



# Fon Bülteni

HAZİRAN 2019



Sözleşmenizle ilgili bilgilere kolayca erişebilirsiniz!

Sözleşme bilgileriniz  
[www.axahayatemeklilik.com.tr](http://www.axahayatemeklilik.com.tr)  
internet sitemizde  
**online işlemler** başlığı altında ulaşabilirsiniz.  
**Sorularınız için**  
Müşteri Hizmetleri Departmanı  
Tel: **(0850) 250 99 99**  
Faks: **(0212) 293 58 68**  
E-posta: [emeklilik@axasigorta.com.tr](mailto:emeklilik@axasigorta.com.tr)

# Makro bakış

## İlk çeyrekte toparlanan ekonomide bu eğilim sektöre uğrayabilir

Mayıs ayında yıllık TÜFE enflasyonu bir önceki ayın %19,5 seviyesinden %18,71 seviyesine geriledi. Yıllık gıda enflasyonu %31,9'dan %28,4'e geriledi. Tütün ürünlerindeki, otomotiv sektöründeki zamlar ile gıda grubunda ekme ve et fiyatları gibi bazı kalemlerdeki artışlar aylık bazda %0,95'lik bir TÜFE değişimine yol açsa da, hem işlenmemiş gıda fiyatlarındaki olumlu seyir hem de geçen yılın aynı dönemindeki yüksek baz etkisi yıllık enflasyonda iyileşmeye izin verdi. Gıda, enerji, altın, alkollü içecekler ve tütünü dışlayan yıllık çekirdek C enflasyonu nisan ayında gerilediği %16,3 seviyesinden düşüşünü sürdürdü ve %15,87'ye kadar geriledi. Döviz kuruna hassas otomotiv gibi kalemlerde TL'nin değer kaybının etkileri halen hissedilse de, özellikle ev eşyası gibi gruplarda zayıf talep koşullarının bu etkiyi dengelediği gözlemlendi. Merkez Bankası nisan ayında gerçekleştirdiği toplantıda ek sıkılaştırma yapılabileceğine dair ifadeyi metinden çıkararak, enflasyon verilerine bağlı olarak karar alınacağını belirterek ve para politikasının her iki yönde de hareket edebileceği esnek bir duruşa geçmişti. Mayıs ayında Türk lirasındaki değer kaybı ve oynaklıkların artması sebebiyle Merkez Bankası 9-21 Mayıs tarihleri arasında ek sıkılaştırmaya gitti. Politika faizi olma özelliği taşıyan %24 seviyesindeki bir haftalık repo faizini değiştirmeden, bankalara sağladığı fonlamayı bir haftalık repo yerine %25,5 seviyesindeki faizle gecelik vadeye kaydıran Merkez Bankası geçici olarak parasal sıkılaştırma uyguladı. Merkez Bankası Beklenti Anketi'ne katılan 59 analistin tahminlerinin ortalamasına göre, 12 Haziran'da yapılacak bir sonraki PPK toplantısında ve takip eden iki ayda herhangi bir faiz değişikliğine gidilmeyeceği öngörüldü. Merkez Bankası'nın sene sonu enflasyon beklentisi %14,6 seviyesinde olup bizim %15'lik beklentimize yakındır. Beklenti Anketi'nde ise tahminlerin %15 ile %18,3 aralığında yoğunlaştığı görülmektedir. Enflasyonun %15'e doğru gerileme eğilimine girmesi durumunda Merkez Bankası'nın faiz indirme ihtimali de artabilecektir.

Ekonominin potansiyelin altında büyüme eğilimini sürdürmesi ve talep koşullarının zayıf seyretmesi enflasyondaki düşüş sürecine destek verecek önemli bir parametredir. 2018 yılında %2,6'lık düşük bir büyüme oranı sergileyen GSYH yılın son çeyreğinde yıllık %3 daralmıştı. 31 Mayıs'ta yayınlanan yeni veriye göre ise, 2019 yılının ilk çeyreğinde yıldan yıla daralma %2,6 oldu ve bir miktar yumuşayarak da olsa devam etti. Ancak, bir önceki çeyreğe göre %1,3'lük büyüme kaydedildi. Böylece, 2018 yılının son üç çeyreğinde toplamda %4,1 daralma yaşandıktan sonra bir toparlanma sürecine girilmiş ve teknik resesyondan çıkmış oldu. Yıllık olarak bakıldığında, özel tüketim harcamaları %4,7, toplam yatırım harcamaları %13 küçüldü. Kamu tüketim harcamalarında ise %7,2 artış yaşandı. Mal ve hizmet ihracatı %9,5 artarken, kur ve zayıf iç talep ithalatın %28,8 düşmesine yol açtı. Böylece, net dış talebin büyümeye 9,4 puanlık rekor düzeyde pozitif katkısı oldu.

