

FON BÜLTENİ - OCAK 2018

Makro Bakış

Manşet enflasyon gerilese de, temel eğilimde bozulma devam etti.

Aralık ayında Merkez Bankası beklendiği gibi enflasyonist riskleri dikkate alarak Geç Likidite Penceresi (GLP) faizini 0,5 puan artışla %12,75'e taşıdı. Merkez Bankası Kasım ayından itibaren bankacılık sistemine sağladığı tüm fonlamayı GLP kanalı ile yapacak şekilde bir likidite yönetimi değişikliğine gitmiş ve gecelik vadeden %9,25'lik faiz oranı ile piyasayı fonlamayı sonlandırmıştı. Bu doğrultuda, Aralık ayında GLP faizinde yapılan artırım, sistemin ortalama fonlama maliyetinde de paralel bir yükseliş beraberinde getirdi. Kasım ayı öncesinde %12 olan ortalama fonlama maliyeti iki adımda 75 baz puan artarak %12,75 seviyesine taşınmış oldu. TL varlıklara olumlu yansımakla birlikte, faiz artırımının beklentileri tam olarak karşılamadığı ve GLP faizinin Kasım ayında %13'e yükselen yıllık TÜFE enflasyonunun altında kaldığı gözlemlendi. Merkez Bankası'nın beklendenen daha sınırlı bir adım atmasında enflasyon görünümünde en kötünün geride kaldığı ve enflasyonun düşeceği yönündeki öngörüsünün etkili olduğu değerlendirildi. Aralık ayında yıllık TÜFE enflasyonu %13'ten %11,9'a gerileyerek en kötünün geride kaldığı beklentisini haklı çıkardı. Diğer yandan, enflasyonun temel eğilimini yansıtan çekirdek C endeksinde (tütün, alkollü içecekler, gıda, altın ve enerji hariç TÜFE) yıldan yıla değişimin %12,1'den %12,3'e yükselmesi manşet enflasyondaki düşüşün baz etkileri kaynaklı olduğunu, ancak fiyat dinamiklerinde gerçek anlamda bir iyileşmenin henüz başlamadığını gösterdi.

Enflasyonun ilk çeyrekte baz etkileriyle gerilemeye devam etmesi beklenirken, hükümetin daha önce sinyali verdiği şekilde enflasyonu artırıcı vergi düzenlemelerinin bazılarından kaçınması yılın ilk günlerinde enflasyon cephesine yönelik olumlu bir sinyaldir. Her sene Ocak ayında otomatik olarak alkollü içecekler ve tütün ürünlerinde yapılan ÖTV artışları bu yıl pas geçildi. Vergi artışı yapılmış olsaydı, bu gruptaki ürünlerde %10'a varan fiyat artışı olabilirdi ve enflasyona 0,6 puan eklemesi söz konusu olabilirdi. Diğer yandan, mesken elektrik fiyatlarına Ocak ayında %8,8'lik bir zam yapıldı. Bu iki yıldır yapılan ilk zam olurken, TÜFE enflasyonuna doğrudan etkisi 0,2 puan olarak hesaplandı. Ayrıca, otomobilde ÖTV'ye konu olan baz fiyatın %14 artırılması ile otomobil fiyatlarında %3-%4 civarında gerileme olabileceği, bunun da enflasyonda 0,1 puanlık rahatlama getirebileceği değerlendirildi. Bu düzenlemeler nette enflasyon üzerinde olumlu etki yapabilecek olsa da, talep koşullarının enflasyonun düşüşünü sınırlama riski ve kamu tarafından ekonomiyi desteklemek üzere hayata geçirilen uygulamaların ileride gelir artırıcı tedbirlerle sonuçlanarak enflasyona gecikmeli bir şekilde yansımaya ihtimali bulunmaktadır. 2018 yılı için asgari ücrete %14,2 ile %7 seviyesindeki resmi enflasyon beklentisinin çok üzerinde bir zam yapılması, asgari ücrette devlet desteğinin sürdürülmesi, taşeron işçilerin kadroya alınması ve istihdam teşvik paketinin yeniden devreye sokulması bu düzenlemelerden bazılarıdır. Enflasyonun yanında bütçe görünümünün de olumsuz etkileme potansiyeli taşıyan bu uygulamaların 2018 yılı bütçe planlamasında karşılığı olmadığı ve ilave maliyet getireceği belirtilmekle birlikte, henüz resmi kaynaklar tarafından bütçe hedeflerindeki olası sapmaya ilişkin bir değerlendirme yapılmadı. 2018 yılı bütçesi Aralık ayında TBMM'de kabul edilirken, Orta Vadeli Program'da (OVP) duyurusu yapıldığı üzere merkezi yönetim bütçe açığının 2017 yılındaki 61,7 milyar TL'den 65,9 milyar TL'ye genişlemesi öngörüldü. GSYH'ye oranla 2017 yılını GSYH'nin %2'si seviyesinde tamamlaması öngörülen bütçe açığının 2018 yılında fazla düşmeyecek %1,9 olacağı tahmin edildi. Kasım ayında 12 aylık birikimli bütçe açığının GSYH'ye oranı %1,7 seviyesindeydi. 2018 yılı bütçe açığı hedefini zora soktuğu şimdiden görülebilen mali teşvikler, Hazine'nin 2017 yılındaki %126 seviyesinden %110'a geriletmeyi öngördüğü iç borç çevirme oranının daha yüksek gerçekleşme riskini doğurmaktadır.

