

FON BÜLTENİ - EYLÜL 2018

Makro Bakış

Finansal istikrarı koruyucu tedbirler hayata geçiriliyor.

Ağustos ayında ekonomiye dair veri akışı ve piyasa gelişmeleri, enflasyonda yükselişin sürebileceğini, büyüme hızında ise yavaşlama olabileceğini gösterdi. Haziran ayında sanayi üretimi yıldan yıla %2,9 gibi sınırlı bir artış kaydederken, ikinci çeyrekte ortalama büyüme %5,1 ile birinci çeyrekte elde edilen %9,9 ve 2017 yılının tamamında kaydedilen %9 büyümeye kıyasla belirgin şekilde yavaşladı. Üçüncü çeyreğe ilişkin öncü göstergeler ise yavaşlamanın derinleşebileceğini düşündürdü. İmalat sanayi PMI verisi haziran ayındaki 46,8 seviyesinden sonra temmuz-ağustos döneminde 47,7'ye hafif toparlandı, ancak 50 eşik seviyesinin altındaki değeriyle sektör aktivitesinde küçülmeye işaret etmeye devam etti. Benzer şekilde Merkez Bankası tarafından yayınlanan Reel Sektör Güven Endeksi ağustos ayında düşüşünü yedinci aya taşıyarak, Haziran 2009'dan beri en zayıf seviyesine indi. Temmuz-ağustos aylarının ortalaması ikinci çeyreğe göre belirgin bir düşüş yansıtırken, 100 eşik seviyesinin altındaki değerler ekonomide kötümser görünüm anlamına geliyor. Bir başka öncü gösterge olan enerji ve altın dışı ara malı ithalatı ise Euro olarak ölçüldüğünde geçici verilerle göre temmuz ve ağustos aylarında yıllık olarak ortalama %9,3 gerileyerek benzer durumu teyit etti. İhracatın özellikle Avrupa sayesinde temmuz ayında toparlanması olumlu haber olsa da, ağustos ayında yeniden zayıflama görüldü. Kredi Garanti Fonu gibi makro ihtiyatı politikalar ve vergi indirimi gibi mali teşviklerle desteklenen hızlı büyüme dönemi 2018 yılı ikinci çeyreği itibarıyla geride bırakılmaktadır. İkinci çeyrek için yavaşlamanın kademeli olduğu söylenebilir, ancak yılın ikinci yarısı için şimdilik daha belirsiz bir tablo oluşmaktadır. Kur etkisinden arındırılmış kredi büyümesinde yılbaşındaki %20'den ağustos ayında %12'ye gelinmesi, kredi faizlerinin tüketici ve ticari ayrımında sırasıyla %29 ve %31 ile yılbaşından bu yana 10-15 puan artması finansal koşulların sıklaştığını göstermektedir. GSYH'nin yaklaşık %26'sı düzeyinde döviz açık pozisyonu olan sektör firmaları açısından faiz artışına ek olarak, sene başından bu yana %70 değer kaybeden Türk lirası da önemli bir finansal sıkışma yaratmaktadır. Hane halkının döviz borçluluğu olmadığı gibi, döviz cinsi mevduatlar sayesinde nette uzun pozisyon taşınmaktadır. Bu doğrultuda, tüketim talebindeki düşüşün fiyat artışları, faizdeki yükseliş ve güven kanalıyla gerçekleşmesi beklenmektedir.