Bununla birlikte, nisan ayından itibaren bazı güven endekslerinde görülmeye başlanan güç kaybı mayıs ayında biraz daha belirginleşerek devam etti. TÜİK'in yayınladığı Tüketici Güven Endeksi mayıs ayında %13 gerileyerek 2004 yılından beri yayınlanan serideki en düşük seviyeye, Merkez Bankası'nın yayınladığı Reel Sektör Güven Endeksi ise Ekim 2018'den beri en zayıf seviyesine indi. Nisan-mayıs döneminde kredi büyümesinin durduğu da gözlemlendi. Sanayi üretiminin önemli bir öncü göstergesi olarak izlediğimiz ara malı ithalatının nisan ayında görece yüksek seyretmiş olmasıyla toparlanmanın nisan ayında da devam ettiğini, ancak sonrasında yeniden bir zayıflama başladığını tahmin ediyoruz. Bu doğrultuda, mart ayında Merkez Bankası Beklenti Anketi'nde %1,2 olan 2019 yılı ortalama büyüme beklentisi mayıs ayında %0,3'e kadar geriledi.

İç talebin zayıf seyri ve TL'deki değer kaybının süregelen etkileri paralelinde 12 aylık birikimli cari açık mart ayında 12,8 milyar dolara (GSYH'ye oranla %1,7) kadar geriledi. Son bir yıldaki cari açığa ek olarak 14,4 milyar dolarlık dış kredi geri ödemesi ve 9,9 milyar dolarlık mevduat çıkışının da karşılanması için toplamda 37 milyar dolarlık finansman ihtiyacı oluştu. Bunun 10,4 milyar doları doğrudan yabancı sermaye, 3,8 milyar doları portföy girişi, 5,3 milyar doları ticari krediler, 9 milyar doları rezerv düşüşü ve 8,4 milyar doları kaynağı belirsiz para girişiyle finanse edildi. Nisan ayı dış ticaret verileri kullanarak yapılan hesaplamalar, nisan ayında cari açığın 8 milyar dolara gerileyebileceğini gösterirken, yıl ortasında Türkiye ekonomisinin cari açık vermediği bir noktaya gelmesi mümkün görünmektedir. Buna karşın dış borç ödemelerinin devam etmesi nedeniyle finansman ihtiyacının görece yüksek seviyelerini koruması beklenebilir. Bankaların döviz likiditeleri gerek yurt dışında bulundurdıkları döviz hesapları, gerekse Merkez Bankası nezdindeki döviz mevduatları sayesinde kısa vadeli dış yükümlülüklerini karşılamaya yetecek seviyededir. Banka dışı reel sektörün dış borç yenileme oranları ise hala %100'ün üzerinde seyretmektedir ve finansmana erişimin sürdüğünü göstermektedir. Buna karşın, yurt içi yerleşiklerin döviz talebi, Türk lirası risk priminin yükselişi, yurt içinde kredi ve tahvil faizlerindeki artış devam etmektedir. Bu durum, yurt içinde döviz arz talep dengesinin aleyhine bir durum olduğunu ve finansman maliyetlerinin arttığını göstermektedir. Nitekim finansal koşullar endeksi de daralma bölgesinde derinleşmiş ve büyüme görünümüne dair olumsuz bir sinyal vermiştir.

