

FON BÜLTENİ - ŞUBAT 2018

Makro Bakış

Bütçe açığının sınırlı kalması Hazine borçlanmaları için rahatlatıcı oldu.

Merkezi yönetim bütçe açığının 2017 yılını, beklenenin altında tamamlaması, Ocak ayında faiz piyasası açısından olumlu bir gelişmeydi. GSYH'ye oranla bütçe açığı %1,5 olarak gerçekleşirken, 2016 yılındaki %1,1'lik açığa kıyasla bozulma göstermiş olsa da, %2 olarak belirlenen yükseltilmiş resmi tahminin çok altında kaldı. Büyüme performansının, resmi hedef olan %5,5 seviyesini aşarak %7'li seviyelere ulaşması, istihdam artışının tahminlerden hızlı olması ve enflasyonun %9,8 olan resmi tahmininin çok üzerinde %11,9 seviyesinde gerçekleşmesi vergi gelirlerinin hedefleri aşmasında etkiliydi. Ayrıca, döviz kurunun yükselmesinden doğrusal olarak etkilenen ithalden alınan vergi kalemi de bütçe verilerinin pozitif sürprizinde etkili oldu. Gelirlerdeki yükselişin büyük ölçüde tasarruf edilerek harcamaya dönüştürülmemesi sayesinde, bütçe açığı sınırlanmış oldu. Bu veri ışığında, Hazine'nin 2018 yılı bütçe finansmanı açısından da elinin rahatladığı değerlendirildi. Hazine 2017'de yaptığı borçlanmanın bir kısmını nakit rezervi olarak kasasında biriktirmesi sayesinde, 2018'de bütçe açığının bir kısmını borçlanmak yerine nakit rezervinden karşılama imkânı elde etti. Ayrıca, gelir tarafında oluşan yüksek baz sayesinde 2018'de de gelirlerin hedeflerin üzerinde oluşma potansiyeli ortaya çıkarken, Hazine'nin 2017'de %126'ya ulaşan iç borç çevirme oranının 2018 yılında planlandığı gibi %110'da sınırlanması ve hatta bu oranın dahi altına inmesi ihtimali doğdu. Ocak ayında Hazine'nin iç borç çevirme oranını %100 ile sınırlaması da bunun bir göstergesiydi. Hatırlanacağı üzere 2017 yılında yüksek büyüme elde edilmesine rağmen, büyümenin beraberinde getirdiği yüksek enflasyon ve borçlanma baskısı nedeniyle kırılganlık yarattığı değerlendirilmekteydi. Bütçeden gelen olumlu sürpriz 2018 yılının bu anlamda daha dengeli olabileceğini düşündürdü. Diğer taraftan, teşvikler ve savunma harcamaları kaynaklı olarak bütçe üzerinde maliyet yaratabilecek risklerin de devam ettiği izlendi. Daha önceden açıklanan asgari ücrete devlet desteği ve taşeron işçilerin kadroya alınması gibi uygulamaların getireceği maliyetlere ilişkin resmi bir bilgi henüz verilme de bu kalemlerin endişe edildiği kadar büyük bir yükü olmayacağı değerlendirildi. Diğer yandan, KDV iadesi, makine teçhizat yatırımlarına KDV istisnası, istihdam teşviki, otomobil alımlarında hurda desteği gibi teşviklere ilişkin düzenlemelerin gündeme geleceği belirtilirken, son jeopolitik gelişmeler ışığında savunma harcamalarında artış yaşanacağı da anlaşıldı. Hükümet 2018'de savunma bütçesini bir önceki yıla göre 18 milyar TL artırmıştı.