Ekonomideki yavaşlamanın olumlu bir yansıması 12 aylık birikimli cari açığın mayıs ayındaki 58,2 milyar dolardan haziran ayında 57,4 milyar dolara gerilemesi oldu. Temmuz ve ağustos ayı dış ticaret verileri ise cari açıkta düşüşün devam edeceğini gösterdi. Ancak, talep koşullarının zayıflaması henüz enflasyonist baskıları sınırlama noktasında değildi. Ağustos ayında yıllık TÜFE enflasyonu temmuz ayındaki %15,9'dan %17,9 seviyesine yükseldi. Elektrik ve doğalgaz zamlarının yanında, akaryakıtta ÖTV artışı paralelinde gelen zamlar enerji grubu kaynaklı olarak enflasyonda birikmiş bir baskının ağustos ayında kendini göstermesine sebep oldu. Sepet bazında kurun %32 yükseldiği ağustos ayında döviz kurlarına hassas olan beyaz eşya ve otomobil gibi mal gruplarında sırasıyla %3,8 ve %6 gibi yüksek aylık değişimler dikkat çekti. 1 Eylül'den itibaren doğalgaz ve elektrige yeni zamlar açıklanırken, kur hareketinin etkileriyle enflasyonda yükselişin süreceği tahmin edilmektedir. Merkez Bankası 31 Temmuz'da yayınladığı Enflasyon Raporu'nda enflasyonun zirve noktasının yaz aylarında %16 civarında oluşabileceğini öngörmüştü. Enflasyon görünümündeki beklenenden olumsuz seyir sonucunda, Merkez Bankası 13 Ağustos'ta açıkladığı değişikliklerle %17,75 faizle bankalara sağladığı bir haftalık fonlamanın tamamını %19,25'ten gecelik faizle yapmaya başladı. Sonuç olarak, bankalar için referans faiz 150 baz puan yükseldi. Yeni bakanlar kurulunun 9 Temmuz'da açıklanmasının ardından yeni ekonomi yönetiminin önceliğinde, enflasyonun düşürülmesi ve mali disiplinin tesis edilmesiyle ekonominin yeniden dengelenmesi olacağı belirtildi. Kapsamlı bir strateji belgesinin açıklanması için eylül ayının ilk yarısı hedef gösterilirken, büyümenin %3-4 bandına gerilemesi, bütçe açığının bu yıl önceden hedeflendiği gibi %2 seviyesinde gerçekleştiği takdirde gelecek senelerde %1,5'e düşürülmesi amaçlandı. Şimdiden bu yıl için 35 milyar TL'lik tasarruf tedbirinin devreye alındığı vurgulandı. Bu tedbirlerin de katkısıyla ağustos ve eylül ayları için kamu iç borçlanma hedefi düşürülürken, BDDK da kurgulanan yeni ekonomi çerçevesiyle uyumlu olarak dengelenmeye katkı sağlamak üzere tüketici kredilerinde taksit sayısını sınırladığı bir düzenleme yaptı.

Ancak, piyasaların olumlu algıladığı bu gelişmelere rağmen, ABD ile ilişkilerde yaşananlar yatırım ortamının zayıflamasında etkiliydi. Ayrıca, kredi derecelendirme kuruluşları Moody's ve S&P Türkiye'nin kredi notunu birer kademe indirerek TL'deki zayıflığın ekonomiye olası etkilerinden ve dış finansman koşullarındaki bozulmadan endişe ettiklerini belirttiler. Döviz kuru ve tahvil faizlerinde oluşan dalgalanmaların finansal istikrar üzerindeki olası olumsuz etkilerini hafifletmek üzere BDDK ve Merkez Bankası devreye girdi. Bankaların likiditeye erişiminde kolaylık sağlayan ve zorunlu karşılık indirimleri yapan Merkez Bankası'nın adımlarına, BDDK'nın swap piyasasında yurtdışı yerleşiklerin döviz pozisyonlarında esnekliğini azaltan düzenlemeleri eşlik etti. BDDK ayrıca firmaların kredilerinin yeniden yapılandırılmasında bazı rahatlatıcı düzenlemeler yaptı. Hükümet ise 3 ay süreyle TL mevduatlarından alınan stopajda düşüşe ve yabancı para mevduat stopajlarında artışa giderek sürece destek oldu. Bu adımlar kısa vadede TL'de bir miktar istikrar oluşmasına yardımcı oldu. Mevduatta stopaj değişikliğinin bütçeye GSYH'nin %0,1'i civarında bir maliyeti olabileceği hesaplanmaktadır. 12 aylık birikimli bütçe açığı temmuz ayında GSYH'ye oranla %2 ile hedefle uyumlu seyretmişti. Emeklilere bayram ikramiyelerinin ikinci kısmı olan 10-12 milyar TL düzeyindeki ödemenin ağustos ayında yapılması, akaryakıtta fiyat sabitlemesi sebebiyle oluşan otomatik ÖTV ayarlamaları gibi maliyetler ve ekonomide yavaşlamanın yaratabileceği vergi geliri azalışı gelecek ayların bütçe görünümüne ilişkin öngörü yapmayı zorlaştırmaktadır. Diğer yandan, borç yapılandırılmasından, imar affından ve bedelli askerlikten elde edilecek birer milyar TL gelirler sayesinde bu yıl için bütçe ve borçlanma dinamiklerinde baskı yaşanmayacağı değerlendirilmektedir.