Birinci çeyrekte ekonomiye destek olan kamu harcamalarındaki hızlı artışın bir yansıması olarak 12 aylık birikimli merkezi yönetim bütçe açığının GSYH'ye oranı %2,6'ya ulaştı. Gelirlere Merkez Bankası'nın kar transferi gibi bir defalık kalemler destek verse de, ekonominin yavaş seyri vergi gelirlerini yavaşlattı. Resmî ekonomi programlarında bahsedilen vergi düzenlemelerinin hayata geçirilmesinin katkısı olabileceksin de, sene sonu için %1,8 olarak belirtilen bütçe açığı hedefinin tutması zorlaştı.



# Global görünüm

## Yeniden alevlenen ticaret anlaşmazlıkları büyümeye dair endişeleri artırdı.

Küresel büyümenin öncü göstergesi olarak takip edilen PMI endekslerinin Mayıs ayına ait geçici ön değerleri ABD, Euro Bölgesi ve Japonya gibi önemli ekonomilerde düşüş eğilimine girerek küresel büyümeye dair endişeleri artırdı. İmalat sektörü PMI endeksinde büyüme ve daralma dönemlerini ayıran 50 eşik değerinin altına kayan ekonomiler Euro Bölgesi ve Japonya olurken, ABD'de de endeks eşik değere yaklaştı. Çin'de imalat PMI Mayıs ayında hem beklentilerin hem de 50 eşik seviyesinin altında kaldı ve 49,4 oldu. Büyüme görünümüne dair beklentileri olumsuz etkileyen bir başka gelişme ise ABD ve Çin arasındaki ticaret anlaşmazlıklarının beklenen aksine çözüme yaklaşmak yerine daha da belirginleşmesi oldu. ABD Mayıs ayında sürpriz bir şekilde Çin'den yapılan ithalata uyguladığı vergi oranını artırırken, Çinli akıllı telefon üreticisini kara listeye alarak ABD'li firmalardan hizmet veya ürün tedarikini kısıtladı. Çin hükümeti de Haziran ayı itibarıyla ABD'de ithalata vergi artıracığını duyurarak misillemeye gideceğini söyledi. Diğer yandan, ABD Avrupa Birliği (AB) ve Japonya'ya uygulamayı değerlendirdiği otomobil tarifelerini en az 180 gün erteledi. Ayrıca, Kanada ve Meksika'dan alınan çelik ve alüminyuma konulan vergileri kaldırdı ve otomobil ile yedek parçalarına yönelik vergileri altı ay erteledi. ABD ve Çin liderlerinin Haziran ayında yapılacak olan G20 zirvesinde görüşme ümidi hala korunuyor. IMF'nin yayınladığı bir çalışmada ABD ve Çin arasındaki ticaret anlaşmazlığının şimdiye kadar küresel büyüme üzerindeki

olumsuz etkisi düşük olsa da, bundan sonraki süreçte 2019 yılında öngörülen toparlanma üzerinde riskler oluşturacağı yer aldı. IMF tarifelerin iki ülke arasındaki tüm ticarete yayılırsa kısa vadede küresel büyümeden 0,3 puan eksilteceğini, ancak otomotiv gibi diğer alanlara da yayılması durumunda yatırım ortamını olumsuz etkileyeceğini ve zararların artacağını belirtiyor.

Büyüme beklentilerinin zayıflaması aynı zamanda Fed'in faiz indireceği yönündeki beklentilerin güç kazanmasına yol açtı. Mayıs ayı başında yaptığı toplantıda faiz değişikliğine gitmeyen Fed'in Başkanı yaptığı açıklamalarda enflasyondaki düşüşü geçici gördüğünü ve faizi her iki yönde hareket ettirmek için gerekçe bulunmadığını net bir şekilde ortaya koymasının ardından, toplantı tutanakları bu görüşü perçinlemişti. Avrupa Merkez Bankası (ECB) ise Mayıs ayında yayınlanan toplantı tutanaklarında, ekonomiyi desteklemek üzere tasarlanan ve Eylülde başlatılacağı belirtilen likidite desteğine ilişkin çalışmaların hızlandırıldığını söyledi. İngiltere Başbakanı May'in istifa edeceğini açıklaması Ekim ayına kadar süresi uzatılan Birleşik Krallık'ın AB'den çıkış sürecine dair yeni belirsizlikler getirdi. Avrupa Parlamentosu seçimlerinde ise merkez partiler lider rollerini sürdürmekle birlikte oy çoğunluğunu kaybederken, ECB Başkanı gibi kritik görevlendirmeleri yapan ve AB'nin yasama organı olan parlamentonun karar alma süreçlerinin zorlaşabileceğini gösterdi. AB karşıtları sandalye sayılarını artırsalar da endişe edildiği kadar önemli bir güç elde etmediler.



