

FON BÜLTENİ - MAYIS 2018

Makro Bakış

Büyüme destekleyici politikalara devam ediliyor, enflasyon ve cari açık riskleri artıyor.

Şubat ayında sanayi üretiminin yıldan yıla %9,9 büyüme kaydetmesiyle Ocak-Şubat döneminde ortalama artış %11,4 seviyesine ulaştı. Mart ayında enerji ve altın dışı ara malı ithalatındaki yavaşlamanın ve anket bazlı güven endekslerindeki düşüşlerin ima ettiğine benzer şekilde sanayi üretiminde büyümenin hız kaybetmesi durumunda dahi, ilk çeyrekte iktisadi faaliyetin oldukça güçlü bir performans kaydedeceği anlaşılmaktadır. 2017 yılındaki %7,4'lük büyümenin ardından, bu yılın ilk çeyreğinde de %6-7 düzeyinde bir GSYH büyümesi kaydedilmesi mümkün görünmektedir. Nisan ayında ise tüketici güveninde ve reel sektör güvenini ölçen endekslerde gerileme devam etti. Ayrıca, kredi büyümesinde yavaşlamanın belirginleştiği, ihracat artışında reel olarak yıldan yıla değişimlerin daha mütevazı seviyelerde olduğu gözlemlendi. Diğer yandan, ithalat artışının Nisan ayında bir miktar ivme kazanmış olmasıyla iktisadi faaliyette beklenen yavaşlamanın hangi hızda gerçekleştiğine dair karşık sinyaller oluştu.

Mali politika büyüme destekleyici olarak kullanılmaya devam etmekle birlikte, 2017 yılındaki güçlü makro ihtiyati teşviklerin 2018'de aynı hızda devam etmemesi ve başarılı bir ihracat performansını beraberinde getiren Avrupa ekonomisindeki toparlanmanın devam etmemesi sebebiyle yurtdışında iktisadi faaliyetin 2018'de bir miktar ivme kaybedeceği tahmin edilmektedir. 2018 yılına başlarken, mali teşviklerin 2017 yılından farklı olarak daha fazla yatırım ve istihdama yönlendirilmesi ve karşılığında gelir artırıcı bazı vergi ayarlamalarının yapılması söz konusu olmuştur. Bu değişimler maliye politikasının genişlemeci rolünün 2017 yılındaki kadar güçlü olmayacağını düşündürmüştü. Ancak Nisan ayının son gününde emeklilere bayramlarda ikramiye ödenmesi başta olmak üzere 24 milyar TL tutarında teşvikleri içeren yeni bir paketin açıklanmasıyla, mali politikanın büyüme destekleyici rolünü güçlendirerek sürdürme çabasında olduğu görüldü. 2017 yılında büyüme açısından belirleyici rolü olan Kredi Garanti Fonu (KGF) sisteminden ise 2018 yılında büyüme yavaşlatıcı sinyaller gelmeye devam etti. 2018'in ilk ayları itibarıyla KGF portföyü 2017 yılı sonundaki 200 milyar TL'nin altına gerilerken, önümüzdeki dönemde bu düşüşün devam edebileceği belirtilmektedir. 2017 yılında ağırlıklı işletme sermayesi kredisinden oluşan KGF portföyünün 2018 yılında yatırım ve ihracat kredilerine daha fazla ağırlık vermesi sağlanmaktadır. Sonuç olarak, 2017 yılında %20'ye ulaşan yıldan yıla (kur etkisinden arındırılmış) toplam kredi büyümesi Nisan ayı itibarıyla %16'ya kadar gerilemiş durumdadır. Dış talebin de 2018'de büyümeye daha sınırlı katkı yapması beklenmektedir. IMF tahminlerine göre Euro Bölgesi'nde büyüme hızının yavaşlaması beklenmektedir. Türkiye'nin en büyük ihracat pazarı olan Avrupa'da büyümenin gidişatı ihracat performansı açısından belirleyici olmaktadır. Sonuç olarak, hem iç hem de dış talep unsurlarının 2018 yılında büyümenin bir miktar hız kaybetmesine yol açacağı, ancak bunun sınırlı bir yavaşlama olacağı tahmin edilmektedir. IMF 2018'de Türkiye için %4,4 büyüme öngörürken, Merkez Bankası Beklenti Anketi'nde ortalama tahmin %4,7 seviyesindedir.