Global Görünüm

Küresel büyüme görünümü şimdilik olumlu.

Japonya Merkez Bankası ağustos ayı toplantısında faiz değişikliği yapmazken, 10 yıllık tahvil faizinin %0 hedefinin etrafında daha fazla dalgalanmasına, yani yükselmesine izin verdiğini söyledi. Ancak, bu şahin adım, negatif bölgedeki politika faiz oranının uzun bir süre değiştirilmeyeceği yönündeki sözlü yönlendirmeyle dengelendi. İngiltere Merkez Bankası ise politika faizini beklentilerle uyumlu şekilde 25 baz puan artırarak %0,75'e çekerken, 2007'den beri ikinci faiz artırımını gerçekleştirdi. Fed 1 Ağustos'ta sona eren para politikası toplantısında beklentilerle uyumlu olarak faiz artışını yapmazken büyüme görünümüne ilişkin olumlu tespitlerini güçlendirdi ve eylülde faiz artırımını gelebileceği beklentilerini destekledi. Avrupa Merkez Bankası da faiz değişikliğine gitmedi. Böylece, Fed'in sıkılaşma adımlarının karşısında, diğer gelişmiş ülke merkez bankalarının gevşek politikalarından çıkış konusunda çok daha yavaş adımlarla ilerlediği çerçeve korundu.

Japonya'da GSYH büyümesi yılın ikinci çeyreğinde yıllıklandırılmış olarak %1,9 olurken, ilk çeyrekteki %0,9 daralmanın geçici olması olumluydu. Euro Bölgesi'nde yılın ikinci çeyreğinde yıldan yıla büyüme, ilk çeyrekteki %2,5'ten %2,2'ye doğru hız kaybetti. Ancak, öncü göstergeler yılın kalanında hızlanmaya işaret etti. ABD'de ise %4,2 ile ikinci çeyrekte de güçlü bir büyüme kaydedildi. Küresel büyüme dinamiklerinde ABD lehine olan ayrışma sürmekle birlikte, küresel büyümenin olumlu bir platonla ilerlemesi ve ilk yarıda büyümeyi aşağı çeken Avrupa'dan toparlanma sinyalleri gelmesi olumlu gelişmelerdi. Çin'de ise yönetim ABD ile yaşanan ticaret anlaşmazlıklarının büyüme üzerindeki etkisini hafifletmeye yönelik destekleyici tedbirler aldı. Ekonomi yavaşlansa da, bu tedbirlerin etkisini yılın kalanında gösterebileceği öngörüsü ve Çin'in para biriminde değer kaybını sınırlamaya yönelik adımları küresel risk iştahı açısından olumluydu.