# Yurt içi piyasalar

## Mayıs yine bir satış ayı oldu.

Ocak-nisan döneminde gelişen ülkelere portföy girişleri güçlü seyrettikten sonra, mayıs ayında neredeyse son bir yılın en belirgin çıkışı yaşandı. Tarihsel olarak mayıs ayında küresel piyasaların zayıf performans gösterdiği bilinirken, küresel risk iştahını olumsuz etkileyen gelişmelerin de etkisiyle bu yıl da istisna olmadı. MSCI gelişen ülkeler hisse senedi endeksi %7,5 düştü. Yurt içinde seçim sürecinin devam etmesi ve ABD ile ilişkiler anlamında kritik bir süreçten geçilmesi risk priminin yükselmesine neden oldu. Mayıs ayı sonlarında ABD ile ilişkilerin bir süreliğine iyileşebileceğine dair gelen haber akışı ise piyasalara destek oldu ve kayıpları törpüledi. Ayrıca, bireysel emeklilik sisteminde fonları daha fazla hisse ve tahvile yönlendiren bazı düzenlemeler yapılması da piyasalara destek oldu. Türk lirası dolar karşısında %2,1, euro ve dolardan oluşan döviz sepeti karşısında %2,2 değer kazandı. MSCI Türkiye hisse senedi endeksi dolar bazında %2 gerilerken, BIST100'deki lira bazında düşüş %5,1 oldu. 10 yıllık tahvil faizi nisan sonuna kıyasla 110 baz puan düşerek %18,85 oldu. Ayrıca kredi temerrüt takası nisan ayına kıyasla 33 baz puan artarak 480 baz puan seviyesinde gerçekleşti. Ancak kredi temerrüt takası ay içinde 515 baz puan ile Eylül 2018'den beri en yüksek seviyeleri gördü.

Yurt dışında haziran ayında izlenecek en önemli gelişmeler ABD ve Çin arasında G20 zirvesinde yapılması beklenen ticaret görüşmesi ve Fed'in haziran ayı toplantısında bir gevşeme sinyali verip vermeyeceği olurken, küresel büyümeye dair göstergelerde ilave zayıflama olup olmayacağı piyasalara yön verecek önemdedir. Zayıf veriler yeniden bir resesyon endişesini gündeme taşıyacağından riskli varlıklara etkisi açısından yakından izlenmelidir. Yurt içinde ise 23 Haziran'da İstanbul'da yapılacak olan yerel seçim ve ABD ile ilişkiler ana gündem maddesi olarak belirmektedir. Ekonomide toparlanma sürecinin ötelenme ihtimalini ortaya çıkaran göstergelerin devam etmesi ve enflasyonda haziran ayından itibaren belirginleşmesi beklenen düşüş eğiliminin gerçekleşmesi, faizlere olumlu etki etme potansiyeli taşımaktadır. Buna karşın, Merkez Bankası rezerv gelişmeleri, 12 Haziran'da Merkez Bankası'nın faiz politikasına dair sıkı duruş sinyali verip vermeyeceği ve daha genel olarak da yurt içi ve yurt dışı siyasi gelişmeler risk primi kanalıyla faiz piyasasında ve diğer TL varlıklarda daha belirleyici olabilir. Yurt içi yerleşiklerin döviz mevduata yönelimleri devam ederken, mayıs ayında kambiyo işlemlerine getirilen vergi, 100 bin dolar üzerindeki işlemlerin valörlü gerçekleştirilmesi, Merkez Bankası'nın döviz mevduatlarına zorunlu karşılıkları artırması gibi caydırıcı tedbirlerin devam edip etmeyeceği de takip edilecektir.

