



Fon Bülteni

TEMMUZ 2019



Sözleşmenizle ilgili bilgilere kolayca erişebilirsiniz!

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

Makro bakış

Enflasyondaki düşüşle birlikte Merkez Bankası'ndan faiz hamlesi bekleniyor.

Son dönemde açıklanan veriler toplam talep koşullarının zayıf seyrettiğini yansıttı. Sanayi üretimi nisan ayında yıldan yıla %1,4 gerilerken, mevsimsellikten arındırılmış olarak aydan aya da %1 daralma yaşandı. Böylece, ilk çeyrekte kaydedilen dönemlik pozitif büyümeye ara verildi. Ekonominin yönü için önemli bir gösterge niteliğinde olan ara malı ithalatı mayıs ayında düşüşünü derinleştirdikten sonra haziran ayında bayram tatilinin de etkisiyle zayıflamaya devam etti. Anket bazlı güven endekslerinde mayıs ayında düşüş yaşanmasının ardından haziran ayında bir miktar toparlanma görüldü. Buna rağmen, mevsimsellikten arındırılmış Reel Sektör Güven Endeksi ikinci çeyrekte ortalama 98,1 seviyesiyle ilk çeyrekteki 97,2 seviyesine kıyasla çok fazla değişmedi. Daralma ve genişleme dönemlerini ayıran 100 eşik değerinin altında kalınması ise büyümenin potansiyelin altındaki seviyesini teyit etti. Benzer şekilde, imalat sanayi PMI endeksi nisan ve mayıs aylarını düşüşle geçirdikten sonra, haziran ayında yeniden yükseldi. İkinci çeyrekteki ortalama seviye 46,7 ile ilk çeyrekte kaydedilen 45,9 seviyesinin üzerinde olmakla birlikte, 50 eşik değerinin çok altında olmasıyla ekonomide daralmaya işaret etti. TÜİK tarafından yayınlanan Tüketici Güven Endeksi ikinci çeyrekte ortalama 58,8 değerini aldı ve önceki çeyreğin 58,5 değerine göre bir miktar yükseldi. Ancak, endeksin son dönemdeki hareketlerinin oynak olması ve seviyenin tarihi düşük noktalara yakın olması, tüketim harcamalarının ikinci çeyrek performansına ilişkin olumlu sinyaller değildi. Kredi faizlerindeki yükseliş haziran ayında sürerken, kur etkisinden arındırarak izlediğimiz yıldan yıla kredi stoku değişimi haziran ayında eksi bölgeye geçti. Tüm bu gelişmeler ışığında, ilk çeyreğin aksine yılın ikinci çeyreğinde mevsimsellikten arındırılmış GSYH'nin çeyreklik değişiminin eksi bölgede gerçekleşme ihtimalinin daha kuvvetli olduğu görüldü. Buna karşın, dış talebin büyümeye verdiği pozitif katkı devam etti. İkinci çeyrekte yıldan yıla ihracat %1,2 büyürken, ithalat %18,9 daraldı. Ayrıca, ilk çeyrekte yıldan yıla ortalama %5 artan turizm gelirlerinin nisan ayında %9'a hızlanması dış talebin olumlu katkısının sürdüğüne dair başka bir göstergedydi.

Türkiye 2018 yılının eylül ayında Yeni Ekonomi Programı kapsamında başlatılan yeniden dengelenme sürecinde, iç talebin daralması ve büyüme kompozisyonunun dış talep lehine değişmesi açısından önemli bir yol kat etti. Cari denge Mayıs 2018'de ulaştığı 58 milyar dolarlık yakın dönem zirvesinden Nisan 2019'da 8,6 milyar dolara kadar geriledi. Dış ticaret verileri haziran ayında 12 aylık birikimli cari dengenin fazla vereceğine işaret etti. Cari dengedeki bu iyileşmeye en önemli katkı iç talebin daralmasından gelirken, Türk lirasındaki değer kaybı ve ihracattaki büyümenin de önemli rolü oldu. Yeniden dengelenme sürecinin başarısı iç ve dış dengesizliklerin azaltılmasıyla ölçülürken, cari dengenin fazlaya geçmesi bu anlamda pozitif bir karne yansıttı. İç dengesizlik olarak ele alınan enflasyonda iyileşmenin