Büyümenin yavaşlamaya rağmen hâlâ güçlü seyretmesi enflasyon ve cari açıkta ancak sınırlı bir iyileşmeye olanak tanımaktadır. Nisan ayında yıldan yıla TÜFE enflasyonu %10,23'ten %10,85'e yükselirken, çekirdek-C endeksinde (gıda, enerji, altın, tütün ve alkollü içecekler hariç TÜFE) yıllık enflasyon %11,4'ten 12,2'ye çıktı. Emtia fiyatlarında ve döviz kurlarında yaşanan yükselişin enflasyon üzerindeki olumsuz etkileri hissedilirken, güçlü talep koşullarının fiyatlamaya davranışları üzerinde baskı yarattığı görüldü. Aleyhte bazı etkilere rağmen devreye girmesiyle önümüzdeki aylarda enflasyonun yükseliş trendini sürdürmesi beklenmektedir. Merkez Bankası 30 Nisan'da yayınladığı Enflasyon Raporu'nda sene sonu enflasyon tahminini %7,9'dan %8,4'e yükseltirken, enflasyon patikasına ilişkin öngörülerini yaz ayları için enflasyonun %12'ye kadar yükselme riski olduğunu yansıttı. Merkez Bankası Beklenti Anketi'nde uzun vadeli enflasyon beklentilerinde de belirgin bir bozulma vardı. Bu yıl sonu için TÜFE beklentisi %9,5'ten %10,1'e yükselirken, 12 ay ve 24 ay sonrası enflasyon beklentileri sırasıyla 38 ve 32 baz puan artarak %9,62 ve %8,63 seviyelerine ulaştı. Nisan ayı toplantısında Geç Likidite Penceresi faizini 75 baz puan artırarak %13,5'e yükselten Merkez Bankası sıkılaştırmanın gerek olursa sürebileceği mesajını verdi. Cari açık ise Şubat ayı itibarıyla 12 aylık birikimli olarak 53,3 milyar dolara (GSYH'nin %6,1'i) ulaşırken, Mart ayında 54 milyar dolar aşabileceğine dair göstergeler bulunmaktadır. 2016 yıl sonunda 32,6 milyar dolar olan açığın hızla artmış olması kadar, finansmanın kısa vadeli sermaye girişlerine bağımlı yapısının da riskleri belirgin hale getirdiği değerlendirilmektedir. Cari açıktaki yükselişin önemli bir kısmı altın ve enerji faturasının yükselmesinden etkilenebilir, ancak iktisadi faaliyetle daha fazla ilişkili olan enerji ve altın dışı cari açıkta da yükseliş yaşanması dikkat çekmektedir. Yılın kalanında, altın ithalatında bir normalleşme olmadığı durumda, cari açığın yüksek seviyelerini devam ettirmesi beklenmektedir.

