

FON BÜLTENİ - MART 2018

Makro Bakış

Enflasyondaki düşüşe rağmen Merkez Bankası'ndan sıkı duruş bekleniyor.

Türkiye ekonomisi 2017 yılının ilk üç çeyreğinde kaydettiği %7,4'lük büyümenin ardından, yılın son çeyreğinde de %6'nın üzerinde bir büyüme yakalayabileceğini verilerle gösterdi. Aralık ayında sanayi üretimi yıldan yıla %6,5 artarken, son çeyrekteki ortalama artış %7,5 seviyesinde gerçekleşerek önceki çeyreğe ait %14,5'lik istisnai derecede kuvvetli büyümenin devam etmediğini, ancak yine de potansiyel üzeri bir büyümenin sürdüğünü yansıttı. Son çeyrekte, büyümenin bileşenlerine bakıldığında, tüketimde yavaşlama dikkat çekerken, yatırımların görece güçlü artışı ve net dış talebin ise önceki çeyreklerin aksine son çeyrekte büyümeye katkı yapmadığı görülebilir. Kamu harcamalarının ise büyümeyi yukarı çekmeye devam ettiği anlaşılmaktadır. 2018 yılına ait ilk sinyaller de büyümenin hızını koruduğunu gösterdi. Ocak ayında 55,7 ile Mart 2011'den beri en yüksek seviyesine ulaşan imalat sanayi PMI endeksi Şubat ayında 55,6 ile yatay seyretti. Mevsimsellikten arındırılmış Reel Sektör Güven Endeksi 2017 yılının son çeyreğine göre önemli bir değişim göstermeyerek Ocak-Şubat döneminde 110,9 olurken, kapasite kullanımı benzer dönemde %79,3'ten %78,8'e sınırlı bir değişim gösterdi. Ayrıca, iktisadi faaliyet için önemli bir göstergesi olan altın ve enerji dışı ara malı ithalat artışı 2017 yılının son çeyreğine benzer şekilde çift haneli büyüme performansını sürdürdü. Sonuç olarak, 2017 yılını, tahminen %7 civarında tamamlayan GSYH büyümesinin 2018 yılında resmi hedef olan %5,5 seviyesiyle uyumlu bir patikada ilerleme ihtimali kuvvetlendi.

Büyümenin daha ılımlı bir platoya gerilemesinde kredi büyümesindeki ivme kaybının rol oynadığı değerlendirilmektedir. Kredi Garanti Fonu kapsamında firmalara 2017 yılında verilen kredilerin büyüklüğü 200 milyar TL'yi aşarken, bankacılık sistemindeki kredi büyüklüğünün yıldan yıla değişimi %10'dan %20'ye yükselmişti. Bu oran Şubat ayında %20'nin altına doğru hafif geri çekildi. İktisadi faaliyetteki sınırlı ivme kaybına rağmen, cari açığı yükselttiği hız kazandı. 2016 yılını 32,6 milyar dolar ile tamamlayan ve 2017 yılı sonunda 47,1 milyar dolara yükselen cari açık için Ocak ayına ait öncü göstergeler 12 aylık birikimli olarak 50 milyar doların aşılabilirliğini ve GSYH'ye oranla en son 2014 yılında görülen %6 seviyesine yeniden çıkılabileceğini gösterdi. Dış ticaret açığının Ocak ayında yıldan yıla 4,7 milyar dolarlık artışla 9,1 milyar dolara ulaşması bu yöndeki en önemli sinyal oldu. Altın ithalatının 2017 yılında normal bir yılın 3-4 katına çıkarak 16,6 milyar dolara ulaşmasının ardından beklenen normalleşme gerçekleşmezken, Ocak ayında da altın ithalatının 2,3 milyar dolar seviyesinde gerçekleşmesi dış dengedeki bozulmanın önemli bir sebebi oldu. Ayrıca, enerji ithalatındaki yükseliş de devam etti. Döviz kurunda oluşan istikrarın ise enerji ve altın dışı ithalattaki yükselişin ivmelenmesinde etkili olduğu düşünülmektedir. Portföy yatırımlarının cari açığın finansmanındaki rolünün son dönemde arttığı dikkate alınırsa, 2018 yılında yükselen cari açığın Türk Lirası üzerinde baskı yaratmaması için küresel risk iştahının güçlü seyretmesine ihtiyaç duyulabilecektir.