2017 yılında kredi büyümesini destekleyen ve mali teşvikleri artıran düzenlemelerin yanında, güçlü dış talep koşulları sayesinde ilk üç çeyrekte GSYH'de ortalama %7,4 büyüme kaydedildi. Üçüncü çeyrekte büyüme yıldan yıla %11,1 ile 2011'den beri en yüksek seviyede gerçekleşirken, bu rakamın elde edilmesinde geçen yıl Temmuz ayında yaşanan olaylar sebebi ile oluşan zayıf baz etkisi etkili oldu. Büyümenin 7 puanı özel tüketimden, 3,6 puanı toplam yatırımlardan, 0,4 puanı kamu harcamalarından ve 0,3 puanı net dış ticaretten kaynaklanırken, stoklardaki düşüş büyüme 0,2 puan aşağı çekti. Son çeyreğe ilişkin veriler bir miktar hız kaybı olsa da güçlü seyirini korunduğuna işaret etti. Ekim ayında sanayi üretimi yıldan yıla %8,9 artarken, Kasım ve Aralık aylarında öncü göstergeler sanayi üretiminde daha sınırlı bir büyüme olabileceğini düşündürdü. Üçüncü çeyrekte sanayi üretimi %14,3 çift haneli büyüme kaydetmişti. Buna rağmen 2017 yılının tamamında %7 civarında bir GSYH büyümesi oluşabileceği hesaplanmaktadır ki bu durum Merkez Bankası Beklenti Anketi'ne göre yılbaşında %2,9 olan 2017 yılı büyüme tahmininin belirgin şekilde aşılması anlamına gelmektedir. 2009 yılından bu yana büyümeye en büyük mali ve makro ihtiyatı katkı sağlarken, 2018 yılında da bu kanalların açık bırakılması büyüme verilerinde keskin bir düşüş yaşanma ihtimalini azaltmaktadır. Ayrıca, IMF tahminlerine göre küresel büyümede toparlanmanın sürmesi beklenmektedir ki bu durum Türkiye'nin ihracat performansındaki iyileşmenin sürebileceğini düşündürmektedir. Sonuç olarak 2018 yılına bakıldığında, iktisadi faaliyet açısından iyimser beklentiler olmakla birlikte, faiz ve enflasyon cephesindeki baskıların sürebileceği anlaşılmaktadır.

Global Görünüm

ABD'deki vergi reformu büyüme için olumlu, faiz için olumsuz haber.

