

FON BÜLTENİ - HAZİRAN 2018

Makro Bakış

Merkez Bankası sıkılaştırırken, mali ve makro ihtiyati politikalar büyümeyi destekleyici.

Mart ayında sanayi üretimi yıldan yıla %6,8 artarken, ilk çeyrekte ortalama %9,8 büyüme kaydetti. Böylece 2017 yılının son çeyreğinde elde edilen %10,5'lik sanayi üretimi artışının ardından benzer hızın muhafaza edildiği görülürken, içinde bulunduğumuz yıla %6-7 bandında bir GSYH büyümesiyle başlandığı tahminleri yapıldı. Diğer yandan, anket bazlı bir reel sektör güven göstergesi olan imalat sanayi PMI endeksindeki dikkate değer düşüş ve ara mali ithalatındaki hız kaybı, ikinci çeyrekte ekonominin yavaşladığını düşündürdü. 2017 yılının ikinci çeyreğinde Kredi Garanti Fonu (KGF) kapsamında verilen kredilerdeki keskin artış güçlü bir baz oluştururken, 2018 yılında KGF portföyünün benzer hızda büyümemesi sebebiyle iktisadi faaliyet üzerinde yavaşlatıcı bir etkisi olacağı tahmin edilmekteydi. Bankacılık sisteminin yıldan yıla toplam kredi büyümesi 2017 yılı sonunda ulaştığı %20'den, hali hazırda %14-15 bandına gerilerken, yavaşlamanın son aylarda derinleşmesi dikkat çekti. Son dönemde uygulanan para politikası ile mali politikaların ekonomi üzerindeki etkileri ise ters yönlü olurken, yılın kalanında büyüme, enflasyon ve dış açık gelişmelerini öngörmeyi zorlaştırdı. Emekliye dini bayramlarda 1.000 TL ikramiye ödenmesini öngören düzenleme Mayıs ayında onaylanırken, toplamda 24 milyar TL ile GSYH'nin %0,8'i kadar bir büyüme teşviki sağlanmış oldu. Buna karşın, Merkez Bankası ise Nisan ayındaki 75 baz puanlık faiz artırımının ardından, Mayıs ayında da ara toplantı ile 3 puanlık ilave sıkılaştırmaya gitti. 24 Haziran'da yapılacak olan cumhurbaşkanlığı ve meclis seçimlerinin talebin ertelenmesini beraberinde getirebileceği de dikkate alındığında, ikinci çeyrekte ekonomide belirgin bir yavaşlama olabileceği, sonrasında ise seçim sonuçları ve oluşturulacak yeni yönetime bağlı olarak ekonomide hız kaybının sınırlanabileceği değerlendirilmektedir. TÜİK tarafından yayınlanan ve hem tüketici hem de yatırımcı eğilimlerini ölçen Ekonomi Güven Endeksi yıla başında beri gerileme eğiliminde olurken, 2017 yılının Mart ayından bu yana en düşük seviyesine geriledi. Üçüncü çeyrek ve sonrasında ekonomideki yavaşlamanın derinleşmemesi ve ani bir duruş olmaması için güven ortamının iyileşmesi de gerekecektir.