belirginleşeceği döneme ise haziran ayı itibarıyla daha belirgin olarak girildi. Haziran ayında yıllık TÜFE enflasyonu gıda fiyatlarındaki düşüş ve çekirdek enflasyondaki olumlu seyir sayesinde mayıs ayındaki %18,7'den %15,7'ye geriledi. Merkez Bankası'nın öngördüğü enflasyon patikasının belirgin şekilde altında bir gerçekleşme olması dikkat çekerken, 25 Temmuz'da yapılacak toplantıdan itibaren faiz indirimine kapı aralanmış oldu. Ancak, yapılacak olan indirim miktarında temmuz ayı enflasyonunun belirleyici olacağı değerlendirilmektedir. Ertelenmiş zamların devreye girmesiyle ve bazı vergi ayarlamaları nedeniyle temmuz ayında enflasyonun yeniden %17-17,5 civarına çıkma ihtimali belirdi. Çay, şeker, akaryakıt, elektrik fiyatlarındaki zamlara ek olarak, beyaz eşya, mobilya ve otomotivde ÖTV indirimlerinin geri alınmasının ve alkol ile tütün ürünlerindeki vergi ayarlamalarının toplamda 2 puana yakın enflasyonist etkisi hesaplandı. Enflasyondaki hızlı düşüş Merkez Bankası'nın para politikasını gevşetmesine alan açmakla beraber, bu yöndeki adımların kademeli atılmasının risk primi, enflasyon beklentileri, dolarizasyon eğiliminin azaltılması ve Türk lirasının istikrarına olumlu etkisi olabilir. Merkez Bankası 12 Haziran'da gerçekleştirdiği toplantıda faizi değiştirmeyen, sıkı duruşun korunacağına dair ifadeyi metinden çıkarması ve enflasyonla ilgili değerlendirmelerini biraz daha iyimser yapması faiz indirimlerine hazırlık olarak algılandı.

Para politikasının kademeli olarak gevşetileceği bir döneme girilirken, bu sürecin doğru yönetilmesi durumunda risk primini düşürmek ve güveni artırmak kanalıyla ekonomiye olumlu etkisi beklenebilir. Mali politikada ise tam tersi daha sıkı bir politikaya geçilme ihtimali arttı. Mayıs ayında %3 ile 2010'dan beri en yüksek seviyesine ulaşan 12 aylık birikimli merkezi yönetim bütçe açığının GSYH'ye oranının sene sonu hedefi olan %1,8'le daha uyumlu seviyelere çekilmesi veya en azından Avrupa Birliği'nin Maastricht kriteri olan %3 seviyesini aşmaması için bazı tedbirler alınmaya başlandı ve devletin gelebileceğine dair haberler gündemde yer aldı. Bütçeye dair tedbirlerin borçlanma ihtiyacını sınırlayarak hem risk primine hem de yatırım ortamına olumlu katkısı olması muhtemeldir. Ekonomi politikalarına ek olarak, bir diğer pozitif unsur da uluslararası ilişkilerdeki bazı problemlerin çözümü için G20 toplantılarında yapılan görüşmelerde ilerleme sağlanması oldu. Türkiye'nin 5 yıllık CDS'i (kredi temerrüt takası) haziran ayı içinde 450 baz puan civarında seyrederek 2018 sonbaharından bu yana gördüğü en yüksek seviyelere yakın işlem görürken, temmuz ayının ilk günlerinde 365 baz puana indi. Hazine ve Maliye Bakanlığı bu görece olumlu tabloyu değerlendirerek temmuz ayında dış borçlanma gerçekleştirdi ve bu yılın 8 milyar dolarlık eurobond ihraç hedefini şimdiden aştı. Moody's haziran ayında süpriz bir şekilde Türkiye'nin kredi notunu bir kademe indirirse de, Moody's'in indirimine gerekçe olarak gösterdiği dış finansman kısıtlarına ilişkin riskleri önden fiyatlamış olan piyasalarda bu kararın olumsuz etkisi olmadı.