FED Aralık ayında beklentiler doğrultusunda yılın üçüncü ve son faiz artışını gerçekleştirerek politika faizi aralığını %1,25-%1,50'ye çekti. Komite üyeleri ABD'deki vergi reformunun büyüme üzerindeki olumlu etkilerini dikkate alarak büyüme tahminlerinde yukarı yönlü revizyonlar yapsalar da faiz artırım sürecini hızlandırma eğiliminde olmadılar. Komite üyelerinin ortalama faiz beklentileri Eylül ayına benzer şekilde 2018 yılında üç faiz artırımına işaret etti. Toplantı öncesinde piyasada 2018 yılındaki faiz artırım sayısının artırılacağı yönünde beklentiler oluştuğu dikkate alınırsa, FED kararı risk iştahı açısından destekleyici bulundu. Aralık ayında Avrupa Merkez Bankası da (ECB) beklentiler doğrultusunda herhangi bir değişiklik yapmazken, destekleyici politikanın devam edeceği sinyali yineledi. Diğer yandan, ECB içerisindeki bazı etkili isimlerin destekleyici uygulamaların bitiş tarihine ilişkin net bir iletişim yapılması gerektiği yönündeki ısrarı, Euro Bölgesi'nde para politikasının normalleşme sürecinin öne çekilme ihtimali konusunda endişe yaratıyor. Uzatılmadığı takdirde ECB'nin aylık 30 milyar Euro'luk varlık alım programı Eylül ayında sona erecek. Aralık ayında Japonya Merkez Bankası da faizlerde ve varlık alımlarında bir değişiklik kararı almadı.

ABD'de yıllıklarındır üçüncü çeyrek GSYH artışı %3,2 olurken, Kasım ayı çekirdek PCE (kişisel harcamalar deflatörü) artışı yıllık olarak %1,4'ten %1,5'e yükseldi. Ayrıca, FED'in daha fazla önem verdiği çekirdek PCE'de son 3 aydaki değişim yıllık %2 ile FED'in hedefiyle uyumlu bulunuyor ve faiz artırımlarının devamı için zemin hazırlıyor. ABD'de Kasım ayında tarım dışı istihdam 228 bin kişilik artış ile güçlü seyrederken, işsizlik oranı %4,1 ile düşük seviyesini korudu. İstihdam piyasasındaki sıkılığa rağmen, ücret artışları yıldan yıla %2,5 ile uzun zamandır içinde hareket ettiği bandı korudu. Büyümenin güçlü seyrine karşın, enflasyonda hedefe doğru yükseliş 2017'de gerçekleşmedi. 2018 yılında FED'in enflasyonda yükseliş beklentisinin haklı çıkıp çıkmayacağı sorusunun para politikası stratejileri ve genel piyasa dinamikleri açısından belirleyici olması bekleniyor. Euro Bölgesi'nde ise üçüncü çeyrekte yıldan yıla büyüme %2,6 seviyesinde gücünü korurken, Kasım ayında yıllık TÜFE enflasyonu %1,4'ten %1,5'e yükseldi. Çekirdek enflasyon ise yıllık olarak %0,9 ile değişmedi. %2 hedefinin oldukça altında bulunan enflasyon ECB'nin gevşek duruşunu sürdürmesi için en önemli motivasyon kaynağı olarak görünüyor. Aralık ayında JP Morgan küresel imalat sanayi PMI endeksinin 0,4 puan artışla Şubat 2011'den beri en yüksek seviye olan 54,5'e ulaşması, büyüme görünümünün son

çeyrek itibarıyla olumlu seyrettiğini gösterdi.

Aralık ayında ABD’de vergi reformunun onaylanması ise 2018 yılı büyüme beklentilerinin yukarı yönlü güncellenmesine yol açtı. ABD Kongresi 10 yılda 1,5 trilyon Dolar’a ulaşması beklenen vergi indirimlerini içeren paketi onayladı. Vergi paketi bireysel gelir vergisi indirimi de içerirken, istihdamı, yatırımları ve büyümeyi olumlu etkileyecek asıl unsurun kurumlar vergisi oranının %35’ten %21’e indirilmesi olduğu değerlendiriliyor. Vergi reformunun ABD büyümesine yapacağı katkının 10 yılda yaklaşık 0,8 ila 1 puan aralığında olması bekleniyor. Diğer yandan, paketin federal bütçe açığını 2019 yılında GSYH’nin %5’ine ulaştırması beklenen bu kararın ABD Hazinesi’nin borçlanma ihtiyacını artırma ve tahvil faizleri üzerinde baskı yaratma ihtimali, yatırım ortamı açısından 2018 yılının önemli riskleri arasında yerini koruyor.

