

FON BÜLTENİ - NİSAN 2018

Makro Bakış

Büyüme güzel ama enflasyon ve cari açığa etkileri olumsuz oluyor.

Türkiye ekonomisi 2017 yılının son çeyreğinde yıldan yıla %7,3 büyüme kaydederken, yılın tamamında büyüme %7,4 olarak gerçekleşti ve 2013 yılından bu yana en güçlü rakam elde edilmiş oldu. 2017 yılının üçüncü çeyreğinde kaydedilen %11,3'lük büyüme ile kıyaslandığında iktisadi faaliyet son çeyrekte bir miktar hız kesmiş gibi görünmekle birlikte, bu durum baz etkilerinden kaynaklandı. Mevsimsellikten arındırılmış verilerde çeyrekte çeyreğe kaydedilen büyüme hızı %1,3'ten %1,8'e iyileşti ve trend olarak büyüme dinamiklerinde iyileşme olduğunu yansıttı. 2017 yılının son çeyreğinde özel tüketim harcamalarının yanında, toplam yatırımlar ve kamunun tüketim harcamaları büyümeye katkı yaparken, net dış talep büyümeyi aşağı çekti. Stoka yapılan üretimin katkısındaki artış ise dikkat çekti. 2018 yılına ait ilk sinyaller de büyümenin potansiyel üzerindeki seyrini koruduğunu yansıttı. Ocak ayında sanayi üretiminde %12,9'luk çift haneli artışın yanında, dış ticaret gelişmeleri ve anket bazlı güven endeksleri sanayi üretiminin Şubat ayında da güçlü artışını sürdürebileceğini, ancak Mart ayında bir hız kaybı olabileceğini gösterdi. Böylece, 2018 yılının tamamında büyüme hızının 2017'ye kıyasla yavaşlamakla birlikte yine de Orta Vadeli Program'daki %5,5 hedefi ile uyumlu bir şekilde ilerleyebileceğine dair göstergeler yoğunlukta.

Ekonomideki canlılığın, beraberinde enflasyon ve cari denge gibi Türkiye'nin kırılgan olduğu alanlardaki görünümü olumsuz etkilemesi ise sermaye piyasalarında büyüme verilerinin olumlu karşılmasına engel oldu. Enflasyonun Mart ayında aydan aya %0,99 seviyesinde gerçekleşmesiyle yıllık TÜFE enflasyonu %10,26'dan %10,23'e doğru çok sınırlı bir gerileme kaydetti. TÜFE'den altın, enerji, alkollü içecekler, tütün ve gıdayı dışlayan çekirdek-C endeksinde yıllık enflasyon %11,94'ten %11,44'e, manşete kıyasla daha belirgin bir düşüş kaydetti. Ancak, bu durum yüksek baz etkisi kaynaklıydı. Sonuç olarak, enflasyondaki düşüşün çok yavaş bir şekilde gerçekleşiyor olması, kısa vadede tek haneye gerileme umutlarını azalttı. Ayrıca, kur ve petrol fiyatlarındaki yükseliş ile ekonomideki toplam talep koşullarının tahminlerin üzerinde seyretmesi, bu yıl enflasyonun beklentilerin üst bandında gerçekleşme ihtimalini artıran unsurlardı. Merkez Bankası Beklenti Anketi'nde bu yıl sonu için TÜFE beklentisi %9,5 seviyesinde oluşmasına karşın, son bir ayda 12 ay sonrasında enflasyonun %9'u aşmasına verilen ihtimalin 10 puan artarak %71'e ulaşmış olması dikkat çekti. Bu durum, Merkez Bankası'nın sene sonu için %7,9 olarak belirlediği tahmin üzerindeki risklerin belirgin şekilde arttığının bir işaretiydi. Merkez Bankası Mart ayının ilk haftasında gerçekleştirdiği toplantıda, enflasyonun ana eğilimindeki katılığa dikkat çekmekle birlikte sıkılaşma yönünde ilave bir adım atılmadı. Merkez Bankası sistemin yaklaşık 122 milyar TL'lik likidite ihtiyacının tamamını %12,75 seviyesindeki faizden Geç Likidite Penceresi ile sağlamaya devam etti ve ortalama fonlama maliyeti geçen yıl 21 Kasım'dan bu yana yatay seyrini korudu. Ancak, Türk Lirasındaki değer kaybının derinleşmesiyle Merkez Bankası da piyasadaki döviz likiditesine katkı sağlamak üzere TL uzlaşmalı vadeli döviz satım ihalelerinin miktarını artırdı. Önümüzdeki dönemde kurdan enflasyona geçişkenlik hissedildikçe Merkez Bankası'nın faiz politikasını gözden geçirip geçirmeyeceği izlenecektir.