Global görünüm

Fed ve ECB indirim hazırladı.

Fed 18-19 Haziran'da gerçekleştirdiği toplantıda beklentilerle uyumlu şekilde faizleri %2,25-%2,5 aralığında korurken, faiz beklentilerinin medyanı Fed üyelerinin bu yıl faiz değişikliği öngörmemeye devam ettiklerini, önümüzdeki yıl ise daha önceki bir faiz artırımını yerine artık bir faiz indirimi beklediklerini yansıttı. Fed Başkanı Powell basın toplantısında birçok üyenin faizleri indirmek için öncekinden daha güçlü nedenler gördüklerini, ancak daha fazla verinin izlenmesi gerektiğini düşündüklerini söyledi. Toplantı sonrasında piyasa göstergeleri bu yıl için yatırımcıların üç adet faiz indirimi beklediğini yansıttı. ABD Başkanı Donald Trump ve Çin Devlet Başkanı Xi Jinping haziran ayı sonunda G-20 toplantıları sırasında yaptıkları görüşmede ticaret müzakerelerini tekrar başlatma konusunda anlaştilar. ABD'nin Çin'e uyguladığı ek tarifelerin kaldırılacağı ve Çin'li Huawei firmasına getirilen kısıtlamaların da gevşetileceği duyuruldu. Ticaret görüşmelerinin yeniden başlaması olumlu olsa da, iki ülke arasındaki temel görüş farklılıkları nedeniyle bu sürecin sancılı geçebileceği değerlendiriliyor. Ayrıca, ticaret politikalarının yumuşaması durumunda bunun Fed'in indirim ihtiyacını azaltıp azaltmayacağını da izlenmesi gerekiyor.

31 Temmuz'daki Fed toplantısı kritik hale gelirken, bir o kadar önemli bir diğer toplantı da 25 Temmuz'da Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB) toplantısı olacak. ECB Başkanı Draghi

ekonomik görünüm iyileşene dek teşviklere ihtiyaç duyulacağını belirterek, temmuz toplantısında bir sinyal verilip, eylül ayında faiz indirimi yapılabileceği değerlendiriliyor. ECB son toplantıda faizi değiştirmemekle birlikte, daha önce faizlerin 2019 sonuna kadar sabit tutulacağı şeklinde olan yönlendirmesini 2020 ortalarına kadar ötedi. İngiltere ve Japonya Merkez Bankası ise henüz bir değişiklik sinyali vermedi. Haziran ayında küresel büyümenin öncü göstergesi olarak izlenen PMI endekslerinde imalat sanayi için düşüş devam ederken, genişleme ve daralma dönemlerini birbirinden ayıran 50 eşik değeri altında iki ay üst üste kalınması, potansiyel altı büyümenin öncü sinyali niteliğindedir. Gelişmiş ülkelerde enflasyon ise düşük seviyelerinde devam ederek destekleyici para politikası ihtimalini gündemde tuttu.

Haziran ayında ABD ve İran arasında yaşanan gerginlikler, Trump'ın Fed Başkanı'nı yeterince gevşek para politikası uygulamadığı gerekçesiyle görevden alma kanallarını araştırması ve sonrasında Fed'in boş olan kurul üyeliklerine aday gösterdiği düşük faiz taraftarı adaylar ile ekim sonunda görev süresi dolacak olan ECB Başkanı'nın yerine önerilen adayla ilgili gelişmeler izlendi. Avrupa Komisyonu ECB Başkanlığı için IMF Başkanı Lagarde'ı önerirken, gelişmiş ülkelerde para politikalarının ekonomiyi destekleyici olmaları yönündeki tavsiyeleriyle tanınan Lagarde'ın adaylığı ECB'nin faiz indirim ihtimalini artıran bir gelişme olarak değerlendirildi.