Yurtiçi Piyasalar

Aralık ayını yeni yıl iyimserliği ile tamamladık.

Aralık ayında küresel risk iştahı güçlü seyrederken, FED’in 2018 yılı faiz artırım öngörüsünü artırmaması, ABD’de vergi reformunun onaylanması küresel piyasalarda iyimserlik yaratan gelişmelerdi. Ayrıca, FED’in sıkılaşma sürecini hızlandırmaması Dolar endeksinin zayıflarken, ECB’den gelen güçlü büyüme verileri ile bazı üyelerin daha sıkı bir para politikasını savunmaları Euro’ya destek oldu. Olumlu atmosferden yararlanan yurtiçi piyasalarda Türkiye’ye yönelik risk algısının iyileşmesi de destekleyiciydi. Bu ortamda, Merkez Bankası’nın faiz artırımını 50 baz puan ile sınırlamasının dahi piyasa yansımaları negatif olmadı. Aralık ayında BİST 100 endeksi %10,9 yükselirken, Türk Lirası; Dolar ve Euro’dan oluşan sepet karşısında %2,9 değerlendi, 2 ve 10 yıl vadeli Türk Lirası tahvil faizleri 33 ve 62 baz puan düşüşle yılı %13,4 ve %11,7 seviyelerinde tamamladı.

2018 yılına, küresel büyümede toparlanmanın devam edeceği, enflasyonun hedeflere doğru ılımlı bir yükseliş kaydedeceği ve gelişmiş ülkelerde merkez bankalarının para politikası desteğini kademeli olarak azaltabilecekleri öngörülerini ile girildi. FED’in faiz artırımlarının yanında, bilançosunu 2017’ye kıyasla küçültmeye devam edeceği ve büyümeyi destekleyici mali politikanın da etkisiyle ABD tahvil faizlerinde sınırlı da olsa yükseliş kaydedileceği genel kabul gören görüş oldu. ECB’den faiz artırımını bu yıl beklenmese de, yılın ikinci yarısında varlık alım programının bitişi ve faiz artırımın zamanlamasının daha fazla tartışılmaya başlanması ihtimali olduğu tahminlerde yerini aldı. Gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy akımlarının azalması da olsa devam etmesinin beklendiği 2018 yılı yurtiçi piyasalar açısından da 2017’ye benzer şekilde destekleyici öğeler içermekle birlikte, jeopolitik risklerin devam etmesi dalgalanmalar oluşabileceğini düşündürmektedir. Enflasyondaki düşüşün sınırlı kalması durumunda tahvil faizlerinde yüksek seyir sürme riski bulunurken, Merkez Bankası ise sıkı duruşu uzun bir süre korumak durumunda kalabilir. Büyümenin devamı ve yurtdışında hisse senetlerine yönelik iyimserliğin sürmesi hisse senedi piyasası için pozitif olmakla birlikte, geçen yıla kıyasla gelinen yüksek seviyelerde daha temkinli bir yatırım ortamı oluşabilir.