İktisadi faaliyetin güçlü seyrinin hissedildiği bir diğer alan da cari denge oldu. 12 aylık birikimli cari açık Ocak ayında bir önceki aya göre 4,4 milyar dolarlık belirgin bir artışla 51,6 milyar dolara ulaştı. Her ne kadar bu bozulmanın önemli bir kısmı altın ithalatıyla ilgili olsa da, altın ve enerjiyi dışlayan cari açığın son 5 ayda 6,2 milyar dolar genişlemesi temel eğilimde de bir bozulma olduğunu gösteriyordu. GSYH'ye oranla 2017 yılını %5,5 seviyesinde tamamlayan cari açık Ocak ayı itibarıyla %6'ya ulaşarak Nisan 2014'ten beri en yüksek seviyeye gelmiş oldu. Altın ithalatının Merkez Bankası'nın altın rezervlerindeki artış ile ilişkili olduğunu değerlendirilmesi, cari açık ve ilgili finansman ihtiyacının altın kalemini dışlayarak analiz edilmesi gerekliliğini ortaya çıkarmaktadır. Ancak, böyle bakıldığında dahi, cari açığın bozulma eğiliminde olduğu görülebilmektedir. Ayrıca, son 12 ayda cari açığın yansından fazlasının portföy girişleri ile finanse ediliyor olması ekonominin ve finans piyasalarının yurtdışı gelişmelere olan hassasiyetini artıran bir unsur olmaktadır. Altın ithalatındaki hızlı artışın normalleşmesi durumunda ise, cari dengede daha fazla bozulma olmayacağı ve gelecek aylarda bir dengelenme süreci oluşabileceği de belirtilmelidir.

Moody's, Türkiye'nin kredi notunu Mart ayında beklenmedik bir karar ile bir kademe düşürdü. Kurumsal yapının zayıflığını ve dış kırılganlıkları not indirimine gerekçe gösteren Moody's'in böylece Türkiye'ye verdiği not, yatırım yapılabilir kategorinin iki kademe altına inmiş oldu. S&P de Türkiye'yi benzer seviyede değerlerken, Fitch ise Türkiye'yi yatırım yapılabilir kategorinin bir kademe altında tutuyor. Türkiye'nin dış borç stoku 2017'nin üçüncü çeyreği itibarıyla 438 milyar dolar ile GSYH'nin %51'ine denk gelirken, bir yıl içerisinde vadesi gelecek olan borç stoku 162 milyar dolar olarak hesaplanmakta ve cari açık ile birleştiğinde 200 milyar dolardan üzerinde yıllık finansman ihtiyacı doğurmaktadır. Döviz finansman ihtiyacı özellikle 212 milyar dolarlık döviz açık pozisyonu olan firmalar için yüksek görünse de, kısa vadeli döviz pozisyonunun 7,9 milyar dolarlık fazlaya işaret etmesi kısa vadeli likidite riskinin sınırlı olduğunu düşündürmektedir. Bankaların da kısa vadeli döviz yükümlülüklerini yerine getirmelerine yetecek kadar kısa vadeli döviz varlığı olduğu hesaplanmaktadır. BIS'in (Bank for International Settlements) Mart ayında yayınladığı raporda borçluluk seviyesinin Türkiye'de çok yüksek bulunmadığını belirtirken, borç servisinin gelire oranının yüksek olduğuna dikkat çekmesi, bu alanın orta vadede iktisadi faaliyeti olumsuz etkilememesi için dikkatle izlenmesi gerektiğini ortaya koydu.

