

FON BÜLTENİ - KASIM 2017

Makro Bakış

Merkez Bankası sıkı duruşuna ilişkin mesajını güçlendirdi.

Küresel ve yurtiçi gelişmelerin etkileri ile özellikle tahvil ve döviz piyasasında oynaklıklar Ekim ayında yükselirken, dikkatler Merkez Bankası üzerinde yoğunlaştı. Ekim ayındaki toplantıda faizleri değiştirmeyen Merkez Bankası, sıkı duruşa dair mesajını güçlendirdi. Enflasyonist risklere dikkat çekilen ve büyümenin gücünü koruduğu değerlendirilen toplantıda, enflasyon hedeflerle uyumlu hale gelene kadar para politikasının sıkı duruşunun kararlılıkla korunacağı belirtildi. Merkez Bankası'nın resmi enflasyon hedefi %5 olmakla birlikte, +/-%2 belirsizlik aralığı dikkate alındığında %3-7 bandında gerçekleşen enflasyon Banka'nın hedefleriyle uyumlu olmaktadır. Bu doğrultuda, enflasyon %7'ye doğru ikna edici bir düşüş gösterene kadar Merkez Bankası sıkı bir duruş sergileyeceğinin mesajını verdi. Merkez Bankası Kasım başında yayınladığı Enflasyon Raporu'nda kısa vadede enflasyonun yüksek seyredeceğini ancak, Aralık ayından itibaren baz etkilerinin de desteği ile gerileyeceğini öngördü. Bu yıl sonunda enflasyonu %9,8 seviyesinde bekleyen Banka'nın 2018 projeksiyonu ise %7 oldu. Ancak, çekirdek enflasyondaki iyileşmenin manşet enflasyona göre daha gecikmeli başlayacağını değerlendiren Merkez Bankası, faize ilişkin kararlarında enflasyonun ana eğilimini temsil eden göstergelerin daha önemli olacağını mesajını verdi. Ekim ayında yıllık TÜFE enflasyonunun %11,2'den %11,9'a ve çekirdek enflasyonun %11,0'den %11,8'e yükselmesi Merkez Bankası'nın beklentileri ile uyumlu oldu. Kurdaki yükselişin ve mobilya, beyaz eşya gruplarında sona eren vergi indirimlerinin yanında, giyim kategorisindeki ürünlerin ağırlıklandırılmasına ilişkin yöntem değişikliğinin de enflasyonu yükseltici etkisi vardı. Türk Lirası'ndaki değer kaybının sürerek enflasyonu, beklenen düşüş patikasından uzaklaştırması durumunda, Merkez Bankası'nın faizlerde yukarı yönlü ayarlamayı değerlendirmesi söz konusu olabilir.

2017 yılında büyümeyi desteklemek üzere verilen vergi ve benzeri teşvikler ile kredi büyümesini besleyen Kredi Garanti Fonu (KGF) uygulamasının enflasyondaki düşüşü yavaşlatan unsurlar olduğunu hatırlatan Merkez Bankası'nın, 2017 yılında hükümetin resmi hedefi olan %5,5 büyüme seviyesinin aşılma ihtimalini göz ardı etmediği değerlendirildi. Merkez Bankası 2018 yılında %5,5 olarak hedeflenen büyüme rakamının ise enflasyondaki düşüş süreci ile uyumlu olacağını ve para politikasındaki sıkı duruşun enflasyonla mücadelede katkıının artacağını öngördü. 2017 yılının üçüncü çeyreğine dair öncü göstergeler yıldan yıla büyümenin çift haneye yakın gerçekleşebileceğini düşündürdü. Temmuz-Ağustos aylarının ortalamasında yıldan yıla %13,8 büyüme kaydeden sanayi üretim endeksinin Eylül ayında da güçlü büyüme kaydedeceğine dair işaretler alındı. Eylül ayında ithalat artışındaki güçlenmeye, taşıt üretimi, çelik ve elektrikli üretilen ürünler de eşlik etti. Ayrıca, yılın son çeyreğine ait ekonomik görünümü okumaya yardımcı olan göstergelerden, Reel Sektör Güven Endeksi, Ekim ayında yükselirken, PMI hafif gerilese de görece yüksek seyretti. Ekim ayı geçici ithalat verileri ise olumlu performansın sürdüğünü gösterdi. Sonuç olarak, yılın tamamında, büyümenin %5,5-6 bandını aşma ihtimali güçlendi.