Hazine ve Kredi Garanti Fonu (KGF) arasında imzalanan yeni bir protokol ile 55 milyar TL'lik Hazine garantili kredi imkânının özellikle yatırım ve ihracat tarafına yönlendirilecek olması ekonomi yönetiminin toplam büyümenin rakamsal değerinden ziyade kompozisyonuna odaklanmaya başladığını yansıtan önemli bir gelişmeydi. Ayrıca, 2018 yılında kredi geri ödemeleri de olacağı dikkate alındığında, KGF kredilerinde toplam portföy büyüklüğünün maksimum kapasite olan 250 milyar TL'ye kadar artırılabileceği de hesaplandı. 2017 yılında KGF kredilerinin 200 milyar TL'ye ulaştığı belirtilmişti. Bu durum, büyümenin aşırı ısınmasının, buna bağlı olarak da enflasyon ve faiz gibi diğer dinamiklerin olumsuz etkilenmesinin önüne geçilmeye çalışıldığını düşündürdü. Merkez Bankası'nın ekonomi yönetiminin diğer birimleri ile işbirliği içerisinde enflasyonun düşürülmesi gerektiğine vurgu yaptığı bir dönemde bu gelişmelerin yaşanması anlamlıydı. Aralık ayındaki %11,9 seviyesinden Ocak ayı itibarıyla %10,35'e gerileyen enflasyon için 2018 yıl sonu piyasa beklentisinin %9,5 olması, çift hanenin kalıcı olma riskinin hâlâ sürdüğünü yansıttı. Ocak ayında çekirdek enflasyon (gıda, alkollü içecekler, tütün, altın, enerji hariç TÜFE) ise fazla değişmeyerek %12,2 ile yüksek patikasını korudu. Merkez Bankası Ocak ayında yayınladığı Enflasyon Raporu'nda baz etkileri kaynaklı düşüşlere değil, temel eğilime odaklanılacağını belirterek yılın ilk aylarında enflasyondaki düşüşe rağmen Geç Likidite Penceresi (GLP) faizini mevcut %12,75 seviyesinden aşağı indirme veya likidite yönetimini gevşetme gibi bir planı olmadığını mesajını vermiş oldu. Ayrıca Başkan Çetinkaya konuşmasında, enflasyondaki düşüşü hızlandırmayı ve para politikasının etkinliğini artırmayı öncelikleri olarak sıraladı. Merkez Bankası'nın sene sonu tahminini %7'den %7,9'a revize etmesine rağmen, piyasa beklentilerine kıyasla çok daha düşük bir tahmin belirlenmesinin, para politikasının sıkı duruşunun sürdürüleceği ve hatta gerekirse ilave tedbirler de alınabileceğine dair bir mesaj niteliğinde olduğu söylenebilir. Merkez Bankası Ocak ayı toplantısında ise herhangi bir değişikliğe gitmedi, ancak sıkı duruşa ilişkin vurgusunu güçlendirdi.

Yılın ilk üç çeyreğinde %7,4 büyüyen Türkiye ekonomisinin benzer bir hızı son çeyrekte de muhafaza ettiği gözlemlendi. Ekim ve Kasım aylarında ortalama sanayi üretimi artışı %8 olurken, Aralık ayı için yavaşlama olsa da yüksek bir artış olabileceği beklentisi oluştu. Ayrıca, Ocak ayında öncü göstergeler büyümenin güçlü devam ettiğine işaret etti. Türkiye imalat sanayi PMI verisi Aralık ayındaki 54,9'dan Ocak ayında 55,7'ye yükseldi. İmalat PMI imalat sektörü aktivitesinde Mart 2011'den bu yana en güçlü iyileşmeyi yansıttı. Ayrıca, iktisadi faaliyetle ilişkili olan altın ve enerji dışı ara malı ithalatında Ocak'ta yıldan yıla %14,3'lük yükseliş kaydedildi. Momentumun güçlü seyretmesi sayesinde 2018 yılında %4-5 bandında bir büyüme oranının yakalanabileceğine dair beklentiler arttı. 2017'ye kıyasla yavaşlamayı yansıtsa da, potansiyel büyümenin altına düşülme ihtimali hızla azalmaya devam etti. Aktivitenin güçlü seyretmesi, petrol fiyatlarındaki yükseliş ve altın ithalatındaki artış ise dış dengede bozulmayı beraberinde getirdi. 11 ayda 11 milyar dolar artan cari açık 12 aylık birikimli olarak Kasım itibarıyla 43,7 milyar dolara ulaşırken, Aralık ayı ve Ocak ayı dış ticaret verileri incelendiğinde bu rakamın hızla artacağı anlaşıldı.

Global Görünüm

Merkez Bankaları değişiklik yok diyor, veriler daha sıkı duruş çağırıyor.

FED, Ocak ayında Yellen'in son kez başkanlık ettiği toplantıda beklentilerle uyumlu olarak faiz değişikliği yapmadı. FED'in çekirdek enflasyonun yıllık seyri hakkındaki değerlendirmeleri Mart ayından itibaren baz etkilerinin desteğiyle yükselmesi beklenen enflasyona bir gönderme olarak değerlendirilirken, enflasyonun "yakın vadede %2 hedefinin altında kalmayı sürdüreceği" yorumu metinden çıkartıldı. Ayrıca FED, para politikasında önümüzdeki dönemde faiz oranlarında kademeli artışlar yapılacağına dair yorumlarına, 'ilave' ifadesini ekledi. Bu da yine FED'in beklenenden biraz daha şahin bir tutumu olduğunu düşündürdü. FED üyelerinin bu yıl için ortalama beklentisi 3 faiz artırımına işaret ederken, piyasa ilk faiz artırımının Mart ayında olmasını bekliyor. Ancak, söylemlerin beklenenden daha şahin olması, bu yıl 3 yerine 4 faiz artırımını ihtimalini de gündeme getirdi. ABD'de tarım dışı istihdam artışı ise beklentilere göre yüksek olurken, ücret artışındaki hızlanma FED'in bu yıl faiz artırımını hızlandırmasına yönelik riski artırdı. Ocak ayı toplantısında faiz oranlarında değişiklik yapmayan Avrupa Merkez Bankası (ECB), niceliksel genişlemenin gerekirse süre veya miktar olarak uzatılabileceğine, ayrıca faizlerin QE'nin bitmesinden sonra dahi düşük kalacağına dair sözlü yönlendirmelerini korudu. Ancak, Euro Bölgesi'ndeki güçlü iktisadi aktivite nedeniyle Banka'nın daha şahin söylemlere bu yıl içerisinde geçebileceğine dair tahminler piyasada etkili olmaya devam etti. Japonya Merkez Bankası da Ocak ayında herhangi bir değişiklik yapmadı. Başkan Kuroda'nın enflasyon görünümüne ilişkin risklerin aşağı yönlü olduğu yorumu, 10 yıllık tahvil faizi için %0 olarak belirlenen hedefin kısa vadede değiştirilme ihtimalini zayıflattı.