Mali performansın yatırım ortamı üzerinde olumsuz bir etki yaratmadığına dair verilerin yayınlanması ise olumluydu. Merkezi yönetim bütçe açığı 12 aylık birikimli olarak GSYH'ye oranla %1,7'den Şubat ayında %1,5 seviyesine geriledi. Ayrıca, Hazine Mart ayında belirlediği borçlanma hedeflerine uygun ihaleler gerçekleştirdi. Ocak-Mart döneminde iç borç çevirme oranı %95 ile yılın tamamındaki %110'luk hedefin altında kaldı. Hazine'nin 2017 yılından devrettiği güçlü nakit pozisyonunun borçlanma ihtiyacını sınırlamak için kullanılması olumlu bir haberdir.

Global Görünüm

FED faiz artırımına kararlılıkla devam ediyor.

Küresel PMI endeksinin Şubat ayında imalat sanayisi tarafında kaydettiği düşüş, Mart ayında hizmet sektörüne de yayılarak devam etti. Şubat ayında hizmet ve imalat sektörlerinin her ikisini de kapsayan küresel bileşik PMI endeksi hafif yükselmeyi başarmış, ancak Euro Bölgesi gibi önemli bölgelerde düşüşler dikkat çekmişti. Küresel büyümenin 2016 yılı ortasından bu yana beklentileri aşan senkronize yapısı risk iştahının güçlü seyretmesinin en temel dayanaklarından birini oluşturmuştu. Bu trendin kesintiye uğraması ve ekonomik aktiviteye ilişkin göstergelerin, beklentilerin gerisinde kalma eğilimi Mart ayında küresel sermaye piyasalarındaki getirileri sınırladı. Bu dönemde, ABD Başkanı Trump'ın özellikle Çin'i hedef alacak şekilde gümrük vergileri açıklaması ticaret savaşları kanalıyla küresel ticaretin ve nihayetinde de küresel büyümenin olumsuz etkilenebileceği endişelerine yol açarak risk iştahını olumsuz etkiledi. Ancak, Çin ve ABD'li yetkililerin arka planda müzakereler yürüttükleri ve korumacı ticaret uygulamaları yaygınlaşmadan uzlaşmaya çalıştıkları yönündeki haberler rahatlatıcı oldu.

FED Mart ayında 25 baz puanlık beklenen faiz artırımını yaptı. ABD'de enflasyondaki yükseliş beklentileri ve büyümeye dair göstergelerin olumlu seyri dikkate alındığında, FED'in faiz artırım sürecini hızlandırabileceği yönündeki tahminler çoğalırken, FED'in yeni başkanı Powell'in yaptığı konuşmada büyüme görünümünün beklenenden daha güçlü olduğuna yapılan vurgu da faiz artırım sayısının artabileceğinin sinyali olarak değerlendirilmişti. Bu beklentilere karşın, FED üyelerinin 2018 yılına ilişkin ortalama faiz beklentileri toplam 3 adet faiz artırımını yansıtarak en son Aralık ayında yayınlanan projeksiyonlara

kıyasla değişmedi. Diğer yandan, 2020 yılına kadar yapılması öngörülen faiz artırım sayısında artış olması ve FED'in faiz kararlarının veriye bağımlı olduğunun vurgulanması bu yıl içinde büyüme ve enflasyon gelişmeleri güçlenmeye işaret ederse faiz artırımının hızlanabileceğini düşündürdü. ABD'de GSYH büyümesi 2017 yılının son çeyreğinde yıllıklandırılmış olarak %2,9 ile beklentilerin üzerinde oluşurken, büyümeye kişisel tüketim harcamalarının yaptığı yüksek katkı dikkat çekti. Bu yılın ilk çeyreğine dair beklentiler ise büyümenin yalnızca sınırlı oranda hız kaybedeceğine işaret etti. Çekirdek PCE enflasyonu Şubat ayı itibarıyla yıllık %1,6 seviyesinde oluşurken, Mart ayında devreye girmesi beklenen baz etkilerinin bu göstergelyi %1,9'a doğru taşıyabileceği değerlendirildi. Bu durum FED'in faiz artırımlarını hızlandırma ihtimalini artıran bir diğer unsurdur. Avrupa Merkez Bankası ise Mart ayında gerçekleştirdiği toplantıda, Eylül ayında süresi dolacak olan 30 milyar Euro'luk varlık alım programının gerekirse miktarının artırılacağı yönündeki ifadeyi metinden çıkardı. Faizleri 2019'un ikinci yarısına veya 2020 yılına kadar artırmayacağı düşünülen Banka'nın, şimdilik söylemlerindeki değişikliklerle aşırı gevşek para politikasını normalleştirme eğilimine girdiğine dair işaretler vermekle yetineceği tahmin edildi. Euro Bölgesi'nde yıllık çekirdek TÜFE enflasyonu Şubat ayı itibarıyla %1 ile hedefin belirgin olarak altında kalmayı sürdürürken, 2017 yılı son çeyreğinde büyüme yıllık bazda %2,7 seviyesinde gerçekleşti. PMI verileri bölgede iktisadi aktivitenin büyüme hızında bu yılın ilk çeyreğinde bir miktar güç kaybı olabileceğine işaret etti.