Mart ayı itibarıyla 12 aylık birikimli merkezi yönetim bütçe açığının GSYH'ye oranla %1,6 seviyesinde gerçekleşmesi, bütçenin hedeflerle uyumlu seyrettiğini gösterdi. Ancak, TBMM'ye sunulan yeni teşvik paketi sene sonu için %1,9'luk açık hedefinin aşılma riskini ortaya çıkardı. Teşvik paketinde 2018 yılı için 24 milyar TL'lik gider artırıcı uygulama bulunurken, kamu alacaklarının yapılandırılması sayesinde 15-16 milyar TL'lik ilave gelir elde edilerek gider artışının kısmen telafi edilebileceği mesajı verildi. Ancak, belirtilen gider artışının sadece 2018 yılıyla sınırlı kalmayıp kalıcı hale getirilmesi gelecek seneler için de dengeleyici politikalar uygulanmasını gerekli kılmaktadır. Mali politikalarla büyümenin desteklenmesi enflasyon ve cari açık gibi kırılmalı alanlarına ilişkin riskleri beslediğinden yatırım ortamını iyileştirme gücü olmadığı değerlendirilmektedir. IMF 30 Nisan'da yayınladığı Türkiye raporunda bu konuya dikkat çekerken, şimdilik borç stokunun düşük olması sayesinde bir sorun olmadığı, ancak hem artan bütçe açığı hem de kamu-özel işbirliği projelerine verilen devlet garantilerindeki artış sebebiyle risklerin belirginleştiği tespitinde bulundu. Enflasyon ve cari açık gibi alanlarda iyileşme sağlamak için büyümenin yavaşlamasına izin vermek gerektiği de raporda belirtildi. S&P kredi derecelendirme takviminde yer almayan 1 Mayıs'ta Türkiye'nin kredi notunu BB'den BB-ye indirirken, makroekonomik dengesizliklerdeki artış, enflasyon görünümündeki bozulma ve TL'deki uzun vadeli değer kaybını gerekçe gösterdi.

Global Görünüm

ABD'de güçlenen enflasyon ve büyüme, tahvil faizlerini ve doları yükseltiyor.

Emtia fiyatlarındaki artış ABD'de enflasyondaki yükseliş trendini belirginleştirebileceği ve Fed'in faiz artırımlarını hızlandırabileceği beklentilerini destekledi. Fed'in yılın ikinci faiz artırımını Haziran ayında yapacağına dair tahminler çoğalırken, yıl içinde 3 yerine 4 faiz artışı yapabileceği yönündeki görüşler de yeniden canlandı. Nitekim ABD'de enflasyon verileri de bu görünümü ilave uyumlandırdı. Mart ayında çekirdek PCE enflasyonu yıllık olarak Şubat ayındaki %1,6'dan %1,9'a yükseldi ve Fed'in %2 seviyesindeki hedefine oldukça yaklaştı. PCE enflasyonu daha etkililerin Mayıs ve Ağustos ayları aralığındaki dönemde belirginleşeceği değerlendirildi. ABD ekonomisinde 2018 yılında mali teşviklerin de desteğiyle hızlanma bekleniyor ve gelişmiş ülkeler arasında büyüme anlamında daha iyi bir performans göstereceği tahmin ediliyor. Sonuç olarak da, doların güçlenmesi ve ABD'de tahvil faizlerinin artışıyla şekillenen yeni konjonktür riskli varlıklar açısından daha zorlayıcı bir yatırım ortamı oluşturuyor. IMF bu yıl ilkinin yayınladığı Küresel Ekonomik Görünüm Raporu'nda küresel büyümenin 2018'de %3,9 ile 2017 yılındaki %3,8'e göre sınırlı bir iyileşme kaydedeceğini, ancak 2017'den farklı olarak büyümedeki iyileşmenin, ülkelerin çoğuna yayılan senkronize bir nitelikte olmayacağını öngördü. Küresel büyümenin öncü göstergesi olarak izlenen JP Morgan küresel imalat sanayi PMI endeksi Nisan ayında 53,3'ten 53,5'e yükseldi, ancak yükselişe ayak uyduramayan ülkeler de oldu.

Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB) Nisan ayındaki faiz kararı ise beklentilerle uyumluydu. Faiz oranlarında ve varlık alım programında değişiklik yapmayan

ECB, Eylül ayından sonra gerek görülürse tahvil alım programının devam edebileceğine dair ileriye yönelik yönlendirmeyi de korudu. ECB Başkanı Draghi'nin Euro Bölgesi'nde Mart ayındaki toplantının ardından tüm ülke ve sektörlerle yayılan bir momentum kaybı olduğunu belirtmesi, Banka'nın destekleyici para politikası duruşunu bir süre daha koruyacağını düşündürmesi açısından önemliydi. ECB'den genel piyasa beklentileri ekşi bölgede tutulan mevduat depo faiz oranının ancak 2019 yılı ortalarında artırılması, tahvil alımlarının ise Eylül ayının ötesine üç aylık bir süreyle uzatılması, ancak miktarının azaltılması yönünde bulunuyor. Mart ayında Euro Bölgesi'nde yıllık çekirdek TÜFE enflasyonu Şubat ayındaki %1 seviyesine göre yatay kalırken, bu seviye ECB'nin Nisan ayı toplantı metninde enflasyonun yılın kalanında %2'lik hedefin altında kalmayı sürdüreceğine dair öngörüsüyle uyumluuydu. Japonya Merkez Bankası ise Nisan ayındaki toplantısında herhangi bir değişikliğe gitmedi, ancak enflasyonun 2019 yılında %2 hedefine yaklaşacağı ifadesini metinden çıkarması, Japonya'nın gevşek para politikasının normalleştirilmesi konusunda ABD ve Euro Bölgesi'nin çok gerisinde kalacağını düşündürdü.

Yurtiçi Piyasalar

TL varlıklarda yurtiçi gelişmeler ve küresel görünüm baskı yaratıyor.

Nisan ayında MSCI gelişmiş ülkeler hisse senedi endeksi %1 ile sınırlı bir yükseliş kaydederken, gelişmekte olan ülkeler için endekste %0,6 gerileme vardı. ABD'de 10 yıllık tahvil faizinin %3 seviyesine kadar sert şekilde yükselmesi ve dolar endeksinde %3'e yakın değer kazancı kaydedilmesi, gelişmekte olan ülke performanslarını olumsuz etkiledi. Ayrıca, Nisan ayında ABD'nin Suriye topraklarında gerçekleştirdiği operasyon jeopolitik gerginlikleri artırırken, küresel büyümenin bir miktar ivme kaybettiğine dair veri akışının devam etmesi ve ABD ile Çin arasındaki korumacı ticaret politikalarının sürmesi de risk iştahını sınırlayıcı rol oynadı. Gelişmekte olan ülkelerde uzun vadeli tahvil faizlerinde 20 baz puan civarında yükseliş olurken, para birimlerinde dolara karşı ortalama %5'in üzerinde değer kaybı vardı. Yurtiçi piyasalarda ise belirgin bir negatif ayrışma söz konusuydu. Bazı büyük şirketlerin bankalara borç yapılandırma taleplerinde bulunmalarının yanında, para politikasına ilişkin belirsizlikler ve enflasyon görünümündeki bozulma gibi sebepler olumsuz ayrışmayı beraberinde getirdi. BİST100 Endeksi %9,3 gerilerken, dolar bazındaki MSCI Türkiye hisse senedi endeksinde %11,6 değer kaybı vardı. TL dolara karşı %2,7 ve döviz sepeti karşısında %1,6 zayıfladı. 10 yıllık Türkiye tahvil faizinde ise ay içinde 1 puan kadar yükseliş olsa da, ay sonları kıyas alındığında yatay bir performans vardı.