Bu yıl Şubat ayında büyüklüğü 20 milyar TL'den 250 milyar TL'ye yükseltilen ve bankaların işletmelere verdikleri kredilere kamu kefaleti sistemi getiren KGF sayesinde 2016 yılı sonunda %10'lar civarında seyreden (kur etkisinden arındırılmış) kredi büyümesi, Ekim ayı itibarıyla %20 gibi yüksek bir seviyeye ulaştı. KGF kapsamında kullanılan kredi büyüklüğü ise 220 milyar TL'ye ulaştı. Büyümeyi desteklemek üzere atılan adımlar arasında en etkili olanın KGF olduğu değerlendirilirken, Eylül sonunda süresi dolan mobilya ve beyaz eşyadaki vergi indirimleri, şirketlerin SGK primlerindeki öteleme gibi uygulamaların da ekonomiyi canlandırma konusunda etkili olduğu bilinmektedir. Bunların bir sonucu olarak, geçtiğimiz yıllarda GSYH'ye oranla %1 seviyesinde olan merkezi yönetim bütçe açığının bu sene sonunda %2'ye yükseleceği tahmin edildi. Eylül ayı itibarıyla ise bütçe açığı henüz %1,7 seviyesindedir. Büyümeye verilen destek, savunma harcamalarındaki artış, Hazine'nin belirsizlikleri ve nakit rezervini artırma politikası bir araya gelerek, bu yıl borçlanma ihtiyacını belirgin şekilde artırdı. Yıllık Finansman Programı'nı açıklayan Hazine, 2017 yılında 141 milyar TL'lik borç servisine karşılık 162 milyar TL'lik borçlanma gerçekleştireceğini tahmin etti. Oysaki borçlanma hedefi sene başında 117 milyar TL olarak öngörülmüştü. 2003'ten beri ortalama %86 olan ve 2009 yılındaki %104'lük seviye dışında %100 seviyesini aşmayan Hazine'nin iç borç çevirme oranını bu yıl %128 olarak öngörmesi ise tahvil piyasasındaki arz-talep dengesinin bozulmasının faizleri yükselten etkisini ortaya koyar nitelikteydi. 2018 yılında bu oranın %110'a gerilemesi planlanmakla birlikte, borçlanma ihtiyacının öngörülenden fazla olma ihtimalinin olduğu belirtilmelidir. Zira OVP'de 2018 yılında bütçe açığının %1,9 ile yüksek seyredeceği değerlendirilirken, bu tahmine zemin oluşturan ekonomik büyüme varsayımının %5,5 gibi yüksek bir seviyede olması ve ekonomi yönetiminin 2018 yılında da büyümeyi önceliklendirmesi, mali politikanın daha yüksek bir açığa yol açma ihtimali olduğunu düşündürdü.

İktisadi faaliyetin ve kredilerin hızlanmasına rağmen, cari dengede ana eğilimi yansıtan altın ve enerji dışı açık iyileşmeye devam etti. Ağustos ayında cari açık 2016 yıl sonundaki 32,6 milyar dolardan 37 milyar dolara yükselse de, bunda enerji ve altın ithalatındaki artış rol oynadı. Enerji ve altın dışlandığında ise 2016 yıl sonunda 10 milyar dolar olan cari açık 0,1 milyar dolarlık cari fazlaya dönüştü. Türk Lirası'nın 2016 yılının üçüncü çeyreğinden bu yana reel bazda %13 değer kaybetmesinin, ithalatı frenlemiş olduğu değerlendirildi. Diğer yandan, 2016 sonunda 6,5 milyar dolar olan altın ithalatı 12 aylık birikimli olarak 15 milyar dolara yükselirken, artan petrol fiyatları paralelinde enerji faturası 24 milyar dolardan 29 milyar dolara çıktı ve Türkiye'nin dış açığını artırıcı rol oynadı.

Global Görünüm

Gelişmiş ülkeler gevşek para politikalarından çıkışa geçiyor.