## Makroekonomik Göstergeler (Tahminler)

	2015	2016	2017	2018	2019T
GSYİH (milyar TL)*	2,339	2,609	3,105	3,701	4,314
GSYİH (milyar ABD Doları)*	861	865	851	784	720
Büyüme Oranı*	6,1%	3,2%	7,4%	2,6%	0,0%
TÜFE Enflasyonu (yıllık)	8,8%	8,5%	11,9%	20,3%	15,0%
İhracat (milyar ABD Doları)	143,9	142,6	157,1	168,0	172,2
İthalat (milyar ABD Doları)	-207,2	-198,6	-233,8	-223,0	-208,6
Dış Ticaret Dengesi (milyar ABD Doları)	-63,3	-56,1	-76,7	-55,0	-36,5
Cari İşlemler Dengesi (milyar ABD Doları)*	-32,2	-32,6	-47,4	-27,1	-6,7
Cari İşlemler Dengesi /GSYİH*	-3,7%	-3,8%	-5,5%	-3,5%	-0,9%
Faiz (Gösterge, bileşik, yıl sonu)	10,78%	10,63%	13,40%	19,73%	17,0%
Politika Faizi	7,50%	8,00%	8,00%	24,00%	20,00%
TCMB Ağırlıklı Fonlama Maliyeti	8,81%	8,30%	12,75%	24,00%	20,00%
Marjinal Gecelik Fonlama Faizi	10,75%	8,50%	12,75%	25,50%	21,50%
BİST-100	71,727	78,138	115,333	91,270	105,000
ABD Doları / TL (Ortalama)	2,7200	3,0164	3,6500	4,8200	6,04
ABD Doları / TL (Yıl sonu)	2,9100	3,5294	3,7719	5,2600	6,50
Kur sepeti (0,5 USD + 0,5 EUR) (Yıl sonu)	3,0410	3,6104	4,1437	5,6400	6,92
Euro / ABD Doları (Yıl Sonu)	1,09	1,05	1,20	1,14	1,12

T: İş Portföy Yönetimi A.Ş. tahminleridir. / \* 2018 yılı için İş Portföy Yönetimi A.Ş. tahminlerini yansıtmaktadır.



## Makroekonomik Göstergeler

BÜYÜME	Dönemi	2018	2019
GSYİH (yıllık birikimli, milyar ABD doları)	1. Çeyrek	882,458	747,622
Büyüme Oranı (yıllık)	1. Çeyrek	7,4%	-2,6%
<b>ÜRETİM GÖSTERGELERİ</b>			
Sanayi Üretimi (12 aylık ortalama)	Mar	10,2%	-2,3%
Kapasite Kullanımı (mevsimsellikten arındırılmış)	May	78,2%	76,1%
İşsizlik Oranı (mevsimsellikten arındırılmış)	Şub	9,8%	13,6%
<b>FİYAT GÖSTERGELERİ (yıllık)</b>			
TÜFE Enflasyonu	May	12,1%	18,7%
ÜFE Enflasyonu	May	20,2%	28,7%
Çekirdek Enflasyonu	May	12,6%	15,9%
<b>BÜTÇE GÖSTERGELERİ (milyar TL)</b>			
Gelirler	Oca-Nis	232,0	276,0
Harcamalar	Oca-Nis	255,2	330,4
Faiz Dışı Denge	Oca-Nis	2,2	-16,0
Bütçe Dengesi	Oca-Nis	-23,2	-54,5
<b>DIŞ DENGE (milyar ABD Doları)</b>			
İhracat (12 aylık toplam)	Nis	161,3	169,6
İthalat (12 aylık toplam)	Nis	248,0	207,1
Dış Ticaret Dengesi (12 aylık toplam)	Nis	-86,7	-37,4
Cari İşlemler Dengesi (12 aylık toplam)	Mar	-55,2	-12,8