Yurtiçi Piyasalar

Küresel büyümenin duraksaması risk iştahını sınırlıyor.

Mart ayında dünya genelinde borsa endekslerinde düşüş yaşandı. MSCI gelişmekte olan ülkeler hisse senedi endeksi %2 gerilerken, Türkiye'de makroekonomik görünüme ilişkin bazı risklerin yeniden fiyatlanmasıyla dolar bazında hisse senedi endeksi %8,7 düşüş kaydetti. Türk Lirasının, dolar karşısında Mart ayında %4 değer kaybetmesi dolar bazında borsa endeksinin düşüşünde etkiliydi. BİST100 endeksinde TL bazında kayıplar %3,4 ile daha sınırlıydı. Benzer ülke kurlarının hemen hemen yatay bir seyir gösterdiği dönemde TL'nin değer kaybı negatif ayrışmanın bir yansımasıydı. Tahvil piyasasında da 10 yıllık faizde 60 baz puanlık belirgin bir yükseliş yaşandı. Benzer ülkelerde faizlerin fazla değişim göstermemesi, Türkiye piyasalarına yönelik kötümser bir fiyatlama olduğunu düşündürdü. Küresel olarak büyüme göstergelerindeki duraksama, FED'in faiz artırımlarını hızlandırma ihtimali ve küresel ticarete ilişkin belirsizlikler risk iştahını zayıflatırken, yurtiçi görünüm sebebiyle Türkiye piyasaları olumsuz yönde ayrılmış oldu.

Yurtiçinde Mart ayında ekonominin hız kestiğine dair alınan ilk sinyallerin devam edip etmeyeceği, enflasyon ve cari açık yaratmayan daha dengeli bir büyüme patikasına doğru ilerleme ihtimaline dair beklentileri şekillendirebilir. Ancak, bir yandan da, öncü veriler cari açığın önümüzdeki dönemde 55 milyar dolara doğru yükselişini sürdürme ihtimali olduğunu göstermekte, çekirdek enflasyonun sene sonuna kadar çift hanede seyretme ihtimali yüksek görünmektedir. Ayrıca, çekirdek enflasyonun Mart ayında gerilemesi ve ekonomideki ivme kaybı işareti Merkez Bankası'nın Nisan ayında gerçekleştireceği toplantıda beklemede kalması ile sonuçlanabilir. Sonuç olarak, yurtiçi piyasalardaki görece olumsuz performansın hızlıca tersine dönme ihtimalini zorlaştıran unsurlar bulunmaktadır. Yurtdışında ise oynaklıkların yükseldiği, veri ve haber akışına hassasiyetin arttığı gözlenmekte ve bu eğilimin gelişmekte olan ülkelere yönelik ilgisiz ve risk iştahını sınırlayıcı rolü hissedilmektedir.