Küresel görünümün piyasaları daha fazla ilgilendiren bileşenleri ise gelişen ülkelerde yaşanan sorunlar, ABD'nin yaptırımları ve korumacı ticaret uygulamalarını de-

vam ettirmesi oldu. Daha önce IMF ile 50 milyar dolarlık yardım almak üzere anlaşılan Arjantin Merkez Bankası ülkeden sermaye çıkışını frenlemek için ağustosta 20 puanlık artırımı ile faizi %60'a yükseltti ve zorunlu karşılıkları artırdı. IMF'nin Arjantin'den daha fazla mali sıkılaşma beklediği belirtildi. ABD ise İran'a yaptırımlarının ilk etabını resmen 6 Ağustos itibarıyla başlattı. ABD ayrıca ağustos ayında Rusya'ya yaptırım uygulanacağını duyurdu. Rusya ise ekonomik yaptırımlar uygulanması durumunda ekonomik ve politik yollarla karşılık vereceğini açıkladı. ABD Çin'den 50 milyar dolarlık ithalatın ilk etabı olan 34 milyar dolar ithalata vergi uygulamasını temmuzda başlatmıştı. Kalan 16 milyar dolarlık ithalata %25 vergi uygulaması ise 23 Ağustos'ta başlatıldı. Çin de aynı miktarda ithalat için karşılık vereceğini duyurdu. ABD ayrıca Türkiye'den çelik ve alüminyum ithalatına vergi artışına gitti. Diğer yandan, ABD ve Meksika arasında NAFTA yerini alacak bir ticaret anlaşmasına varıldı.

Yurtiçi Piyasalar

Gelişmekte olan ülkelere para çıkışı devam etti.

Mayıs-temmuz döneminde 35 milyar dolara ulaşan gelişen ülkelere portföy çıkışları, ağustos ayında yavaşlayarak devam etti ve aylık 2,6 milyar dolar çıkış yaşandı. İlk dört ayda yaşanan girişler sayesinde ocak-ağustos dönemi ise 38 milyar dolar ile pozitif bölgede kalmayı sürdürdü. ABD'de 10 yıllık tahvil faizinin %3'ten %2,85'e gerilediği, doların diğer para birimleri karşısındaki yükselişine ara verdiği, MSCI gelişmiş ülkeler borsa endeksinin %1 yükseldiği ve küresel büyümeye yönelik endişelerin kısmen törpülediği bir aydı. Bu doğrultuda, küresel risk iştahından ziyade bazı gelişen ülkelerin kendilerine özgü problemlerinin yayılma riskinin gelişen ülke piyasalarını olumsuz etkilediği değerlendirildi. Yurtiçinde de ağustos ayında tahvil ve Eurobond piyasalarından yabancı yatırımcı çıkışı yaşandı. Ayrıca, yabancı yatırımcıların daha hızlı hareket ettiği para piyasası (swap piyasası) işlemleri aracılığıyla çok daha sert fon çıkışı yaşandığı gözlemlendi. Bu dönemde yurtiçi yerleşiklerin döviz mevduatlarında ise belirgin düşüş yaşandı. BDDK'nın swap piyasasına getirdiği değişiklikler kurdaki oynaklığı hafifletse de, ağustos ayında Türk lirası döviz sepeti karşısında %32 değer kaybederek, gelişen ülkeler arasında Arjantin'le birlikte başı çaktı. 10 ve 2 yıllık tahvil faizleri sırasıyla yaklaşık 3 puan ve 4 puan artarak %21,7 ve %24,5 oldu. BİST100 ise %3,6 geriledi.