## Aylık Bes

Emeklilik Fonu	Aylık Değişim (%) 30/04/2019 - 31/05/2019 (*)	Yılbaşından Beri Değişim (%) 31/12/2018 - 31/05/2019 (*)	Yıllık Değişim (%) 31/05/2018 - 31/05/2019*
Likit Fon (HEP)	2,13%	9,93%	23,85%
Kamu Borçlanma Standart Fonu (HEK)	2,13%	1,62%	6,87%
Kamu Dış Borçlanma Fonu (HED)	-1,60%	8,73%	26,68%
Esnek Fon (HEB)	0,32%	10,32%	14,29%
Hisse Senedi Fonu (HES)	-2,92%	5,56%	-1,40%
Katkı Fonu (HET)	2,65%	-2,06%	2,73%
Alternatif Esnek Fon (HEE)	-0,11%	8,35%	11,84%
Alternatif Katkı Fonu (HER)	-0,26%	5,76%	17,91%
Altın Fonu (HEA)	-0,62%	12,01%	29,08%
Başlangıç Fonu (HEL)	1,85%	8,71%	21,26%
Başlangıç Katılım Fonu (HEG)	1,74%	8,19%	18,86%
Standart Fon (HEC)	0,74%	6,75%	13,93%
Katılım Standart Fon (HEI)	-0,02%	5,61%	16,00%
OKS Atak Değişken Fon (AJP)	0,18%	2,72%	3,43%
OKS Agresif Değişken (AJR)	-0,13%	6,31%	-0,28%
OKS Temkinli Değişken (AJR)	0,88%	3,95%	4,27%
OKS Dengel Değişken (AJV)	0,75%	3,66%	4,09%
OKS Atak Katılım Değişken (AJY)	-0,08%	9,62%	16,41%
OKS Agresif Katılım Değişken (AJZ)	-0,50%	7,40%	-2,07%

(\*) Oranlar her ayın son iş gününde hesaplanan fiyatlar ile oluşturulmuştur.





# 3 Haziran 2019

## Türkiye ekonomisindeki toparlanmaya ara verilebilir

Bu yılın ana temaları olarak nitelendirilebilecek olan ABD-Çin ticaret görüşmeleri, İngiltere'nin Avrupa Birliği'nden (AB) çıkış süreci, gelişmiş ülke merkez bankalarından beklenen destekleyici adımlar ve küresel büyümedeki yavaşlama konularında mayıs ayında haber ve veri akışı risk algısını bozacak nitelikteydi. Mayıs aylarında mevsimsel olarak küresel piyasalarda görülen zayıf performans bu yıl da geçerliliğini korudu. Mayıs ayında MSCI gelişmiş ülkeler ve gelişen ülkeler hisse senedi endeksleri sırasıyla %6,1 ve %7,5 geriledi. ABD 10 yıllık tahvil faizi %2,5'ten %2,13'e güvenli liman arayışlarıyla düşerken, dolar diğer para birimleri karşısında %0,3 değer kazandı. Yılın ilk dört ayında gelişen ülkelere hızlı bir şekilde yönelen portföy akımları mayıs ayında çıkış yönüne geçti. Gelişen ülkelerin hisse senedi, tahvil ve eurobond piyasalarına ocak-nisan döneminde 63 milyar dolar giriş olmuşken, mayıs ayında 14,5 milyar dolar çıkış yaşandı. Küresel risk iştahı göstergesi olarak takip edilen ve ABD'de hisse senedi piyasasının oynaklığını ölçen VIX endeksi nisan ayındaki 13 seviyesinden mayıs ayında 17'ye doğru artarak bu yılın en yüksek değerlerine ulaştı, ancak geçen yılın son çeyreğinde görülen 30'lu seviyelere göre yine düşük kaldı.

ABD ve Çin arasında Kasım 2018'de başlayan ticaret görüşmeleri 2019 yılı boyunca dalgalı seyretse de, ticaret savaşlarının her iki ülkeye de olumsuz etkileri olduğu tespitinden yola çıkan yatırımcılar er ya da geç bir anlaşmaya varılabileceği kanaati geliştirmiş ve bu da yakın zamana kadar piyasalara destek olmuştur. Bu varsayım mayıs ayında ABD Başkanı Trump'ın Çin'e uygulanan ithalat vergisini artırdığı açıklamasıyla zayıfladı. ABD aynı zamanda büyük bir Çinli akıllı telefon üreticisini kara listeye alarak ABD'li firmaların bu üreticiye ürün ve hizmet tedarikinin kısıtlanacağını açıkladı. Böylece ticaret savaşlarının farklı boyutlarda da ilerleyebileceği kaygısı oluştu. Her ne kadar ABD otomotiv ithalatına vergi uygulama konusunu ötelemek ve bazı ülkelere çelik ve alüminyum ithalatına vergi indirmek gibi yapıcı adımlar atsa da, Çin'le devam eden ticaret savaşı daha baskın bir rol oynadı. Mayıs ayında büyümeye dair öncü göstergelerde de zayıflama vardı. İmalat sanayi PMI endeksi ABD, Euro Bölgesi, Çin ve Japonya'da gerileyerek büyüme ve daralma dönemlerini ayırıştıran kritik 50 değerine yaklaştı ya da altına indi. Ticaret savaşları eşliğinde küresel resesyon endişelerini