İktisadi faaliyetin daha ılımlı bir seviyeye doğru ilerlemesi enflasyonda beklenen düşüş açısından destekleyici bir durumdur. Şubat ayında %10,35'ten %10,26 seviyesine gerileyen yıldan yıla TÜFE enflasyonuna, çekirdek enflasyonun %12,2'den %11,9 seviyesine gerilemesi eşlik etti. Böylece, manşet enflasyonda 2017 yıl sonundan bu yana düşüş 166 baz puanına ulaştı. Buradaki düşüşün büyük ölçüde baz etkileri ile ilişkili olduğu belirtilebilir. Türk Lirasında geçen yılın başlarında yaşanan sert değer kayıpları enflasyonda belirgin bir yükselişe sebep olmuştu, bu yıl ise istikrarlı seyreden döviz kurları enflasyonun gerilemesine olanak tanımaktadır. Bahar aylarına kadar bu etkinin devam etmesi ve düşüşün sürmesi mümkün görünmektedir. Merkez Bankası baz etkilerinden kaynaklanan düşüşlere tepki vermeyeceğini, enflasyonda ikna edici bir iyileşme olana kadar sıkı duruşunu sürdüreceğini belirttiği için, henüz faizlerde enflasyona eşlik eden bir düşüş beklenmemektedir. Merkez Bankası Kasım ayından bu yana bankacılık sistemine %12,75 seviyesinden Geç Likidite Penceresi ile fonlama sunmaktadır. Böylece, tek fonlama ve tek faiz dört aya yakın bir süredir devam etmektedir. Önümüzdeki dönemde, Merkez Bankası'nın bu sade yapıyı resmiyete dökerek, para politikası çerçevesini sadeleştirme yönünde adım atması mümkün görünmektedir. Bu yöndeki aksiyonların, belirsizliği azaltarak Türk Lirası varlıklara olumlu yansımaları muhtemeldir. Ancak, bu yıl enflasyonun tek haneye indirilmesi ancak elektrik ve doğalgaz zamlarının olmaması, bütün ürünlerinde otomatik vergi artışının Ocak ayında olduğu gibi pas geçilmesi, gıda enflasyonunun düşmeye devam etmesi ve kurlarda yeni bir yükseliş yaşanmaması gibi iyimser bir senaryo altında mümkün görünmektedir. Bu nedenle de, Merkez Bankası'nın faiz politikasının sıkı bir şekilde devam etmesi beklenmektedir. Merkez Bankası Beklenti Anketi'nde sene sonu için ortalama TÜFE enflasyonu beklentisi %9,5 seviyesinde bulunmaktadır.

Para politikasındaki sıkı duruşun enflasyondaki düşüş sürecine destek verebilmesi için makroihtiyati ve mali politikaların bu etkiyi ortadan kaldırmayacak şekilde uyumlu hareket etmesi önemli olmaktadır. KGF kapsamında verilen kredilerin 2017 yılının aksine 2018 yılında zamana yayılarak verilmesi ve yatırımlar ile ihracata yönlendirilmesi bu anlamda olumlu olurken, bütçe açığının ise bu yıl artma ihtimali gündemdedir. 2017 yılını beklenenden olumlu bir performansla GSYH'ye oran olarak %1,5 seviyesinde tamamlayan merkezi yönetim bütçe açığının 12 aylık birikimli olarak Ocak ayında %1,7'ye yükseldiği hesaplanmaktadır. Buradaki bozulmanın aynı hızda devam etmeyeceği düşünülse bile, KDV iadesinin kolaylaştırılması, yatırımlara hızlandırılmış amortisman ve KDV istisnası getirilmesi, asgari ücret desteği, istihdam teşvikleri gibi adımların yanında, savuma giderleri sebebiyle de bütçe gelişmeleri önümüzdeki dönemde önemini koruyabilir. Hazine'nin 2017 yılından bu yıla devrettiği güçlü nakit rezervi ise %1,9'luk bütçe açığı hedefi aşılma dahi, borçlanma ihtiyacını sınırlandırmaya ve dolayısıyla da riskleri dengeleme potansiyeli taşımaktadır. Hazine Ocak ve Şubat aylarında planladığı miktarın altında borçlanarak nakit rezervini bu yönde kullanma eğilimi olduğunu göstermiştir.

Global Görünüm

FED'in faiz artırımını hızlandırmı mı?