31 Ekim - 1 Kasım tarihlerinde yapılan FED toplantısında faizlerde herhangi bir değişiklik yapılmazken, iktisadi faaliyetteki büyümenin belirginleştiği ve son dönemde yaşanan kasırgaların kalıcı bir etki yapmayacağı değerlendirilmeleri, FED'in Aralık ayında faiz artırımını masada tuttuğuna işaret etti. Ayrıca, faiz artırımlarını yavaşlatma potansiyeli taşıyan en önemli unsur olan düşük enflasyon konusunda FED, orta vadede enflasyonun hedeflere doğru yaklaşacağı tahminini koruyarak faiz artırım sürecine ilişkin önceden paylaştıkları öngörülerin geçerliliğini koruduğu mesajını verdi. Hatırlanacağı üzere, FED üyelerinin beklentilerinin ortalaması bu yıl için son bir tane daha ve 2018 yılı için 3 tane daha faiz artırımını içeriyor. ECB ise Ekim ayındaki toplantısında, bu yıl sonunda bitecek olan varlık alım programının süresini Eylül 2018'e kadar uzattıklarını, ancak aylık alım miktarını 60 milyar Euro'dan 30 milyar Euro'ya indirdiklerini açıkladı. ECB ayrıca portföyünde itfası gelen varlıkları da yeni alımlara dönüştüreceğini açıkladı. Niceliksel gevşeme programı bittikten sonra dahi faizlerin uzun bir süre düşük kalacağını belirten ECB, ayrıca varlık alımlarının aniden sonlandırılmayacağını belirtti. Böylece, faiz artırımlarının en erken 2019 yılının ortalarına sarkacağı beklentileri oluştu ve açıklamalar yatırımcıların öngördüğünden daha gevşek bir para politikasına işaret etti. İngiltere Merkez Bankası ise 2 Kasım'da gerçekleştirdiği toplantıda beklentiler paralelinde 25 baz puan faiz artırırken, 2016 yılında İngiltere'nin Avrupa Birliği'nden çıkış referandumunun ardından yapılan faiz indirimi geri alınmış ve 10 yıl sonra ilk defa faiz artırılmış oldu.

ABD'nin 2015 yılında başlattığı aşırı gevşek para politikalarından çıkış sürecine, 2017 yılında Euro Bölgesi ve İngiltere de eşlik etmeye başladı. Ancak, geçmişte yaşanan tecrübelerden ders alan merkez bankaları çıkış sürecini çok kademeli ve iyi bir iletişimle yönettiklerinden, para politikalarındaki normalleşme sürecinin bu defa risk iştahını olumsuz etkilememesi ve belirsizlik yaratmaması önemli bir gelişmeydi. Küresel büyümenin kazandığı momentum sayesinde para politikalarının desteğine olan ihtiyacı azaltması ve normalleşme başlasa dahi faizlerin tarihsel ortalamalarının altında seyretmeye devam edecek olması merkez bankası kararlarının piyasaya olumsuz yansımalarını sınırlayan unsurlardı. Küresel imalat sanayi PMI endeksi Ekim ayında 0,2 puan artışla 53,5 seviyesine yükseldi ve küresel büyümede güçlü eğilimin dördüncü çeyreğe başlarken de korunduğunu yansıttı. IMF Ekim ayında yayınladığı Küresel Ekonomik Görünüm Raporu'nda küresel büyüme tahminini 2017 ve 2018 yılları için Nisan ayındaki rapora göre 0,1'er puan yukarı çekerek sırasıyla %3,6

ve %3,7 seviyesine yükseltti. Ayrıca, ülkelerin %75'inin hızlanmaya katıldığını ve bunun da büyümenin genele yayıldığını gösterdiğini belirtti. Finansal krizden bu yana ilk defa yukarı yönlü revizyon yapılması, küresel büyüme görünümüne ilişkin 2017 yılının bir dönüm noktasını temsil ettiğinin güzel bir göstergesiydi. Diğer yandan, IMF artan borç yükü ve aşırı yükselen varlık değerlerinin gelecekte piyasa güvenini zedeleyebileceği, bunun yansımalarının küresel büyümeyi riske sokabileceği uyarısında bulundu.

Veri akışı ve merkez bankaları kadar, ABD Başkanı Trump'tan gelen hamleler ve Katalonya'nın İspanya'dan ayrılmak üzere bağımsızlığını ilan etmesi de Ekim ayında finansal piyasaları etkileyen yurtdışı gündemde yerini aldı. Senato'nun Trump'ın 2018 yılı bütçesini onaylaması, vergi indirimlerini içeren reformun yolunu açarken, daha hızlı faiz artırımı getirebileceği endişesine de sebep oldu. Ayrıca, 2018 yılının Şubat ayında süresi dolacak olan FED Başkanı Yellen'in ve FED kurul üyelerinden boşalan koltukların yerine atanacak adaylardan bazılarının daha sıkı bir politika uygulaması ihtimali de para politikasına ilişkin belirsizlik yaratarak yatırım ortamını olumsuz etkiledi. ABD Başkanı Trump'ın Kasım ayında, FED Kurul üyesi Jerome Powell'ı yeni FED Başkan adayı olarak açıklaması bu endişeleri azalttı. Powell'ın Yellen'a benzer bir çizgide yavaş bir faiz artırımı sürecini savunduğu biliniyor. Katalonya'nın bağımsızlık ilanı ise Avrupa'da güçlenen milliyetçi akımları ve bu akımların AB üzerindeki olası etkileri yansıması açısından önemli olmakla birlikte, kalıcı bir etki bırakmadı.