gündeme taşıyan bu verilerin yanında, geçen yıldan bu yana AB'den ayrılış sürecinde bir ilerleme sağlayamayan İngiltere Başbakanı May'in görevden ayrılacağını açıklamasıyla yeni bir belirsizlik de başlamış oldu. Avrupa Parlamentosu seçimlerinde ise AB karşıtı görüşler, çevreci ve liberal görüşler aldıkları desteği artırırken, merkez partiler ağırlığını korumakla birlikte güç kaybetti. Daha bölünmüş bir parlamentoyla karar alma sürecinin zorlaşacağı görüldü. Her ne kadar zayıflayan büyüme dinamikleri Fed'den faiz indirim beklentilerini artırsa da, mayıs ayında yayınlanan son toplantı tutanakları Fed'in bir süre değişiklik yapmadan beklemek niyetinde olduğunu gösterdi. Avrupa Merkez Bankası ise ekimde başlatmayı planladığı likidite operasyonları için hazırlıkları hızlandırdığını belirtti.

Türk lirası varlıkların seyrinde yurt dışında risk iştahının zayıflamasının yanında, seçim takviminin uzaması, uluslararası ilişkilere dair riskler ve makroekonomi politikalarındaki belirsizlikler etkiliydi. Mayıs ayında yurt içi yerleşiklerin döviz mevduatlarında artış devam etti ve yükseliş yılbaşından itibaren 22,7 milyar dolara ulaştı. Yabancı yatırımcılar ise mayıs ayında hisse senedi, tahvil ve eurobond piyasasındaki pozisyonlarını 0,9 milyar dolar azalttılar. Türk lirasının dolar karşısında %2,1 değer kazandığı mayıs ayında, MSCI Türkiye hisse senedi endeksi (dolar bazında) %2 ve BIST100 endeksi TL bazında %5,1 geriledi. Türkiye'de 10 yıllık tahvil faizi ise 110 baz puan düşüşle %18,9 oldu. Ekonomi yönetimi mayıs ayında önemli düzenlemeleri hayata geçirdi. Döviz alımlarında bir birlik vergi uygulaması başlatılırken, 100 bin dolar üzerindeki döviz alımlarının aynı gün değil ertesi gün gerçekleştirilmesi kararı alındı. Ayrıca, Merkez Bankası bankaların döviz cinsi yükümlülükleri için geçerli olan zorunlu karşılık oranını artırdı. Tasarrufların döviz yönüne istediğini azaltmaya yönelik atılan bu adımların boyutları sınırlı kaldı, ancak bir yandan da benzer adımların devam edebileceğini göstermesi açısından önemliydi. Ödemeler dengesi verileri son bir yılda rezerv kullanımının finansmandaki rolünün yüksek olduğunu göstererek, döviz ihtiyacının önemli bir kısmının ülke rezervleriyle karşılandığını yansıttı.

İlk çeyrekte bir önceki çeyreğe kıyasla toparlanan ekonominin, ikinci çeyrekte yeniden zayıflayabileceğine işaret eden veriler yayınlandı. Tüketici ve iş ortamı güven endekslerindeki düşüş,