Mayıs ayında ABD'nin İran'a yaptırımları askıda tutmaya devam edip etmeme konusunda vereceği kararın jeopolitik riskler ve petrol fiyatları açısından önemle takip edileceği düşünülmektedir. Ayrıca, ABD'de görülen Halkbank eski Genel Müdür Yardımcısı hakkındaki davanın sonucu yurtiçi piyasaların dikkatinde olabilir. Merkez Bankası'nın 7 Haziran'a kadar toplantısı bulunmaması birlikte, para politikasına ilişkin beklentiler Mayıs ayında etkisini hissettirebilir. Kısa süre içerisinde para politikasının sadeleştirileceğine ilişkin sinyal veren Merkez Bankası'ndan bu sadeleşmeye ilişkin gelecek her türlü yeni açıklama da piyasada hareketliliğe sebep olabilir. Daha önemlisi, 24 Haziran tarihine çekilen cumhurbaşkanlığı ve meclis seçimleri öncesinde iktisadi faaliyeti destekleyici yönde uygulamaların devam etmesi, enflasyon ve cari açık risklerinin arttığı bir dönemde, Türkiye'ye yönelik risk algısını zayıflatan bir etki yapmakta, Türk lirasının üzerindeki baskıyı artırmaktadır. Sonuç olarak, hem yurtiçi hem yurtdışı görünüm Mayıs ayında temkinli bir yatırım stratejisini gerekli kılmaktadır.

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	2016	2017
GSYİH (Yıllık Birikimli, Milyar ABD Doları)	4. Çeyrek	863,0	853,0
Büyüme Oranı (Yıllık)	4. Çeyrek	%4,4	%7,3
Üretim Göstergeleri	Dönemi	2017	2018
Sanayi Üretimi (12 Aylık Ortalama)	Şub	%2,5	%10,2
Kapasite Kullanımı (Mevsimsellikten Arındırılmış)	Nis	%78,8	%77,7
İşsizlik Oranı (Mevsimsellikten Arındırılmış)	Oca	%11,8	%9,9
Fiyat Göstergeleri (Yıllık)	Dönemi	2017	2018
TÜFE Enflasyonu	Nis	%11,9	%10,8
ÜFE Enflasyonu	Nis	%16,4	%16,4
Çekirdek Enflasyon	Nis	%9,4	%12,2
Bütçe Göstergeleri (Milyar TL)	Dönemi	2017	2018
Gelirler	Oca-Mar	144,7	167,4
Harcamalar	Oca-Mar	159,7	187,9
Faiz Dışı Denge	Oca-Mar	3,9	1,9
Bütçe Dengesi	Oca-Mar	-14,9	-20,4
Dış Denge (Milyar ABD Doları)	Dönemi	2017	2018
İhracat (12 Aylık Toplam)	Mar	145,7	160,4
İthalat (12 Aylık Toplam)	Mar	202,3	245,3
Dış Ticaret Dengesi (12 Aylık Toplam)	Mar	-56,6	-84,9
Cari İşlemler Dengesi (12 Aylık Toplam)	Şub	-34,1	-53,3

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 (%) 30/04/2018 - 31/04/2018 (*)	Yılbaşından Beri Değişim (%) 29/12/2017 - 31/04/2018 (*)	Yıllık Değişim (%) 31/04/2017 - 31/04/2018 (*)
Likit Fon (HEP)	%1,05	%4,27	%12,89
Kamu Borçlanma Standart Fonu (HEK)	%0,79	%1,69	%4,74
Kamu Dış Borçlanma Fonu (HED)	%1,44	%5,20	%17,54
Esnek Fon (HEB)	-%0,98	%2,05	%14,35
Hisse Senedi Fonu (HES)	-%6,19	-%4,78	%14,97
Katkı Fonu (HET)	%0,67	%0,24	%4,74
Alternatif Esnek Fon (HEE)	-%0,16	%2,90	%11,34
Alternatif Katkı Fonu (HER)	%0,97	%3,96	%10,33
Altın Fonu (HEA)	%0,58	%8,11	%16,36
Başlangıç Fonu (HEL)	%1,02	%4,23	%12,62
Başlangıç Katılım Fonu (HEG)	%0,97	%3,62	%10,16
Standart Font (HEC)	%0,11	-	-
Katılım Standart Fon (HEI)	%0,71	-	-

(*) 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