Yurtiçi Piyasalar

Enflasyondaki yükseliş beklentisi piyasaları olumsuz etkiledi.

Gelişmiş ülkelerin para politikalarının aşırı gevşek duruşlarından eş zamanlı olarak çıkış eğilimine girmeleri, gelişmekte olan ülke piyasalarına yönelik ilginç Ekim ayında ivme kaybetmesine sebep oldu. Özellikle yerel para cinsi tahvil piyasasında bu yıl ilk defa fon girişi olmazken, hafif çıkış dahi oluştu. Hisse senedi ve Eurobond piyasalarına ise girişler devam etti. Eylül ayında ABD tahvil faizlerinde başlayan yükseliş bir miktar daha devam etti. ABD 10 yıllık tahvil faizi Eylül ayı sonundaki %2,3'ten %2,4'e yükseldi. ABD'de 2 yıllık tahvil faizi ise %1,47'den %1,62'ye daha sert bir artış kaydetti. Ayrıca dolar gelişmiş ülke para birimleri karşısında %1-2 civarında, gelişmekte olan ülke para birimleri karşısında ise %2 civarında ortalama değer kazandı. Buna karşın, yurtiçi piyasalarda TL'nin %6,4'lük değer kaybı ve tahvil faizlerindeki 1 puanlık yükseliş ile olumsuz performans daha belirgindi. Enflasyon görünümü, Hazine'nin borçlanma ihtiyacındaki artış ve ABD ile vize işlemlerinin askıya alınmasına ilişkin gelişmeler yurtiçinde risk primini olumsuz etkiledi. Diğer yandan, küresel borsa endekslerindeki rekor seviyelere paralel olarak, BİST100 %7 yükseldi, ancak diğer gelişen ülke borsalarına kıyasla daha zayıf performans vardı.

Aralık ayında FED'den beklenen faiz artırımı ve Trump hükümetinin vergi indirimlerine ilişkin teklifinin Kongre'nin onayını alıp alamayacağı, gelişmiş ülkeler cephesindeki başlıca gündem maddeleri olacak. Ayrıca, yeni FED Başkan adayının belirlenmesinin ardından, boşta olan diğer kurul üyelikleri için de atamalar beklenirken, atanmaların para politikası yaklaşımları 2018 yılına dair faiz beklentisini etkileyebileceğinden önemli olacaktır. Yurtiçinde ise Ekim ayında enflasyonun %11,9 ile Merkez Bankası'nın ortalama fonlama maliyeti olan %12'ye yaklaşmasının ardından, ortalama fonlama maliyetinin %12,25 olan geç likidite faizine (GLP) doğru yükseltilmesi söz konusu olabilir. Ancak, doğrudan faiz değişikliğini içeren bir karar olup olmayacağını görmek için 14 Aralık'taki PPK toplantısına kadar beklemek gerekiyor. Aralık ayında enflasyonda düşüş başlaması beklenmekle birlikte, TL'deki değer kaybının bu süreci aksatma ve yılı çift hanede tamamlama riski bulunmaktadır. Merkez Bankası'nın enflasyonist risklerin arttığı bir dönemde, sıkı duruşa dair kararlı söylemlerini ne tür aksiyonlara dönüştüreceği izlenecektir. Bu resim altında, tahvil piyasasında faizler ve döviz piyasasındaki oynaklıklara dikkat etmek gerekmektedir.