Ekonominin yavaşladığı bir döneme, yükselen bir enflasyon eşliğinde girmeye yönetiminin manevra alanını zorlaştırmaktadır. Yıllık TÜFE enflasyonu Nisan ayındaki %10,85'ten beklentilerin üzerinde bir artışla Mayıs ayında %12,15'e yükseldi. Altın, enerji, gıda, alkollü içecekler ve tütün dışlayan çekirdek enflasyon ise %12,2'den %12,6'ya çıktı ve 2003 baz yılı endeks tarihindeki en yüksek seviye kaydedildi. Kurla ilişkisi olan ulaştırma, beyaz eşya, ev aletleri gibi gruplarda yüksek fiyat artışları enflasyonda etkili olurken, gıda enflasyonu da özellikle meyve-sebze sebebiyle TÜFE enflasyonunun beklentileri aşmasının en önemli gerekçelerinden biri oldu. Türk lirasının dalgalı seyri geleceğe yönelik enflasyon beklentisi yapmayı zorlaştırmaktadır, ancak üçüncü çeyrekte %13-13,5 bandının görülme ihtimali bulunmaktadır. Merkez Bankası Beklenti Anketi'nde katılımcılar sene sonunda enflasyonu %11,07 seviyesinde öngörürken, 12 ve 24 ay sonra da enflasyonun sırasıyla %10,2 ve %8,98 seviyelerinde yüksek seyredeceği tahmin edildi. Mayıs ayında yıllık ÜFE enflasyonu ise %20,2'ye ulaştı. Kurdaki sert yükseliş sonrası enflasyonist risklerin artmasına cevap olarak Merkez Bankası 23 Mayıs'ta takvim dışı bir ara toplantı düzenleyerek %13,5 seviyesindeki Geç Likidite Penceresi (GLP) faizini %16,5 olarak belirledi. Sonrasında ise Banka 1 Haziran itibarıyla GLP yerine bir haftalık repo faiziyle bankacılık sisteminin likidite ihtiyacının karşılandığı, daha sade bir sisteme geçildiğini duyurdu. Yeni sistemde bir haftalık repo faizi %16,5 olarak belirlenirken, piyasada oluşabilecek gecelik faizin bir haftalık repo faizinin en fazla +/-150 baz puan etrafında oluşmasını temin etmek için Merkez Bankası gecelik borç alma ve gecelik borç verme faizini sırasıyla %15 ile %18 olarak belirledi. Faizlerin gündün güne oynamasını engelleyecek, iletişimi kolaylaştıracak ve öngörülebilirliği artıracak olan bu sistemin, ani piyasa çalkantılarına +/-150 baz puanlık faiz esnekliğini kullanarak tepki vermesi mümkün olabilecek. Ancak, bu tür acil durumlar dışında, Merkez Bankası gecelik faizlerin %16,5 seviyesindeki bir haftalık repo faizine yakın oluşmasını sağlamaya çalışacak. Sadeleşmenin Merkez Bankası'nın para politikası iletişimini ve kredibilitesini iyileştirmesi bekleniyor.

Seçim öncesinde ekonominin yavaşlatılmasına yönelik bir mali ve makro ihtiyati politika tercih edilmemesi Mayıs ayında piyasa görünümünde belirleyici oldu. Emekliye ikramiye ödenmesini içeren teşvik paketinin yanında, kamu bankaları önderliğinde başlatılan indirimli konut kredisi kampanyası, KGF'den sağlanacağı duyurulan yeni kredi imkânı gibi düzenlemeler, bir yandan büyüme desteklerken bir yandan da bütçe açığını, cari açığı ve enflasyonu olumsuz etkileyebileceği için yatırımcı ortamını zayıflatıcı bir rol oynadı. Ayrıca, akaryakıtın alınan ÖTV'de petrol ve kur değişimlerinin etkisini dengeleyecek şekilde otomatik ayarlamaya gidilmesi enflasyon açısından iyi haber olsa da, bütçeye olumsuz yansıtacak bir başka karardı. Bütçeye teşviklerin getireceği ek maliyetin karşılanmasına yönelik olarak kamu borçlarının 2016 ve 2017'den sonra 2018'de de yeniden yapılandırılması için bir düzenleme yapılırken, ayrıca yapı kayıt belgesi olmayan yapılara getirilen imar affi sayesinde bir kısmı 2018'de olmak üzere önemli bir gelir elde edilmesi planlandı. Ancak, ekonomiyi kısa vadeli tedbirlerle hızlandırmaya yönelik politikaların bütçede telafisi olsa da, cari açık ve enflasyon açısından getirdiği riskler nedeniyle Türk lirası varlıklar üzerindeki yansımaları olumsuz oldu. IMF 30 Nisan'da yayınladığı 4. Madde Konsültasyon Raporunda, Türkiye'nin kamu borç stokunun çok senaryolarında dahi sürdürülebilir olduğunu değerlendirmekle birlikte, enflasyon gibi iç ve cari açık gibi dış dengesizliklerde iyileşme sağlanabilmesi için Türkiye'ye bütçeyi sıkılaştırma tavsiyesi yaptı. Cari açık 2017 yılını 47,4 milyar dolar seviyesinde tamamladıktan sonra Mart ayında 55,4 milyar dolara ulaştı. Öncü veriler bu yükselişin Mayıs itibarıyla da devam ettiğini gösterdi. Açığın %70'inin kısa vadeli sermaye ile finanse edilmesi de cari açığın yükseliş trendi kadar risk algısını olumsuz etkileyen bir unsurdur.

