

FON BÜLTENİ - AĞUSTOS 2018

Makro Bakış

Ekonominin ve piyasaların yönünü, mali politika belirleyecek.

Temmuz ayında yayınlanan veriler, ikinci çeyrekte ekonominin kademeli bir yavaşlama eğiliminde olduğunu, yılın ikinci yarısında ise yavaşlamanın belirginleşebileceğini yansıttı. Sanayi üretimi Mayıs ayında yıldan yıla %7 artarken, Nisan-Mayıs döneminde ortalama büyüme %6,1 olarak gerçekleşti ve birinci çeyrekte kaydedilen %9,9'luk artışa kıyasla ivme kaybetti. Haziran ayına ait dış ticaret verileri, özellikle Avrupa'daki talep koşullarının zayıflamasının etkisiyle geçen yılın aynı ayına göre toplam ihracatta daralma yaşandığını, ayrıca enerji ve altın dışı ara mali ithalatının da geçen yıla göre gerilediğini gösterdi. Haziran'da sanayi üretiminin daha fazla hız kaybedeceği de böylece ana senaryo haline geldi. Türkiye'nin öncü büyüme göstergelerinden biri olarak izlenen imalat sanayi PMI endeksi ilk çeyrekteki ortalaması olan 54,4 değerinden ikinci çeyrekte 47,4 değerine doğru geriledikten sonra Temmuz ayında 49'a doğru hafif bir toparlanma gösterdi. Ancak, büyüme ve daralma dönemlerini ayıran 50 eşik seviyesinin altında kaldı. Merkez Bankası'nın Nisan-Haziran döneminde gerçekleştirdiği 5 puanlık faiz artırımını sonrasında sırasıyla %24 ve %22,4 seviyelerine kadar yükselen ticari ve tüketici kredi faizlerine paralel olarak kur etkisinden arındırılmış yıldan yıla kredi büyümesi %13,7 seviyesine kadar indi. Krediler ve iç talep arasındaki yakın ilişki dikkate alındığında, yılın ikinci yarısında özel tüketim ve yatırım harcamaları kanalından büyümeye gelebilecek desteğin oldukça sınırlı olacağı şimdiden görülmektedir. Diğer taraftan, Haziran ve Ağustos aylarında toplam 20 milyar TL düzeyinde olacağı hesaplanan emekli ikramiyeleri başta olmak üzere, kamu teşviklerinin büyümeye destek vereceği öngörülmektedir. Ayrıca, kamu özel işbirliği kapsamında devam eden altyapı ve inşaat projelerinin de yine büyümeye katkı yapması beklenmektedir. Turizm sektöründeki canlanma ve ithalattaki yavaşlama sayesinde net dış talebin büyümeyi olumlu yönde etkileyeceği tahmin edilmektedir. Bu dinamikler göz önüne alındığında, uzun vadede potansiyelinin çok üzerinde büyüyerek cari denge ile enflasyon gibi alanlarda dengesizlikleri biriktiren ekonominin, önümüzdeki dönemde "yumuşak iniş" gerçekleşirebileceği söylenebilmektedir.

Diğer yandan, finansal piyasalardaki bozulma ve Türkiye'nin artmaya devam eden risk primi ekonomide beklenenden daha sert bir yavaşlama olması ihtimalini de canlı tuttu. Yeni hükümet sisteminin oluşturulması ve cumhurbaşkanlığı sisteminin Merkez Bankası'nı da ilgilendiren ilk düzenlemelerini yapması sonrasında, yurtiçindeki belirsizliklerin azalmadığı görüldü. Hazine ve Maliye Bakanlığı çatısı altında oluşturulan ekonomiden sorumlu yeni birim, ekonomiyi daha güçlü bir koordinasyonla ve verimli bir şekilde yönetme imkânını elde etti. Bakanlığın verdiği ilk mesajlar ekonomide yeniden dengelenmenin sağlanmasına, cari açık ve enflasyonun düşürülmesine yönelik politikaların uygulanacağı, mali disiplin planının açıklanacağı şeklinde olurken, Merkez Bankası'nın bağımsızlığı vurgusu da öne çıkarıldı. Mali ve parasal sıkılaşma bileşimiyle ekonomide kontrollü bir yavaşlamanın yönetilmesinin önünü açacak bir çerçevenin Eylül ayında açıklanabileceği belirtildi. Mali disiplinin bir mali kural eşliğinde uzun vadeli olarak tesis edilmesini sağlamayı hedefleyen hükümetin, ekonominin yavaşlamasına izin verip vermeyeceği ise açıklanacak programın piyasa etkisini belirleyecek en önemli unsur olarak öne çıktı. Merkez Bankası'nın 24 Temmuz'da gerçekleştirdiği toplantıda faiz artırım beklentilerinin aksine herhangi bir değişiklik yapmaması ve bu kararın gerekçesi olarak mali disiplin beklentisini ortaya koyması, hükümetin açıklayacağı mali politikanın önemini daha da artırdı. Merkez Bankası enflasyonda genele yayılan yükseliş baskısına dikkat çekmekle birlikte, ekonomideki yavaşlamanın ve kamunun ekonomiyi destekleyici tutumunun nötr duruşa geçmesinin enflasyon riskini kısmen azaltacağını söyledi. Şimdilik beklemeyi tercih eden Banka, gerekirse yeniden artırıma gidilebileceğini de ekledi.

