | %10,50  |
| Marjinal Gecelik Fonlama Faizi (%)        | %12,50 | %9,00  | %7,75  | %11,25 | %10,75 | %8,50  | %12,25  |
| BİST-100                                  | 51.267 | 78.208 | 67.802 | 85.721 | 71.727 | 78.138 | 107.000 |
| ABD Doları / TL (Ortalama)                | 1,6790 | 1,8011 | 1,9054 | 2,1930 | 2,7200 | 3,0164 | 3,61    |
| ABD Doları / TL (Yıl sonu)                | 1,9157 | 1,7912 | 2,1381 | 2,3230 | 2,9100 | 3,5294 | 3,60    |
| Euro / ABD Doları (Yıl sonu)              | 1,30   | 1,32   | 1,38   | 1,21   | 1,09   | 1,05   | 1,08    |

### T: 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    | 2015  | 2016  | 2017  |
| GSYİH (Yıllık Birikimli, Milyar ABD Doları)       | 2. Çeyrek | 916,0 | 851,8 | 832,7 |
| Büyüme Oranı (Yıllık)                             | 2. Çeyrek | %7,2  | %4,9  | %5,1  |
| Üretim Göstergeleri                               | Dönemi    | 2015  | 2016  | 2017  |
| Sanayi Üretimi (12 Aylık Ortalama)                | Ağu       | %3,3  | %3,3  | %3,3  |
| Kapasite Kullanımı (Mevsimsellikten Arındırılmış) | Eki       | %77,6 | %77,6 | %78,6 |
| İşsizlik Oranı (Mevsimsellikten Arındırılmış)     | Tem       | %10,4 | %11,1 | %11,1 |
| Fiyat Göstergeleri (Yıllık)                       | Dönemi    | 2015  | 2016  | 2017  |
| TÜFE Enflasyonu                                   | Eki       | %7,9  | %7,3  | %11,2 |
| ÜFE Enflasyonu                                    | Eki       | %6,9  | %1,8  | %16,3 |
| Çekirdek Enflasyon                                | Eki       | %8,2  | %7,7  | %11,0 |
| Bütçe Göstergeleri (Milyar TL)                    | Dönemi    | 2015  | 2016  | 2017  |
| Gelirler  | Oca- Ağu  | 237,5 | 368,4 | 408,7 |
| Harcamalar  | Oca- Ağu  | 236,7 | 363,5 | 433,8 |
| Faiz Dışı Denge                                   | Oca- Ağu  | 30,5  | 40,3  | 13,0  |
| Bütçe Dengesi                                     | Oca- Ağu  | 0,8   | 4,9   | -25,2 |
| Dış Denge (Milyar ABD Doları)                     | Dönemi    | 2015  | 2016  | 2017  |
| İhracat (12 Aylık Toplam)                         | Eyl       | 148,4 | 141,5 | 152,6 |
| İthalat (12 Aylık Toplam)                         | Eyl       | 223,9 | 197,3 | 216,6 |
| Dış Ticaret Dengesi (12 Aylık Toplam)             | Eyl       | -75,5 | -55,7 | -64,0 |
| Cari İşlemler Dengesi (12 Aylık Toplam)           | Ağu       | -43,3 | -28,6 | -37,1 |

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 (%)<br>31/08/2017 - 29/09/2017 (*) | Yılbaşından İtibaren Değişim (%)<br>30/12/2016 - 29/09/2017 (*) | Yıllık Değişim (%)<br>30/09/2016 - 29/09/2017 (*) |
|------------------------------------|--|---|---|
| Likit Fon (HEP)                    | %0,90  | %8,35   | %10,57  |
| Kamu Borçlanma Standart Fonu (HEK) | -%0,10   | %7,40   | %5,32   |
| Kamu Dış Borçlanma Fonu (HED)      | %1,95  | %11,77  | %21,78  |
| Esnek Fon (HEB)                    | -%0,56   | %15,35  | %17,38  |
| Hisse Senedi Fonu (HES)            | -%5,76   | %34,87  | %40,40  |
| Katkı Fonu (HET)                   | -%0,28   | %9,15   | %7,25   |
| Alternatif Esnek Fon (HEE)         | -%0,67   | %11,84  | %13,52  |
| Alternatif Katkı Fonu (HER)        | %0,33  | %7,94   | %9,02   |
| Altın Fonu (HEA)                   | %0,45  | %10,86  | %13,58  |
| Başlangıç Fonu (HEL)               | %0,70  | -   | -   |
| Başlangıç Katılım Fonu (HEG)       | %0,48  | -   | -   |

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