Yurt içi piyasalar

Küresel risk iştahını düşük faiz beklentileri destekledi.

Fed ve ECB'den artan faiz indirim beklentilerine ek olarak, ABD ve Çin arasındaki ticaret görüşmelerinin yeniden başlaması küresel risk iştahını beslerken gelişen ülkelere fon girişlerini haziran ayının son haftalarında yeniden artıya geçirdi. Dolar bazında MSCI gelişmiş ülkeler ve gelişen ülkeler hisse senedi endeksleri haziran ayını sırasıyla %6,5 ve %5,7 yükselişle tamamladı. ABD'de faiz indirim beklentileri, zayıf büyüme verileri ve düşük enflasyon tahvil faizlerinin gerilemesinde etkili olurken, dolar diğer ülke para birimleri karşısında değer kaybetti. Dolar endeksi DXY %1,8 geriledi, JP Morgan gelişen ülkeler kur endeksi dolar karşısında %2 yükseldi. ABD 10 yıllık tahvil faizi %2,16'dan %1,96'ya kadar geriledi. Almanya ve Fransa gibi önemli Avrupa ülkelerinde 10 yıllık tahvil faizleri eksi bölgeye geçti. Dünyada eksi faizle işlem göre tahvil stoku yeni bir rekor kırdı. Yurt içinde de hissedilen bu olumlu hava, ABD ile ilişkilerde iyileşme yaşanacağına işaret eden gelişmeler özellikle G20 zirvesinde Cumhurbaşkanı Erdoğan ve ABD Başkanı Trump arasında yapılan görüşme sonrasında artarken, risk priminin gerilemesi ve enflasyonda düşüş beklentileri eşliğinde piyasalara hızlı bir toparlanma imkânı verdi. Ayrıca, yerel seçim takviminin tamamlanması ve belirsizliğin azalması bu durumda etkili oldu. Değerlemelerin çok

düşük seviyelere geldiği BİST100 endeksinde haziran ayında %6,5 ve dolar bazında %7,4'lük prim vardı. Dolar/TL ise %1 geriledi.

Bu ay ABD ve Çin arasında yeniden başlayan ticaret görüşmelerinin rayında gidip gidemeyeceğine dair önemli sinyaller alınabilir. Ayrıca, küresel ekonomiye dair veri akışı gelişmiş ülke merkez bankalarının odağında olacağından para politikası beklentilerine etki edebilecektir. İki kritik merkez bankası olan Fed ve ECB'nin bu ay alacakları kararların piyasanın şekillenmesinde etkili olması beklenmektedir. Yurt içinde ise Merkez Bankası'nın faiz indirmesine kesin gözüyle bakılırken, indirim miktarı konusunda çok net bir tablo henüz oluşamadı. 25 Temmuz'daki Merkez Bankası toplantısı piyasalara yön verebilecektir. Ayrıca, seçimlerin geride kalmasıyla birlikte bütçede tedbirlerin hayata geçirilmesi beklenmektedir ve olası piyasa etkileri takip edilecektir. Tahvil piyasaları açısından destekleyici bir dönem olduğu görülmekle birlikte, hisse senedi piyasasında orta vadede yükseliş trendinin devam etmesi için büyüme beklentilerinde yukarı yönlü revizyon gerekliliği bulunmaktadır. Döviz piyasasına ilişkin olarak, yurt içi yerleşiklerin döviz ilgisinin devam ettiği, buna karşın bir miktar yabancı ilgisinin de arttığı gözlenmektedir. Ekonomi politikaları netleştikçe yabancı ilgisinin daha uzun vadeli ve kalıcı olarak geri gelmesi de beklenebilir.