FED'in Ocak ayında yaptığı toplantının tutanaklarına göre, FED üyelerinin büyük çoğunluğu güçlü büyüme görünümünün para politikasında 'ilave' kademeli sıkılaştırma ihtimalini artırdığını düşünürken, bazı üyelerin Aralık ayı toplantısına kıyasla kısa vadeli büyüme tahminlerini yükselttikleri belirtildi. FED üyeleri ayrıca, ABD'de yasalaşan vergi düzenlemelerinin daha önce tahmin edilenden daha büyük etkilerinin olabileceğini değerlendirdi. Üyeler Ocak ayında gerçekleştirdikleri toplantıda geçen sene sonunda onaylanan vergi indirimlerini dikkate almış olsalar da, Şubat ayında onaylanan ve bütçe harcamalarını iki yıl boyunca kayda değer bir şekilde artırması beklenen bütçe anlaşması bu toplantı sonrasında sürpriz bir gelişme olarak gerçekleşti. Bütçe harcamalarının artırılmasına yönelik planın iki yıl boyunca büyümeye 1 puan civarında katkı yapması bekleniyor. Ayrıca, FED'in toplantısını takip eden süreçte enflasyon göstergeleri de beklentileri aştı. Tutanaklara göre üyeler önümüzdeki toplantıda FED faiz oranının 'ilave kademeli artışları' yansıtır şekilde revize edilebileceği görüşüne varırken, FED üyelerinin büyüme ve enflasyon görünümüleri konusunda daha güvenli hale gelmeleri FED'in bu yıl önceden sinyalini verdiği şekilde üç defa değil dört defa faiz artırımını yapabileceğine dair beklentileri çoğalttı. Şubat ayında göreve gelen yeni FED Başkanı Powell'in ekonominin güçlendiğine ve enflasyonun hedefe ulaşmasına dair güvenin arttığına dair değerlendirmeleri de bu beklentileri destekledi. 21 Mart'taki toplantıda ilk faiz artırımının yapılmasına kesin gözüyle bakılırken, faiz artırım sayısına ilişkin güncelleme daha önemli olacak. ABD'de Mart ayının ilk gününde Başkan Trump'ın ithal edilen çeliğe %25 ve alüminyuma %10 oranında gümrük vergisi uygulanacağına dair açıklaması sürpriz oldu. ABD'nin ticaret ortaklarından benzer misillemelere yol açması beklenen bu açıklama sonrasında belirsizlikler de artmış oldu.

Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB) tutanakları ise Banka'nın yakın dönemde gerek görüldüğü takdirde ilave gevşeme yapılabileceği yönündeki değerlendirmesini değiştirebileceğini gösterdi. Ayrıca, varlık alım programı sona erdikten çok sonra dahi faizlerin mevcut düşük seviyelerinde kalacağına dair söylemin de değiştirilmesi gerektiği yönünde ECB üyelerinden açıklamalar geldi. ECB'nin aylık 30 milyar Euro'luk varlık alım programının Eylül ayında sona erdikten sonra azaltılması ya da sonlandırılması gündemde duruyor.

JP Morgan küresel imalat PMI ise Ocak ayındaki 54,4'ten Şubat ayında 54,2'ye geriledi, ancak 2011 yılı başından beri görülen en yüksek seviyelerde kalmaya devam ederek küresel büyüme açısından olumlu sinyal verdi. Diğer yandan, ABD'de yükselen PMI, Euro Bölgesi'nde ve Japonya'da geriledi.

Yurtiçi Piyasalar

Daha temkinli bir yatırım ortamı oluşuyor.

ABD'de ücret artışlarının ve enflasyonun beklentileri aşması FED'in beklenenden hızlı faiz arttırabileceği yönünde endişe yaratarak, Şubat ayında hisse senedi piyasasına hızlı bir düşüş getirdi. Teknik sebeplerle kayıplar derinleşse de, düşüş büyük ölçüde ABD borsaları ile sınırlı kalan ve kısa süren bir düzeltme hareketi olarak kaldı. Büyüme performansının olumlu seyretmesi ve ABD'de büyümeyi destekleyen yeni bir harcama paketi açıklanması hisse senedi piyasasında yükseliş trendinin tesis edilmesinde etkiliydi. Ancak, enflasyondaki yükseliş, faiz artırımları ve artan borçlanma ihtiyacı ABD'de tahvil faizlerinin yükselmesine sebep oldu. Gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy girişlerinin duraksamasına yol açan bu gelişmeler sonucunda, Şubat ayında MSCI gelişmekte olan ülkeler hisse senedi endeksi %4,7 gerilerken, Hindistan, Macaristan, Brezilya ve Rusya ortalamasında 10 yıl vadeli tahvil faizleri ortalama yatay seyretti. Bu ülkelerde para birimleri ise dolar karşısında %1,4 değer kaybetti. Bu yıl başından beri ABD tahvil faizlerindeki yükselişe rağmen, gelişmekte olan ülke faizlerinde yatay bir seyir oluşması dikkat çekti. Mart ayına girildiğinde ise Trump'ın gümrük vergisi uygulamasına ilişkin kararı belirsizlik yaratarak piyasaları yeni bir satış dalgasına itti.