Merkez Bankası'nın ancak TL'deki kısa vadeli değer kaybı %10'a yaklaştığında devreye girip faiz artırımına gitmesi ve para politikası ile mali ve makro ihtiyati politikaların uyumlu olmaması makroekonomi politikalarına ilişkin belirsizlik yaratırken, kredi derecelendirme kuruluşlarının aksiyonlarını beraberinde getirdi. 1 Mayıs'ta not indiren S&P'nin ardından, 1 Haziran'da Moody's Türkiye'yi not indirmeye alırken, Fitch de aynı tarihte bankaları negatif izlemeye aldı.

Global Görünüm

ABD'de büyüme olumlu ayrışıyor, Euro Bölgesi'nde yavaşlama ve siyasi belirsizlik var.

Fed Mayıs ayındaki toplantıda beklendiği gibi faizi değiştirmeyen, tutanaklarında kısa süre içinde yeniden faiz artırılacağı mesajı verilmesi 13 Haziran'da sonlanacak Fed toplantısına yönelik 25 baz puanlık sıkılaştırma beklentileriyle uyumluydu. Piyasada daha fazla etkisi olabilecek gelişme ise yılın ikinci yarısındaki faiz artırım sıklığına ilişkin verilecek mesajlardır. Fed, önceki toplantılarında bu yılın tamamına dair 3 adet faiz artırım sinyali verirken, bu sayının 4'e revize edilme ihtimali piyasada kısmen fiyatlanmaktadır. ABD'de ilk çeyrekte %2,2 olarak gerçekleşen büyümenin ikinci çeyrekte artması beklenirken, öncü büyüme göstergesi olan PMI endeksinin Mayıs ayındaki düşüşüne rağmen, şimdilik ikinci çeyrek ortalaması ilk çeyreğe göre iyileşmiş durumdadır. Fed'in favori göstergesi olan çekirdek PCE (kişisel tüketim harcamaları deflatörü) enflasyonu yıllık %1,8 seviyesinde yatay kaldı, ancak gelecek aylarda %2 hedefine ulaşacağı beklentileri korundu.

Mayıs ayında toplantı yapmayan Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB) para politikasını normalleştirme adımlarının zayıflayan büyüme ve artan siyasi belirsizlikler sebebiyle zora girdiği değerlendirildi. Eylül ayında süresi dolacak olan aylık 30 milyar Euro'luk varlık alım programının süresinin birkaç ay daha uzatılması ve miktarının azaltılması bekleniyordu. 2019 yılının ikinci yarısı itibarıyla faiz artırımının da başlayacağı tahmin ediliyordu. Ancak, Euro Bölgesi'nde yıllık büyüme, geçen yılın son çeyreğindeki %2,8'den ilk çeyrekte %2,5'e doğru ivme kaybederken, PMI verilerindeki düşüş, yavaşlamanın süreceğini gösterdi. İspanya'da hükümetin güven oylamasını kaybetmesi sonucu oluşan erken seçim ihtimali ve İtalya'da hükümet kurulmasıyla ilgili yaşanan sorunlar ECB'nin parasal normalleşme planları açısından destekleyici değildi. İngiltere Merkez Bankası'nın Mayıs ayında faizi değiştirmeme kararının ardından yılın kalanı için bir defa artırım olacağı beklentileri korundu.