Eylül ayının yurtdışına ilişkin en önemli gündem maddeleri; kesin gözüyle bakılan Fed'in faiz artırımı kararı ve ABD'nin korumacı ticaret politikaları ile jeopolitik gelişmeler olabilir. ABD'nin Çin'e ilave 200 milyar dolarlık ürüne ithalat vergisi uygulanması konusundaki çalışmasını eylül ayında sonuçlandırması beklenmektedir. Ayrıca, ABD AB'den yapılan otomobil ithalatına %25'lik vergi uygulanması konusunda çalışmalar yürütmektedir. Bu tür vergi artışlarının misillemeyle karşılık bulması durumunda küresel ticarete oluşabilecek negatif yansımalar, küresel büyümenin mevcut güçlü patikasını sürdürmesi karşısında en önemli risk olarak görülmektedir. Yurtiçinde ise Merkez Bankası'nın artan enflasyon riskleri karşısında 13 Eylül'de gerçekleştireceği toplantıda gerekli tepkiyi vereceğine dair yaptığı açıklama, bir faiz artırımı yapılma ihtimalini kuvvetlendirmiştir. Eylülün ilk yarısında yayınlanabileceği belirtilen Orta Vadeli Program ve faiz kararı piyasadaki beklentileri karşılar nitelikte olursa Türk lirası varlıklarda olumlu seyir oluşması için zemin hazırlanabilecekse de, ABD ile ilişkilerin de izlenmesi gerekmektedir.

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)	Haz	%2,2	%10,6
Kapasite Kullanımı (Mevsimsellikten Arındırılmış)	Ağu	%78,1	%77,6
İşsizlik Oranı (Mevsimsellikten Arındırılmış)	May	%11,1	%10,6
Fiyat Göstergeleri (Yıllık)	Dönemi	2017	2018
TÜFE Enflasyonu	Ağu	%10,7	%17,9
ÜFE Enflasyonu	Ağu	%16,3	%32,1
Çekirdek Enflasyon	Ağu	%10,2	%17,2
Bütçe Göstergeleri (Milyar TL)	Dönemi	2017	2018
Gelirler	Oca-Tem	351,7	415,4
Harcamalar	Oca-Tem	376,0	460,4
Faiz Dışı Denge	Oca-Tem	8,4	-3,0
Bütçe Dengesi	Oca-Tem	-24,3	-45,0
Dış Denge (Milyar ABD Doları)	Dönemi	2017	2018
İhracat (12 Aylık Toplam)	Tem	151,1	163,3
İthalat (12 Aylık Toplam)	Tem	214,1	247,0
Dış Ticaret Dengesi (12 Aylık Toplam)	Tem	-63,0	-83,7
Cari İşlemler Dengesi (12 Aylık Toplam)	Haz	-35,1	-57,4

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 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 (%) 31/07/2018 - 31/08/2018 (*)	Yılbaşından Beri Değişim (%) 29/12/2017 - 31/08/2018 (*)	Yıllık Değişim (%) 31/08/2017 - 31/08/2018 (*)
Likit Fon (HEP)	%1,56	%9,84	%14,28
Kamu Borçlanma Standart Fonu (HEK)	-%7,39	-%12,95	-%12,92
Kamu Dış Borçlanma Fonu (HED)	%17,94	%38,72	%51,91
Esnek Fon (HEB)	-%1,53	-%0,32	%4,26
Hisse Senedi Fonu (HES)	-%3,93	-%15,96	-%12,13
Katkı Fonu (HET)	-%9,66	-%20,76	-%20,18
Alternatif Esnek Fon (HEE)	%0,50	%3,70	%6,07
Alternatif Katkı Fonu (HER)	%1,84	%6,56	%9,04
Altın Fonu (HEA)	%31,36	%59,55	%70,98
Başlangıç Fonu (HEL)	%1,42	%9,25	%13,24
Başlangıç Katılım Fonu (HEG)	%1,30	%7,78	%10,81
Standart Font (HEC)	-%1,75	-	-
Katılım Standart Fon (HEI)	%1,01	-	-
OKS Atak Değişken Fon (AJP)	-%3,33	-	-
OKS Agresif Değişken (AJR)	-%5,46	-	-
OKS Temkinli Değişken (AJR)	-%0,10	-	-
OKS Dengel Değişken (AJV)	-%0,09	-	-
OKS Atak Katılım Değişken (AJY)	-%1,64	-	-
OKS Agresif Katılım Değişken (AJZ)	-%3,60	-	-

(*) 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