Jeopolitik gelişmeler çok önemli bir baskı yaratmazken, yurtdışında paralel bir seyir görüldü. Şubat ayında BİST100 Endeksi yatay seyrederken, 10 yıllık tahvil faizinde 21 baz puanlık artış ve Dolar/TL'de %1,2'lik yükseliş vardı. Mart ayında FED'in ve ECB'nin vereceği sinyaller piyasanın yönünü belirleyebilir. Ayrıca, ABD'de enflasyondaki yukarı yönlü sürprizlerin devam edip etmeyeceği de test edilecektir. Ancak, FED'in faiz artırım sinyalini arttırabileceğine yönelik beklentiler piyasalarda fiyatlamalara yansdığından, bu beklenti gerçekleşirse uzun vadeli ABD tahvil faizlerinde ilave yükseliş görülmeyebilir ve bu durum gelişmekte olan ülkeler açısından destekleyici olabilir. Hisse senedi piyasalarında ise Şubat ayı içinde ve Mart ayı başında oluşan oynaklıklar sebebiyle daha temkinli bir performans oluşabilir.

MAKROEKONOMİK GÖSTERGELER	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	2018T
GSYİH (milyar TL)	1.570	1.810	2.044	2.339	2.609	3.103	3.535
GSYİH (milyar ABD Doları)	876	950	936	861	865	851	873
Büyüme Oranı (%)	%4,8	%8,5	%5,2	%6,1	%3,2	%7,1	%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	-47,1	-45,4
Cari İşlemler Dengesi /GSYİH (%)	-%5,5	-%6,8	-%4,6	-%3,7	-%3,8	-%5,5	-%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	2018
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	2018
Sanayi Üretimi (12 Aylık Ortalama)	Ara	%1,9	%6,3	-
Kapasite Kullanımı (Mevsimsellikten Arındırılmış)	Şub	%77,1	%77,7	%78,8
İşsizlik Oranı (Mevsimsellikten Arındırılmış)	Kas	%11,8	%10,1	-
Fiyat Göstergeleri (Yıllık)	Dönemi	2016	2017	2018
TÜFE Enflasyonu	Şub	%8,8	%10,1	%10,3
ÜFE Enflasyonu	Şub	%4,5	%15,4	%13,7
Çekirdek Enflasyon	Şub	%9,7	%8,6	%11,9
Bütçe Göstergeleri (Milyar TL)	Dönemi	2016	2017	2018
Gelirler	Oca	46,7	58,8	58,2
Harcamalar	Oca	42,5	47,3	56,5
Faiz Dışı Denge	Oca	9,8	18,0	7,7
Bütçe Dengesi	Oca	4,2	11,4	1,7
Dış Denge (Milyar ABD Doları)	Dönemi	2016	2017	2018
İhracat (12 Aylık Toplam)	Oca	141,1	144,2	158,2
İthalat (12 Aylık Toplam)	Oca	204,0	200,8	239,7
Dış Ticaret Dengesi (12 Aylık Toplam)	Oca	-63,0	-56,5	-81,5
Cari İşlemler Dengesi (12 Aylık Toplam)	Ara	-33,1	-47,1	-

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 dayanılarak 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 (%) 31/01/2018 - 28/02/2018 (*)	Yılbaşından Beri Değişim (%) 29/12/2017 - 28/02/2018 (*)	Yıllık Değişim (%) 28/02/2017 - 28/03/2018 (*)
Likit Fon (HEP)	%0,98	%2,04	%12,39
Kamu Borçlanma Standart Fonu (HEK)	%0,83	%1,84	%7,40
Kamu Dış Borçlanma Fonu (HED)	-%0,46	%0,21	%14,25
Esnek Fon (HEB)	%0,56	%2,90	%20,61
Hisse Senedi Fonu (HES)	-%1,09	%3,62	%39,10
Katkı Fonu (HET)	%0,70	%1,60	%9,17
Alternatif Esnek Fon (HEE)	%2,03	%3,19	%15,99
Alternatif Katkı Fonu (HER)	%1,51	%2,70	%11,25
Altın Fonu (HEA)	-%0,72	%2,08	%9,35
Başlangıç Fonu (HEL)	%0,96	%2,05	%11,96
Başlangıç Katılım Fonu (HEG)	%0,80	%1,67	%9,57

(*) 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