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	882,5	747,6
Büyüme Oranı (yıllık)	1. Çeyrek	7,4%	-2,6%
ÜRETİM GÖSTERGELERİ			
Sanayi Üretimi (12 aylık ortalama)	Nis	9,9%	-2,8%
Kapasite Kullanımı (mevsimsellikten arındırılmış)	Haz	78,1%	76,6%
İşsizlik Oranı (mevsimsellikten arındırılmış)	Mar	9,9%	13,7%
FİYAT GÖSTERGELERİ (yıllık)			
TÜFE Enflasyonu	Haz	15,4%	15,7%
ÜFE Enflasyonu	Haz	23,7%	25,0%
Çekirdek Enflasyonu	Haz	14,6%	14,9%
BÜTÇE GÖSTERGELERİ (milyar TL)			
Gelirler	Oca-May	302,1	347,5
Harcamalar	Oca-May	322,5	414,0
Faiz Dışı Denge	Oca-May	11,0	-20,1
Bütçe Dengesi	Oca-May	-20,5	-66,6
DIŞ DENGİ (milyar ABD Doları)			
İhracat (12 aylık toplam)	May	162,0	171,3
İthalat (12 aylık toplam)	May	249,2	202,8
Dış Ticaret Dengesi (12 aylık toplam)	May	-87,2	-31,5
Cari İşlemler Dengesi (12 aylık toplam)	Nis	-57,1	-8,6

Aylık Bes

Emeklilik Fonu	Aylık Değişim (%) 31/05/2019 - 30/06/2019 (*)	Yılbaşından Beri Değişim (%) 31/12/2018 - 30/06/2019 (*)	Yıllık Değişim (%) 30/06/2018 - 30/06/2019*
Likit Fon (HEP)	1,88%	11,99%	24,58%
Kamu Borçlanma Standart Fonu (HEK)	7,09%	8,82%	17,12%
Kamu Dış Borçlanma Fonu (HED)	3,59%	12,63%	31,39%
Esnek Fon (HEB)	4,61%	15,41%	19,59%
Hisse Senedi Fonu (HES)	7,88%	13,88%	10,00%
Katkı Fonu (HET)	10,99%	8,71%	18,75%
Alternatif Esnek Fon (HEE)	4,93%	13,69%	18,27%
Alternatif Katkı Fonu (HER)	2,42%	8,32%	20,21%
Altın Fonu (HEA)	6,82%	19,65%	40,96%
Başlangıç Fonu (HEL)	1,76%	10,62%	21,93%
Başlangıç Katılım Fonu (HEG)	1,57%	9,89%	19,72%
Standart Fon (HEC)	2,96%	9,92%	16,89%
Katılım Standart Fon (HEI)	2,02%	7,74%	17,83%
OKS Atak Değişken Fon (AJP)	5,77%	8,64%	11,38%
OKS Agresif Değişken (AJR)	5,90%	12,59%	11,34%
OKS Temkinli Değişken (AJR)	2,50%	6,54%	6,95%
OKS Dengel Değişken (AJV)	1,66%	5,38%	5,89%
OKS Atak Katılım Değişken (AJY)	5,10%	15,20%	20,51%
OKS Agresif Katılım Değişken (AJZ)	6,02%	13,87%	5,66%