MAKROEKONOMİK GÖSTERGELER	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
GSYİH (milyar TL)	1.810	2.044	2.339	2.609	3.105	3.535
GSYİH (milyar ABD Doları)	950	936	861	865	851	873
Büyüme Oranı (%)	%8,5	%5,2	%6,1	%3,2	%7,4	%4,0
TÜFE Enflasyonu (yıllık) (%)	%7,4	%8,2	%8,8	%8,5	%11,9	%9,7
İhracat (milyar ABD Doları)	151,8	157,7	143,9	142,6	157,1	169,4
İthalat (milyar ABD Doları)	-251,7	-242,2	-207,2	-198,6	-233,8	-243,6
Dış Ticaret Dengesi (milyar ABD Doları)	-99,9	-84,5	-63,3	-56,1	-76,7	-74,2
Cari İşlemler Dengesi (milyar ABD Doları)	-64,7	-43,5	-32,2	-32,6	-47,1	-45,4
Cari İşlemler Dengesi /GSYİH (%)	-%6,8	-%4,6	-%3,7	-%3,8	-%5,5	-%5,2
Faiz (Gösterge, bileşik, yıl sonu) (%)	%10,03	%7,97	%10,78	%10,63	%13,40	%12,8
Politika Faizi (%)	%4,50	%8,25	%7,50	%8,00	%8,00	%8,00
TCMB Ağırlıklı Fonlama Maliyeti (%)	%7,10	%8,51	%8,81	%8,30	%12,75	%12,50
Marjinal Gecelik Fonlama Faizi (%)	%7,75	%11,25	%10,75	%8,50	%12,75	%13,50
BİST-100	67.802	85.721	71.727	78.138	115.333	120.000
ABD Doları / TL (Ortalama)	1,9054	2,1930	2,7200	3,0164	3,6500	4,04
ABD Doları / TL (Yıl sonu)	2,1381	2,3230	2,9100	3,5294	3,7719	4,20
Kur sepeti (0,5 USD+ 0,5 EUR) (Yıl Sonu)	2,5443	2,5674	3,0410	3,6104	4,1437	4,62
Euro / ABD Doları (Yıl sonu)	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	2017	2018
GSYİH (Yıllık Birikimli, Milyar ABD Doları)	4. Çeyrek	764,7	925,5
Büyüme Oranı (Yıllık)	4. Çeyrek	%4,2	%7,3
Üretim Göstergeleri	Dönemi	2017	2018
Sanayi Üretimi (12 Aylık Ortalama)	Oca	%3,5	%9,4
Kapasite Kullanımı (Mevsimsellikten Arındırılmış)	Mar	%77,9	%79,1
İşsizlik Oranı (Mevsimsellikten Arındırılmış)	Ara	%12,0	%9,9
Fiyat Göstergeleri (Yıllık)	Dönemi	2017	2018
TÜFE Enflasyonu	Mar	%11,3	%10,2
ÜFE Enflasyonu	Mar	%16,1	%14,3
Çekirdek Enflasyon	Mar	%9,5	%11,4
Bütçe Göstergeleri (Milyar TL)	Dönemi	2017	2018
Gelirler	Şub	105,7	119,2
Harcamalar	Şub	101,1	119,4
Faiz Dışı Denge	Şub	16,3	12,5
Bütçe Dengesi	Şub	4,6	-0,2
Dış Denge (Milyar ABD Doları)	Dönemi	2017	2018
İhracat (12 Aylık Toplam)	Şub	144,0	159,3
İthalat (12 Aylık Toplam)	Şub	201,0	242,8
Dış Ticaret Dengesi (12 Aylık Toplam)	Şub	-57,0	-83,6
Cari İşlemler Dengesi (12 Aylık Toplam)	Oca	-33,6	-51,6

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 (%) 28/02/2018 - 31/03/2018 (*)	Yılbaşından Beri Değişim (%) 29/12/2017 - 31/03/2018 (*)	Yıllık Değişim (%) 31/03/2017 - 31/03/2018 (*)
Likit Fon (HEP)	%1,12	%3,19	%12,65
Kamu Borçlanma Standart Fonu (HEK)	-%0,92	%0,90	%5,83
Kamu Dış Borçlanma Fonu (HED)	%3,48	%3,71	%16,05
Esnek Fon (HEB)	%0,15	%3,06	%18,52
Hisse Senedi Fonu (HES)	-%2,04	%1,50	%32,08
Katkı Fonu (HET)	-%2,00	-%0,43	%6,49
Alternatif Esnek Fon (HEE)	-%0,12	%3,06	%13,46
Alternatif Katkı Fonu (HER)	%0,26	%2,96	%10,38
Altın Fonu (HEA)	%5,29	%7,49	%15,20
Başlangıç Fonu (HEL)	%1,11	%3,18	%12,34
Başlangıç Katılım Fonu (HEG)	%0,93	%2,62	%9,85
Standart Font (HEC)	-%0,02	-	-
Katılım Standart Fon (HEI)	%0,38	-	-

(*) 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