MAKROEKONOMİK GÖSTERGELER	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	2018T
GSYİH (milyar TL)	1.570	1.810	2.044	2.339	2.609	3.076	3.535
GSYİH (milyar ABD Doları)	876	950	936	861	865	845	873
Büyüme Oranı (%)	%4,8	%8,5	%5,2	%6,1	%3,2	%6,5	%4,0
TÜFE Enflasyonu (yıllık) (%)	%6,2	%7,4	%8,2	%8,8	%8,5	%11,9	%9,7
İhracat (milyar ABD Doları)	152,5	151,8	157,7	143,9	142,6	157,2	169,4
İthalat (milyar ABD Doları)	-236,5	-251,7	-242,2	-207,2	-198,6	-228,8	-243,6
Dış Ticaret Dengesi (milyar ABD Doları)	-84,1	-99,9	-84,5	-63,3	-56,1	-71,5	-74,2
Cari İşlemler Dengesi (milyar ABD Doları)	-48,5	-64,7	-43,5	-32,2	-32,6	-43,6	-45,4
Cari İşlemler Dengesi /GSYİH (%)	-%5,5	-%6,8	-%4,6	-%3,7	-%3,8	-%5,2	-%5,2
Faiz (Gösterge, bileşik, yıl sonu) (%)	%6,16	%10,03	%7,97	%10,78	%10,63	%13,4	%12,8
Politika Faizi (%)	%5,50	%4,50	%8,25	%7,50	%8,00	%8,00	%8,00
TCMB Ağırlıklı Fonlama Maliyeti (%)	%5,55	%7,10	%8,51	%8,81	%8,30	%12,75	%12,50
Marjinal Gecelik Fonlama Faizi (%)	%9,00	%7,75	%11,25	%10,75	%8,50	%12,75	%13,50
BİST-100	78.208	67.802	85.721	71.727	78.138	115.333	120.000
ABD Doları / TL (Ortalama)	1,8011	1,9054	2,1930	2,7200	3,0164	3,65	4,04
ABD Doları / TL (Yıl sonu)	1,7912	2,1381	2,3230	2,9100	3,5294	3,77	4,20
Kur sepeti (0,5 USD + 0,5 EUR) (Yıl Sonu)	2,0778	2,5443	2,5674	3,0410	3,6104	4,14	4,62
Euro / ABD Doları (Yıl sonu)	1,32	1,38	1,21	1,09	1,05	1,20	1,20

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)	3. Çeyrek	857,1	844,1
Büyüme Oranı (Yıllık)	3. Çeyrek	-%0,8	%11,1
Üretim Göstergeleri	Dönemi	2016	2017
Sanayi Üretimi (12 Aylık Ortalama)	Eki	%2,1	%5,5
Kapasite Kullanımı (Mevsimsellikten Arındırılmış)	Ara	%78,0	%79,0
İşsizlik Oranı (Mevsimsellikten Arındırılmış)	Eyl	%11,4	%10,7
Fiyat Göstergeleri (Yıllık)	Dönemi	2016	2017
TÜFE Enflasyonu	Ara	%8,5	%11,9
ÜFE Enflasyonu	Ara	%9,9	%15,5
Çekirdek Enflasyon	Ara	%0,0	%12,3
Bütçe Göstergeleri (Milyar TL)	Dönemi	2016	2017
Gelirler	Oca-Kas	508,6	574,6
Harcamalar	Oca-Kas	510,7	601,1
Faiz Dışı Denge	Oca-Kas	46,3	28,8
Bütçe Dengesi	Oca-Kas	-2,1	-26,5
Dış Denge (Milyar ABD Doları)	Dönemi	2016	2017
İhracat (12 Aylık Toplam)	Kas	141,5	156,0
İthalat (12 Aylık Toplam)	Kas	198,2	229,1
Dış Ticaret Dengesi (12 Aylık Toplam)	Kas	-56,7	-73,1
Cari İşlemler Dengesi (12 Aylık Toplam)	Eki	-33,7	-41,9

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 (%) 30/11/2017 - 29/12/2017 (*)	Yılbaşından Beri Değişim (%) 30/12/2016 - 29/12/2017 (*)	Yıllık Değişim (%) 29/12/2016 - 29/12/2017 (*)
Likit Fon (HEP)	%1,08	%11,73	%11,80
Kamu Borçlanma Standart Fonu (HEK)	%2,75	%7,55	%7,61
Kamu Dış Borçlanma Fonu (HED)	-%2,23	%20,05	%20,06
Esnek Fon (HEB)	%3,72	%21,32	%21,44
Hisse Senedi Fonu (HES)	%9,71	%49,62	%50,06
Katkı Fonu (HET)	%3,63	%10,26	%10,33
Alternatif Esnek Fon (HEE)	%2,16	%15,17	%15,39
Alternatif Katkı Fonu (HER)	%1,43	%10,10	%10,26
Altın Fonu (HEA)	-%3,30	%18,27	%18,90
Başlangıç Fonu (HEL)	%1,09	-	-
Başlangıç Katılım Fonu (HEG)	%0,91	-	-

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

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