Merkez Bankası 31 Temmuz'da yayınladığı Enflasyon Raporu'nda önceden %8,4 olarak belirlenen 2018 yıl sonu enflasyon tahminini, sıkı para politikası ve ekonomide koordinasyon varsayımı altında %13,4'e, %6,5 olarak belirlenen 2019 yıl sonu enflasyon tahminini de %9,3'e güncelledi. 2020 yıl sonu enflasyon tahmini ise %6,7 olarak belirlendi. Banka'nın güncellemeleri önceki raporlardan farklı olarak, piyasa beklentilerine oldukça yakın gerçekleşti. Son Beklenti Anketi'nde sene sonu enflasyon tahmini %13,9 ve 24 ay sonrası enflasyon beklentisi %9,5 seviyesindeydi. %5 seviyesindeki hedefin ise ancak 2021 yılında gerçekleşebileceği öngörüldü. Banka'nın tahminlerinde enerji fiyatlarında yapılacak zamların etkisinin dâhil edildiği yönündeki mesaj önemliydi. Zira 1 Ağustos'tan itibaren konutta elektriğe %9,57, doğalgaza %9, sanayi ise elektriğe %9,26, doğalgaza %14 oranında zam yapıldı. Konut kullanımında yapılan zamlar düşünüldüğünde, TÜFE enflasyonuna etkisi 0,36 puan olarak hesaplandı. Temmuz ayında yıllık TÜFE enflasyonu önceki %15,4'ten %15,9'a yükseldi ve beklentilerin biraz altında gerçekleşti. Temmuz ayı enflasyonunda fiyatlama davranışlarındaki bozulmanın etkileri ve genele yayılan fiyat baskısı hissedilmeye devam ederken, önümüzdeki dönemde enflasyonda yukarı yönlü hareketin sürme ihtimali de ağırlık kazandı.

Temmuz ayında Fitch Türkiye'nin kredi notunu bir kademe indirirken, görünümü negatif belirleyerek daha fazla indirim kapıyı açık bıraktı. Fitch ayrıca bankaların kredi notunu bir ila iki kademe arasında indirerek kredi kalitesindeki zayıflama ve sermaye yeterliliği konularındaki risklere dikkat çekti. Temmuz ayının sonlarında kamuda mali disiplini tesis etmek üzere bazı tasarruf tedbirlerine Ağustos ayında itibaren başlandığı yönündeki haberlere, Hazine'nin Ağustos ve Eylül aylarında borçlanma ihtiyacını önceden öngördüğü seviyelerin altına çekmesi eşlik etti. Ayrıca, BDDK tüketici kredilerinde bazı sınırlandırıcı tedbirlerle ilgili tasarımlar hazırlandı. Bu girişimler ekonomiyi yavaşlatıp enflasyon ve cari açık risklerinin yönetilmesine dair olumlu adımlar olsa da, şimdilik kredi notuna ilişkin aşağı yönlü riskler Moody's'in Türkiye'yi negatif izlemeye almış olması sebebiyle sürüyor. Önümüzdeki dönemde bankaların ve şirketlerin yurtdışından aldıkları kredileri çevirme performanslarının önemli olacağı değerlendiriliyor.