faiz ve döviz kurundaki yükseliş, risk priminin artışı ve kredi büyümesindeki yavaşlama özellikle mayıs ayından itibaren büyüme hızının azaldığının sinyalleriydi. İlk çeyrekte GSYH yıldan yıla %2,6 daralsa da, mevsimsellikten arındırılmış olarak bir önceki çeyreğe kıyasla %1,3'lük yükseliş, dipten dönüş yaşandığına dair önemli bir göstergedydi. 2019 yılı için büyüme beklentileri %0 seviyesine doğru gerilerken, bu eğilime bütçe açığındaki yükseliş ve cari açığındaki gerileme eşlik etti. Mart ayı itibarıyla 12 aylık cari açık 12,8 milyar dolar ile uzun zamanların en düşük seviyesine inerken, yıl ortası itibarıyla açığın sıfırlanma ihtimali kuvvetlendi. Buna karşın kredi geri ödemeleri nedeniyle finansman ihtiyacı yüksek seviyelerde devam etti. 12 aylık birikimli bütçe açığı ise 103 milyar TL ile sene sonu hedefinin üzerindeydi. Resmi programlarda öngörülen vergi düzenlemelerinin yılın ikinci yarısında yapılma ihtimali kuvvetlense de, resmi bütçe açığı hedefinin yine de aşılma riski gündemde kaldı. Yıllık TÜFE enflasyonu ise nisan ayındaki %19,5'ten mayıs ayında %18,7'ye geriledi ve bu düşüşe ana eğilimi yansıtan çekirdek göstergelerdeki iyileşme de eşlik etti. Nisan ayında gerçekleştirdiği son toplantıda faiz değişikliğine gitmeyen Merkez Bankası, mayıs ayı içerisinde geçici olarak ilave sıkılaştırma uyguladı ve ortalama fonlama maliyetini politika faizi olan %24'ün üzerine, %25,5 seviyesine yükseltti. 12 Haziran'da yapılacak olan toplantıda faiz değişikliği şimdilik beklenmese de, Merkez Bankası'nın para politikası duruşunu enflasyon gelişmelerine göre belirleyeceğini söylemesi, enflasyonda yılın ikinci yarısında beklenen belirgin düşüşün gerçekleşmesi durumunda faiz indirimi gelebileceği izlenimini verdi.

Haziran ayında yurt dışında büyüme göstergelerinin nasıl gelişeceğini yanında, Fed'in piyasa beklentileri paralelinde bir gevşeme sinyali verip vermeyeceği önemli olacak. Ayrıca haziran ayında ABD Başkanı Trump ve Çin Devlet Başkanı Xi'nin G20 toplantılarında olası görüşmesi ve bu görüşmeden çıkacak sonuçlar piyasa dinamiklerinde belirleyici olabilecektir. Yurt içinde ise seçimler sonrasında ana gündemin yeniden ekonomi politikaları olması beklenmektedir. Bütçe açığının frenlenmesi ve finansmanı, bankacılık sisteminde kredi kanallarının yeniden açılmasını desteklemek üzere problemli kredilerin bilançolardan temizlenmesine yönelik girişimler özellikle takip edilecektir. Jeopolitik gelişmeler ve uluslararası ilişkilere dair haber akışı, Türkiye'nin mayıs ayı içinde 520 baz puana kadar yükselip sonra bir miktar gerilese de yüksek seyreden 5 yıllık kredi temerrüt takasının (CDS) normalleşmesi açısından takip edilecektir. CDS, bir borçlanma aracının temerrüt riskinden korunması için yaptırılan sigortanın maliyetini yansıtmaktadır. Mayıs ayı sonlarında ABD ile ilişkilerde iyileşme yaşanabileceği yönündeki beklentiler bir miktar canlanırken, haziran ayı içinde bu yöndeki haber akışına hassasiyet yüksek olabilir. Mayıs ayı sonlarında piyasalara destek olan bir başka gelişme ise bireysel emeklilik sistemindeki fonların hisse senedi ve tahvil piyasasına daha fazla kaynak aktarmasını sağlamaya yönelik düzenlemeler olmuştur. Enflasyonda beklenen düşüşün gerçekleşmesi ve risk priminin gerilemesi, faizlerin gevşemesine izin verebileceğinden ekonomideki toparlanmanın sağlanması için en öncelikli parametreler olarak öne çıkmaktadır. Geçtiğimiz dönemde döviz mevduatlarını artıran yurt içi yerleşiklerin enflasyon ve genel ekonomik gidişata dair beklentileri ile risk algılamasındaki iyileşmelerin Türk lirasını korunaklı tutacağı, yurt dışı yerleşiklerin ise döviz kurlarında hızlı harekete sebep olabilecek kadar sıcak pozisyonları bulunmadığı gözlenmektedir.

**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 dayanarak 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.