	MAKROEKONOMİK GÖSTERGELER						2018		
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	KÖTÜ	BAZ	İYİ
GSYİH (milyar TL)	1.570	1.810	2.044	2.339	2.609	3.044	3.412	3.451	3.506
GSYİH (milyar ABD Doları)	876	950	936	861	865	842	836	900	951
Büyüme Oranı (%)	%4,8	%8,5	%5,2	%6,1	%3,2	%5,7	%2,0	%4,3	%6,5
TÜFE Enflasyonu (yıllık) (%)	%6,2	%7,4	%8,2	%8,8	%8,5	%9,6	%10,8	%8,7	%7,5
İhracat (milyar ABD Doları)	152,5	151,8	157,7	143,9	142,6	156,3	162,4	168,5	173,7
İthalat (milyar ABD Doları)	-236,5	-251,7	-242,2	-207,2	-198,6	-221,8	-215,4	-235,9	-254,9
Dış Ticaret Dengesi (milyar ABD Doları)	-84,1	-99,9	-84,5	-63,3	-56,1	-65,5	-53,0	-67,4	-81,1
Cari İşlemler Dengesi (milyar ABD Doları)	-48,5	-64,7	-43,5	-32,2	-32,6	-38,8	-26,4	-39,9	-52,7
Cari İşlemler Dengesi /GSYİH (%)	-%5,5	-%6,8	-%4,6	-%3,7	-%3,8	-%4,6	-%3,2	-%4,4	-%5,5
Faiz (Gösterge, bileşik, yıl sonu) (%)	%6,16	%10,03	%7,97	%10,78	%10,63	%11,6	%13,0	%11,0	%9,2
Politika Faizi (%)	%5,50	%4,50	%8,25	%7,50	%8,00	%8,00	%8,00	%8,00	%8,00
TCMB Ağırlıklı Fonlama Maliyeti (%)	%5,55	%7,10	%8,51	%8,81	%8,30	%12,00	%12,00	%10,50	%8,50
Marjinal Gecelik Fonlama Faizi (%)	%9,00	%7,75	%11,25	%10,75	%8,50	%12,25	%13,00	%12,00	%10,00
BİST-100	78.208	67.802	85.721	71.727	78.138	107.000	98.500	120.000	135.000
ABD Doları / TL (Ortalama)	1,8011	1,9054	2,1930	2,7200	3,0164	3,62	4,07	3,83	3,69
ABD Doları / TL (Yıl sonu)	1,7912	2,1381	2,3230	2,9100	3,5294	3,73	4,41	3,93	3,65
Kur sepeti (0,5 USD+ 0,5 EUR) (Yıl Sonu)	2,0778	2,5443	2,5674	3,0410	3,6104	4,07	4,68	4,30	4,11
Euro / ABD Doları (Yıl sonu)	1,32	1,38	1,21	1,09	1,05	1,18	1,12	1,19	1,25

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 iletisim@axasigorta.com.tr

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

Makroekonomik Göstergeler			
Büyüme	Dönemi	2016	2017
GSYİH (Yıllık Birikimli, Milyar ABD Doları)	2. Çeyrek	851,8	832,7
Büyüme Oranı (Yıllık)	2. Çeyrek	%4,9	%5,1
Üretim Göstergeleri	Dönemi	2016	2017
Sanayi Üretimi (12 Aylık Ortalama)	Ağu	%2,9	%3,3
Kapasite Kullanımı (Mevsimsellikten Arındırılmış)	Eki	%77,5	%79,4
İşsizlik Oranı (Mevsimsellikten Arındırılmış)	Tem	%11,3	%11,2
Fiyat Göstergeleri (Yıllık)	Dönemi	2016	2017
TÜFE Enflasyonu	Eki	%7,2	%11,9
ÜFE Enflasyonu	Eki	%2,8	%17,3
Çekirdek Enflasyon	Eki	%7,0	%11,85
Bütçe Göstergeleri (Milyar TL)	Dönemi	2016	2017
Gelirler	Oca- Eyl	404,5	456,6
Harcamalar	Oca- Eyl	416,5	488,2
Faiz Dışı Denge	Oca- Eyl	29,6	15,0
Bütçe Dengesi	Oca- Eyl	-12,0	-31,6
Dış Denge (Milyar ABD Doları)	Dönemi	2016	2017
İhracat (12 Aylık Toplam)	Eyl	140,8	153,5
İthalat (12 Aylık Toplam)	Eyl	197,1	221,3
Dış Ticaret Dengesi (12 Aylık Toplam)	Eyl	-56,3	-67,8
Cari İşlemler Dengesi (12 Aylık Toplam)	Ağu	-30,3	-37,0

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 (%) 29/09/2017 - 31/10/2017 (*)	Yılbaşından Beri Değişim (%) 30/12/2016 - 31/10/2017 (*)	Yıllık Değişim (%) 28/10/2016 - 31/10/2017 (*)
Likit Fon (HEP)	%1,00	%9,43	%10,98
Kamu Borçlanma Standart Fonu (HEK)	-%1,26	%6,05	%4,48
Kamu Dış Borçlanma Fonu (HED)	%5,27	%17,65	%25,59
Esnek Fon (HEB)	%2,50	%18,24	%19,11
Hisse Senedi Fonu (HES)	%6,30	%43,36	%45,50
Katkı Fonu (HET)	-%1,07	%7,98	%6,42
Alternatif Esnek Fon (HEE)	%1,31	%13,30	%14,04
Alternatif Katkı Fonu (HER)	%0,33	%8,30	%8,74
Altın Fonu (HEA)	%5,13	%16,54	%20,49
Başlangıç Fonu (HEL)	%0,85	-	-
Başlangıç Katılım Fonu (HEG)	%0,60	-	-

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