Global Görünüm

ABD büyümede fark atarken, korumacı politikalar küresel ekonomiyi riske atıyor.

Fed Başkanı Powell, Temmuz ayındaki konuşmalarında küresel ticaret savaşlarına rağmen, genişleyici mali politika sayesinde büyüme görünümü üzerindeki risklerin dengelendiğini söyledi. Bu mesaj, Fed'in öngördüğü gibi bu yılın kalanında iki defa faiz artıracığına dair beklentileri destekledi. ABD'de Fed'in yayınladığı bir çalışma uzun ve kısa vadeli tahvil faizleri arasındaki farkın azalmasının geçmişteki deneyimlerden farklı olarak bir resesyon sinyali olarak değerlendirilmemesi gerektiği yönünde bir görüşü ortaya koyarken, yine parasal sıkılaşmanın sürmesini destekler nitelikteydi. İkinci çeyrekte beklendiği gibi %4,1'lik güçlü bir büyüme kaydeden ABD ekonomisinin üçüncü çeyrekte de bu gücünü sürdürebileceği yönündeki beklentiler kuvvetlendi.

ABD ve Çin karşılıklı olarak birbirlerinden yaptıkları 34 milyar dolarlık ithalata %25 vergi uygulamasını başlattı. Trump ayrıca Çin'e vergi uygulamasını 550 milyar dolarlık ithalata kapsayacak şekilde genişletebileceğini ve dünya genelinde yaptığı otomotiv ithalatına yeni bir vergi getirilebileceğini söyledi. IMF karşılıklı misillemelerin olduğu ve bahsi geçen vergilerin tamamının uygulandığı bir senaryoda, küresel büyümeye doğrudan etkisinin 0,5 puanlık düşüş yönünde olabileceğini belirtti. ABD'nin Çin'den yaptığı 200 milyar dolarlık ilave ithalata %25 vergi getirilmesine ilişkin çalışmasının sonuçlarını Eylül ayı başında açıklaması bekleniyor. Misilleme yapacağını açıklayan Çin'in para biriminde son dönemde yaşanan değer kaybı ise diğer gelişmekte olan ülke kurlarını da olumsuz etkiledi. Anket bazlı güven endekslerinin sermaye mali harcama eğilimlerine ilişkin alt kalemlerinde yaşanan düşüşler, ticaret savaşlarının olumsuz etkilerine dair öncü gösterge niteliğinde kabul ediliyor ve önümüzdeki dönemde gerçek verilerde de etkisinin hissedilebileceği değerlendiriliyor.

IMF 2018 ve 2019 yılları küresel büyüme tahminlerini %3,9 olarak korudu. Ancak verilere bakıldığında, ABD'deki güçlü büyümenin aksine Euro Bölgesi ve Japonya'da daha zayıf bir tablo izlendi. Euro Bölgesi'nde yıllık büyüme ilk çeyrekte %2,5 ve ikinci çeyrekte geçici veriye göre %2,1 seviyesinde gerçekleşti. Euro Bölgesi'nde yıllık TÜFE enflasyonu Haziran ayında Mayıs ayındaki %1,9'dan %2'ye yükseldi. Avrupa Merkez Bankası Temmuz ayında faiz oranlarını ve yönlendirmesini değiştirmemezken, 2019 yılı yaz ayları boyunca faiz artırılmayacağı yönündeki ifade korundu. Japonya'da ise yıldıan yıla enflasyon %0,7 seviyesinde yatay kaldı. Öncü göstergeler Japonya'da ekonominin yıla başından beri yavaşladığına işaret etse de, seviyeler hâlâ güçlüydü. Bu doğrultuda, Japonya Merkez Bankası Temmuz ayındaki toplantısında faiz seviyelerini değiştirmemekle birlikte 10 yıllık tahvil faizinin %0 hedefi etrafında daha fazla oynaklık göstermesine izin vereceğini açıklayarak düşük faizden olumsuz etkilenen finans sektörünü bir miktar rahatlatmaya çalıştı. Diğer yandan, faizin uzun süre düşük tutulacağı yönünde bir yönlendirme de ilk defa faiz kararı metnine girdi.