Küresel büyümeye dair veri akışı Ocak ayında da güçlü olurken, gelişmiş ülkelerde enflasyonda yavaş da olsa yukarı yönlü sinyaller oluşmaya başladı. JP Morgan'ın küresel imalat sanayi PMI endeksi Ocak'ta 54,5'ten 54,4'e çok sınırlı bir düşüş kaydetmekle birlikte uzun zamanların en yüksek seviyelerinden biriydi ve büyümeye dair olumlu bir sinyal verdi. ABD'de dördüncü çeyrek büyümesi, beklentilerin bir miktar altında %2,6 olarak gerçekleşti, ancak potansiyelin üzerinde kalmaya devam etti. Euro Bölgesi'nde dördüncü çeyrek büyümesi ise beklentiler dâhilinde yıldan yıla %2,7 ile oldukça güçlü bir seviyede oluştu. ABD'de FED'in favori enflasyon göstergesi olan çekirdek PCE (kişisel tüketim harcamaları deflatörü) yıldan yıla %1,5 artışla yatay kalsa da, trend olarak %2'lik resmi hedefe doğru yükselişteydi. Euro Bölgesi'nde çekirdek TÜFE enflasyonu Ocak ayında aylık %0,1 olurken, yıllık seviye Aralık ayındaki %0,9'dan

%1'e yükseldi. Bölgede çekirdek enflasyonun önümüzdeki dönemde yükselmesi, ancak bu artışın ılımlı kalması bekleniyor. Çin'de de Ocak ayında büyüme cephesinden gelen sinyaller olumlu. Çin ekonomisi 2017 yılında %6,9 büyürken, bu oran son iki yılın en güçlü büyümesini yansıttı. 2017 yılında büyüme oranı hem 2016 yılında kaydedilen %6,7'nin, hem de Çin hükümetinin açıkladığı %6,5 civarındaki hedefin üzerinde gerçekleşti. Ayrıca, ülkede 2010 yılından beri görülen ilk yıllık bazda hızlanma kaydedildi.

Sonuç olarak, senkronize büyüme teması geçerliliğini yeni yılın ilk ayı itibarıyla da korurken, enflasyonda beklentiye paralel olarak bir miktar yükseliş oluşmaya başladı. Gelişmiş ülke merkez bankalarının planların değişmediği yönünde politika mesajları vermelerine rağmen, büyüme ve enflasyon gelişmelerinin bu yıl içerisinde daha sıkı yönde bir politika duruşu değişikliğine neden olabileceği ihtimali piyasalarda daha fazla dikkate alınmaya başlandı. ABD'de Şubat ayı başında yayınlanan istihdam verisi bu yöndeki riskleri perçinledi.

Yurtiçi Piyasalar

Yurtdışının desteği ile piyasalar yıla güçlü başladı.

Ocak ayında, gelişmiş ülkelerde tahvil faizleri yükselmesine karşın, gelişmekte olan ülke tahvil faizlerinde düşüş vardı. Bu ayrışmanın arkasında doların küresel olarak değer kaybetmesinin etkili olduğu değerlendirildi. Doların düşüşü, emtia, gelişmekte olan ülke varlıkları ve hisse senedi piyasaları gibi riskli yatırım araçlarının getirilerini yukarı taşıırken, gelişmekte olan ülkelere enflasyonun düşüşüne katkı sunması faiz görünümünü olumlu etkiledi. Gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy girişleri güçlü bir şekilde devam etti. Hisse senedi piyasaları getirilerinde ise ABD'deki vergi indirimlerinin devam eden etkileri ve küresel olarak senkronize büyümenin sürmesi sayesinde yükseliş hız kazandı. Ancak, Ocak ayında Türk Lirası varlıklarda kazançlar diğer benzer ülkelerin altında kaldı. Türk Lirası, dolar karşısında %1 değerlendi, ancak dolar ve Euro'dan oluşan kur sepeti bazında %1 değer kaybetti. 10 yıllık tahvil faizindeyse beklenenden olumlu bütçe verilerine rağmen yatay bir seyir vardı. BIST100 %3,6 artışla rakiplerinin %3 gerisinde kaldı.