Mayıs ayında uluslararası politikaya ilişkin belirsizliklerde de artış vardı. ABD Başkanı Trump, Obama döneminde İran ile bazı yaptırımların kaldırılması karşılığında

imzalanan nükleer anlaşmadan çekildiğini ve 90 ila 180 gün içerisinde yaptırımları yeniden devreye sokacağını açıkladı. Anlaşmanın diğer tarafları olan Avrupa ülkeleri ve İran ABD'ye rağmen anlaşmanın kendileri için geçerli olduğunu söylediler de, bu şekilde sürdürülebilirliği konusunda endişeler oluştu. Ayrıca, Mayıs ayında ABD ve Çin arasında yürütülen korumacı ticaret politikalarına yönelik müzakere süreci Haziran ayı itibarıyla kesintiye uğradı. ABD yeniden gümrük vergisi açıklamaya hazırlanırken, Çin de eğer gümrük vergisi uygulaması Haziran ayında planlandığı gibi açıklanırsa, müzakereleri sona erdireceğini belirtti. ABD çelik ve alüminyum ithalatında vergiden geçici olarak muaf tuttuğu Meksika, Kanada ve Avrupa Birliği'nin muafiyetini kaldırdığını duyururken, bu ülkelerin misilleme açıklamaları oldu.

Mayıs ayında küresel imalat sanayi PMI endeksi 53,5'ten 53,1'e geriledi ve Nisan-Mayıs ortalaması böylece ilk çeyreğin gerisinde kalarak yavaşlama sinyali verdi. 2017 yılında senkronize bir şekilde güçlenen küresel büyümenin 2018 yılında duraksadığı yönündeki sinyaller korunurken, özellikle Euro Bölgesi'ndeki ivme kaybı dikkat çekmeye devam etti. ABD hem enflasyon hem de büyüme anlamında gelişmiş ülkeler içerisinde daha güçlü kalan ve ayrılan ekonomi olurken, bu makro görünüm altında ABD'de tahvil faizlerinin yüksek seviyeleri ve doların küresel gücü korundu.

Yurtiçi Piyasalar

Politika belirsizliği, Türk lirası varlıkların görece olumsuz performansına yol açtı.

Mayıs ayında Türk lirası dolar karşısında %11,4, dolar ve Euro'dan oluşan döviz sepeti karşısında %9,5 değer kaybederken; Hindistan, Güney Afrika, Brezilya, Macaristan ve Rusya'dan oluşan gelişmekte olan ülke para birimlerinin ortalamasına kıyasla %9 civarında daha olumsuz performans gösterdi. Bu gelişmekte olan ülkelerde Mayıs ayında 10 yıllık tahvil faizlerinde ortalama 50 baz puan artış yaşanmasına karşın, benzer vadeli TL tahvil faizinde yükseliş bunun üç katıydı. 10 yıllık tahvil faizi ay sonunda %14,3 ve 2 yıllık tahvil faizi %17,5 seviyesine ulaştı. BİST100 endeksinde Mayıs ayında kaydedilen %3,5 gerilemeye karşın, dolar bazında MSCI Türkiye hisse senedi endeksinde %13,6 düşüş yaşandı ve MSCI gelişen ülkeler hisse senedi endeksinde kıyasla düşüş 10 puan daha sert oldu. Küresel piyasalarda ABD'de artan faiz seviyelerinin yanında, jeopolitik gelişmeler, ABD'nin uluslararası politikalarına ilişkin belirsizlikler ve Avrupa'daki siyasi gelişmeler risk iştahını olumsuz etkilerken, veri akışının küresel büyüme görünümüne dair şüphe yaratmaya devam etmesi de bu eğilimi destekledi. Ayrıca, Türk lirasındaki hızlı değer kaybı ve Arjantin'in IMF yardımına başvurması, gelişen ülkelere dair daha ihtiyatlı bir duruşu beraberinde getirdi. Yurtiçinde ise makroekonomik politika belirsizlikleri daha zayıf performansa sebep oldu.