Yurtiçi Piyasalar

Yurtiçi piyasalarda baskı arttı.

Gelişen piyasalardan Mayıs ayında başlayan portföy çıkışları Temmuz ayında yavaşlayarak devam etti. İlk dört ayda hisse senedi, tahvil ve Eurobond piyasalarına 78 milyar dolarlık giriş olmuşken, Temmuz ayı itibarıyla bu rakam 39 milyar dolara kadar geriledi. Temmuz ayında %2,85 seviyesinde başlayan 10 yıllık tahvil faizi ay sonunda %2,98 seviyesine kadar yükselirken, dolar endeksinde yatay bir seyir vardı. Gelişen ülke tahvilleri Haziran ayındaki olumsuz performansının ardından ise Temmuz ayında bir miktar faiz düşüşüne sahne oldu. Türkiye'de 10 yıllık tahvil faizi 160 baz puan artarak %18,8 seviyesine yükseldi ve istisna oldu. Seçim sonrasındaki gelişmeler ve enflasyondaki yükseliş beklentisi yurtiçinde faizlere olumsuz yansıdı. Temmuz'da TL dolar karşısında %7,1 değer kaybıyla benzerlerinden olumsuz ayrılmaya devam ederken, BİST100 Endeksi'nde Temmuz ayında %0,4 yükseliş oldu ve dolar bazında gelişmekte olan ülkelerden %9 düşüş kaldı.

Yurtiçinde Ağustos ayında izlenmesi gereken en önemli konu yeni ekonomi yönetiminin belirleyeceği yol haritası ve mali politikaya ilişkin detaylar olacaktır. Ayrıca, ABD ile ilişkilerde yaşanan sorunların çözüme kavuşup kavuşmayacağı, Moody's'in ve S&P'nin yakın zamanda açıklaması beklenen kredi notu kararları ve bankaların yurtdışı kredi yenilemeleri gibi konular da izlenecek. Kurdaki değer kaybının belirginleşmesi döviz borcu olan şirketleri ve dolayısıyla da bankalar olumsuz etkilerken, mali disiplinle ilgili atılacak adımların tek başına Türkiye'nin risk primini düşürmesi de giderek zorlaşmaktadır. Yurtdışında ise, Çin ekonomisinde ticaret kaynaklı oluşabilecek yavaşlama karşısında iç talebi desteklemek üzere alınan tedbirlerin boyutu ile bu tedbirlerin para birimine etkisi en kritik alan olarak gözükmektedir. Ayrıca, küresel büyümeye dair gelişmeler de izlenecektir. Gelişmekte olan ülkeler açısından ve Türkiye açısından yatırım ortamının temkinli kalmaya devam etmesi öngörülmektedir.

MAKROEKONOMİK GÖSTERGELER	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
GSYİH (milyar TL)	1.810	2.044	2.339	2.609	3.105	3.590
GSYİH (milyar ABD Doları)	950	936	861	865	851	818
Büyüme Oranı (%)	%8,5	%5,2	%6,1	%3,2	%7,4	%3,5
TÜFE Enflasyonu (yıllık) (%)	%7,4	%8,2	%8,8	%8,5	%11,9	%14,0
İhracat (milyar ABD Doları)	151,8	157,7	143,9	142,6	157,1	166,2
İthalat (milyar ABD Doları)	-251,7	-242,2	-207,2	-198,6	-233,8	-255,6
Dış Ticaret Dengesi (milyar ABD Doları)	-99,9	-84,5	-63,3	-56,1	-76,7	-89,4
Cari İşlemler Dengesi (milyar ABD Doları)	-64,7	-43,5	-32,2	-32,6	-47,4	-55,2
Cari İşlemler Dengesi /GSYİH (%)	-%6,8	-%4,6	-%3,7	-%3,8	-%5,5	-%6,8
Faiz (Gösterge, bileşik, yıl sonu) (%)	%10,03	%7,97	%10,78	%10,63	%13,40	%19,2
Politika Faizi (%)	%4,50	%8,25	%7,50	%8,00	%8,00	%19,00
TCMB Ağırlıklı Fonlama Maliyeti (%)	%7,10	%8,51	%8,81	%8,30	%12,75	%19,00
Marjinal Gecelik Fonlama Faizi (%)	%7,75	%11,25	%10,75	%8,50	%12,75	%20,50
BİST-100	67.802	85.721	71.727	78.138	115.333	105.000
ABD Doları / TL (Ortalama)	1,9054	2,1930	2,7200	3,0164	3,6500	4,37
ABD Doları / TL (Yıl sonu)	2,1381	2,3230	2,9100	3,5294	3,7719	4,80
Kur sepeti (0,5 USD+ 0,5 EUR) (Yıl Sonu)	2,5443	2,5674	3,0410	3,6104	4,1437	5,24
Euro / ABD Doları (Yıl sonu)	1,38	1,21	1,09	1,05	1,20	1,18