Şubat ayına girilirken, gelişmiş ülke tahvil faizlerindeki yükselişin hisse senetlerine düşüş olarak yansımaları dikkat çekmektedir. Ancak, risk iştahının tamamen bozulduğu ve trendin düşüş yönünde değiştiği bir yatırım ortamından ziyade, kâr realizasyonlarının yaşandığı değerlendirilmekte, temel eğilimin yukarı yönlü olduğu tahmin edilmektedir. Gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy girişlerinin hız kesmeden devam etmesi de bu görüşü desteklemektedir. ABD dışındaki ülkelere büyümenin güçlenme döngüsüne girmiş olması FED'in faiz artırımına rağmen doların gücünü sınırlayacak bir unsur olmakta ve risk iştahına destek vermektedir. Buna karşın, küresel piyasa dinamikleri, özellikle tahvil piyasasında daha temkinli olmayı gerektirmektedir. Gelişmiş ülkelerde enflasyonun beklenenden hızlı yükselme riski bu yılın genelinde olduğu gibi Şubat ayında da piyasa dinamikleri açısından önemini korumaktadır. Yurtdışında enflasyonda kısa vadede oluşacak gerileme ve Hazine'nin iç borç çevirme oranını düşük tutma çabası, Türkiye özelinde bir miktar korunma sağlasa da, küresel gelişmeler faizlerde düşüşü sınırlayıcı bir unsur olarak karşımıza çıkmaktadır. Büyüme performansı ise hem yurtdışında hem de yurtdışında hisse senetleri açısından destekleyici rolünü sürdürmektedir. Jeopolitik gelişmeler ise Türkiye'nin uluslararası ilişkilerine etkisi kapsamında izlenmesi gereken bir unsur olmaya devam etmektedir.

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	157,1	169,4
İthalat (milyar ABD Doları)	-236,5	-251,7	-242,2	-207,2	-198,6	-233,8	-243,6
Dış Ticaret Dengesi (milyar ABD Doları)	-84,1	-99,9	-84,5	-63,3	-56,1	-76,7	-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.

Mecidiyeköy 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)	Kas	%2,2	%5,7
Kapasite Kullanımı (Mevsimsellikten Arındırılmış)	Oca	%77,4	%78,7
İşsizlik Oranı (Mevsimsellikten Arındırılmış)	Eki	%11,7	%10,3
Fiyat Göstergeleri (Yıllık)	Dönemi	2016	2017
TÜFE Enflasyonu	Oca	%9,2	%10,3
ÜFE Enflasyonu	Oca	%13,7	%12,1
Çekirdek Enflasyon	Oca	%7,8	%12,2
Bütçe Göstergeleri (Milyar TL)	Dönemi	2016	2017
Gelirler	Oca- Ara	554,4	630,3
Harcamalar	Oca- Ara	583,7	677,7
Faiz Dışı Denge	Oca- Ara	21,0	9,3
Bütçe Dengesi	Oca- Ara	-29,3	-47,4
Dış Denge (Milyar ABD Doları)	Dönemi	2016	2017
İhracat (12 Aylık Toplam)	Ara	142,5	157,1
İthalat (12 Aylık Toplam)	Ara	198,6	233,8
Dış Ticaret Dengesi (12 Aylık Toplam)	Ara	-56,1	-76,7
Cari İşlemler Dengesi (12 Aylık Toplam)	Kas	-33,7	-43,8

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 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 (%) 29/12/2017 - 31/01/2018 (*)	Yılbaşından Beri Değişim (%) 29/12/2017 - 31/01/2018 (*)	Yıllık Değişim (%) 29/01/2017 - 31/01/2018 (*)
Likit Fon (HEP)	%1,06	%1,06	%12,20
Kamu Borçlanma Standart Fonu (HEK)	%1,00	%1,00	%8,49
Kamu Dış Borçlanma Fonu (HED)	%0,68	%0,68	%9,86
Esnek Fon (HEB)	%2,33	%2,33	%22,52
Hisse Senedi Fonu (HES)	%4,76	%4,76	%47,36
Katkı Fonu (HET)	%0,90	%0,90	%10,75
Alternatif Esnek Fon (HEE)	%1,13	%1,13	%14,36
Alternatif Katkı Fonu (HER)	%1,17	%1,17	%10,55
Altın Fonu (HEA)	%2,82	%2,82	%8,24
Başlangıç Fonu (HEL)	%1,08	%1,08	-
Başlangıç Katılım Fonu (HEG)	%0,87	%0,87	-

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