Haziran ayında Fed'in faiz artırımı ve sonrasında vereceği sinyallerin yanında Avrupa Merkez Bankası'nın toplantısında parasal normalleşmeye ilişkin mesajları piyasalar açısından en kritik gelişmeler olacak. Ayrıca, Çin ve ABD arasında yürütülen ticaret müzakerelerinin ve ABD'nin Meksika ve Kanada ile yürüttüğü NAFTA görüşmelerinin Haziran ayı itibarıyla olumsuz bir seyre girmesi de bu konuya yatırımcıların duyarlılığını artırabilir. Yurtiçinde 24 Haziran'daki seçimlere kadar piyasada oynaklıkların sürmesi ve seçim sonrasında oluşacak yeni ekonomi yönetimi görülene kadar temkinli bir yatırım ortamı oluşması mümkün görünüyor. Haziran ayında ayrıca bütçe açığının yüksek gerçekleşmesi beklendiği için, Hazine ihalelerinin yakından takip edilmesi bekleniyor. TL varlıklar son dönemde görece olumsuz performans gösterdiğinden benzerlerinden daha ucuz olsa da, bu durumun fırsat olarak görülebilmesi için siyasi ve makroekonomik belirsizliklerde iyileşme olması gerektiği değerlendirilmektedir.

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	-47,4	-45,4
Cari İşlemler Dengesi /GSYİH (%)	-%6,8	-%4,6	-%3,7	-%3,8	-%5,6	-%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)	Mar	%2,5	%10,2
Kapasite Kullanımı (Mevsimsellikten Arındırılmış)	May	%78,9	%78,2
İşsizlik Oranı (Mevsimsellikten Arındırılmış)	Şub	%11,6	%9,8
Fiyat Göstergeleri (Yıllık)	Dönemi	2017	2018
TÜFE Enflasyonu	May	%11,7	%12,1
ÜFE Enflasyonu	May	%15,3	%20,2
Çekirdek Enflasyon	May	%9,4	%12,6
Bütçe Göstergeleri (Milyar TL)	Dönemi	2017	2018
Gelirler	Oca-Nis	197,8	232,0
Harcamalar	Oca-Nis	215,7	255,2
Faiz Dışı Denge	Oca-Nis	4,2	2,2
Bütçe Dengesi	Oca-Nis	-17,9	-23,2
Dış Denge (Milyar ABD Doları)	Dönemi	2017	2018
İhracat (12 Aylık Toplam)	Nis	145,7	160,3
İthalat (12 Aylık Toplam)	Nis	202,3	245,3
Dış Ticaret Dengesi (12 Aylık Toplam)	Nis	-56,6	-84,9
Cari İşlemler Dengesi (12 Aylık Toplam)	Mar	-33,5	-55,4

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 - 31/05/2018 (*)	Yılbaşından Beri Değişim (%) 29/12/2017 - 31/05/2018 (*)	Yıllık Değişim (%) 31/05/2017 - 31/05/2018 (*)
Likit Fon (HEP)	%1,06	%5,38	%13,03
Kamu Borçlanma Standart Fonu (HEK)	-%2,40	-%0,75	%1,29
Kamu Dış Borçlanma Fonu (HED)	%5,79	%11,29	%23,24
Esnek Fon (HEB)	-%0,79	%1,24	%11,31
Hisse Senedi Fonu (HES)	-%2,81	-%7,46	%7,76
Katkı Fonu (HET)	-%4,33	-%4,10	-%0,89
Alternatif Esnek Fon (HEE)	%0,31	%3,21	%10,43
Alternatif Katkı Fonu (HER)	-%0,47	%3,47	%8,95
Altın Fonu (HEA)	%9,71	%18,61	%28,90
Başlangıç Fonu (HEL)	%0,91	%5,18	%12,64
Başlangıç Katılım Fonu (HEG)	%0,74	%4,38	%10,17
Standart Font (HEC)	-%0,85	-	-
Katılım Standart Fon (HEI)	-%0,05	-	-

(*) 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