T: İş Portföy Yönetimi A.Ş. tahminleridir.

Makroekonomik Göstergeler

Büyüme	Dönemi	2017	2018
GSYİH (Yıllık Birikimli, Milyar ABD Doları)	1. Çeyrek	847,5	882,8
Büyüme Oranı (Yıllık)	1. Çeyrek	%5,4	%7,4
Üretim Göstergeleri	Dönemi	2017	2018
Sanayi Üretimi (12 Aylık Ortalama)	May	%2,6	%10,1
Kapasite Kullanımı (Mevsimsellikten Arındırılmış)	Tem	%78,4	%76,9
İşsizlik Oranı (Mevsimsellikten Arındırılmış)	Nis	%11,1	%10,3
Fiyat Göstergeleri (Yıllık)	Dönemi	2017	2018
TÜFE Enflasyonu	Tem	%9,8	%15,8
ÜFE Enflasyonu	Tem	%15,5	%25,0
Çekirdek Enflasyon	Tem	%9,6	%15,1
Bütçe Göstergeleri (Milyar TL)	Dönemi	2017	2018
Gelirler	Oca-Haz	299,2	353,6
Harcamalar	Oca-Haz	324,4	399,7
Faiz Dışı Denge	Oca-Haz	1,8	-12,3
Bütçe Dengesi	Oca-Haz	-25,2	-46,1
Dış Denge (Milyar ABD Doları)	Dönemi	2017	2018
İhracat (12 Aylık Toplam)	Haz	148,3	161,8
İthalat (12 Aylık Toplam)	Haz	207,3	248,4
Dış Ticaret Dengesi (12 Aylık Toplam)	Haz	-59,0	-86,6
Cari İşlemler Dengesi (12 Aylık Toplam)	May	-36,3	-57,6

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 dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Geçmişteki performanslar gelecekteki performansın bir göstergesi ya da garantisiz 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 (%) 30/06/2018 - 31/07/2018 (*)	Yılbaşından Beri Değişim (%) 29/12/2017 - 31/07/2018 (*)	Yıllık Değişim (%) 31/07/2017 - 31/07/2018 (*)
Likit Fon (HEP)	%1,33	%8,15	%13,81
Kamu Borçlanma Standart Fonu (HEK)	-%3,09	-%6,00	-%5,24
Kamu Dış Borçlanma Fonu (HED)	%5,82	%17,62	%28,24
Esnek Fon (HEB)	%0,02	%1,22	%7,74
Hisse Senedi Fonu (HES)	-%2,24	-%12,52	-%6,08
Katkı Fonu (HET)	-%4,74	-%12,29	-%10,79
Alternatif Esnek Fon (HEE)	%0,76	%3,19	%6,97
Alternatif Katkı Fonu (HER)	%0,66	%4,64	%8,16
Altın Fonu (HEA)	%4,68	%21,46	%32,38
Başlangıç Fonu (HEL)	%1,19	%7,72	%13,00
Başlangıç Katılım Fonu (HEG)	%1,08	%6,39	%10,43
Standart Font (HEC)	%0,24	-	-
Katılım Standart Fon (HEI)	%0,88	-	-
OKS Atak Değişken Fon (AJP)	%0,27	-	-
OKS Agresif Değişken (AJR)	-%0,41	-	-
OKS Temkinli Değişken (AJR)	-%0,12	-	-
OKS Dengel Değişken (AJV)	-%0,12	-	-
OKS Atak Katılım Değişken (AJY)	%0,10	-	-
OKS Agresif Katılım Değişken (AJZ)	%0,56	-	-

(*) 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