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



4 Temmuz 2019 faiz indirimlerinden gelen can suyu

Askiya alınan ABD ve Çin arasındaki ticaret görüşmelerinin yeniden başlayacağına dair sinyaller ve zayıf veri akışı paralelinde gelişmiş ülkelerde faiz indirimi ihtimalinin ortaya çıkması küresel risk iştahını haziran ayında yeniden canlandırdı. ABD’de tarım dışı istihdam artışındaki belirgin ivme kaybı ve büyümenin öncü göstergesi olarak kabul edilen PMI endeksindeki keskin düşüş resesyona ihtimalini gündeme taşırken, Fed’in favori enflasyon göstergesi olan çekirdek PCE (kişisel tüketim harcamaları deflatörü) enflasyonunun %1,6 ile hedeflerin oldukça altında seyretmesi Fed’in yeni bir para politikası desteği yapma ihtimalini gündeme getirdi. Avrupa’da da PMI endekslerindeki düşük seviyelerin Mayıs ayında devam etmesi ve çekirdek enflasyonun %1,1 seviyesinde %2 hedefinin çok altında seyrederek beklenen toparlanmayı sergileyememesi Avrupa Merkez Bankası’nın (ECB) parasal normalleşme planlarını öteleyeceği beklentilerine yol açtı. Haziran ayında ne Fed ne de ECB faiz değişikliğine gitti. Ancak her iki merkez bankasından da parasal teşviki devreye sokabileceklerine dair güçlü mesajlar geldi.

Fed örneğinin 2012’den beri kamuoyuyla paylaştığı faiz projeksiyonlarına ilk defa bir faiz indirimi öngörüsünü dâhil etti. Bu yıl için faiz değişikliği öngörmese de, gelecek yıl için faiz artırımı planından vazgeçerek faiz indirimi senaryosuna yaklaştığının sinyalini verdi. Fed Başkanı Powell ise bir adım öteye geçerek, ‘Fed üyelerinin çoğu parasal gevşeme ihtimalinin arttığını düşünüyor’ ifadesini kullandı ve kısa bir süre içerisinde büyümeye dair belirsizliklerin azalması sayesinde faizle ilgili kararlarının netleşeceğini söyledi. Bu kapsamda 31 Temmuz’da yapılacak toplantıya kadar hem veri akışının hem de ABD ve Çin ticaret görüşmeleri gibi orta vadeli büyüme görünümünü ilgilendiren konuların Fed’in kararını şekillendirmesi beklenmektedir. Son dönemde yayınlanan veriler büyüme dinamiklerinde zayıflığın sürdüğünü göstermektedir. PMI endeksinde haziran ayında toparlanmanın çok sınırlı kalması bunların başında gelmektedir. Piyasada fiyatlamalara bakıldığında, Temmuz ayında başlamak üzere bu yıl üç faiz indirimi yapılmasının beklendiği hesaplanmaktadır ve piyasa faiz indirimleri konusunda Fed’in birkaç adım önüne geçmiş durumdadır. ECB ise haziran ayındaki toplantısında ufak bir manevrayla faizlerin düşük tutulacağı süreye ilişkin sinyalini 6 ay

öteledi. Daha önce 2019 sonuna kadar faizlerin değiştirilmeyeceğini söyleyen ECB metni, son toplantıda 2020 ortalarına kadar faiz değişikliği içermeyecek şekilde değiştirildi. Ayrıca ECB Başkanı Draghi büyümeye dair risklerin arttığını ve tedbir ihtiyacı doğabileceğini vurguladı. Faiz indirim senaryolarını kuvvetlendiren son gelişme ise Ekim ayı sonunda görev süresi dolacak olan ECB Başkanlığı için IMF Başkanı Lagarde’in önerilmesi oldu. Para politikalarının destekleyici rolünü savunmasıyla bilinen Lagarde döneminde ECB’nin güvercin duruş sergilemesi bekleniyor. Tüm bunlar, yatırımcıların 25 Temmuz’daki toplantıda sinyal verildikten sonra Eylül ayı toplantısında faiz indirimi gelebileceğine dair bir senaryo yazmasını sağladı. Faiz indirim beklentilerinin güçlenmesi, ABD ve Euro Bölgesi’nde tüm vadelerde tahvil faizlerinin gerilemesine ve hatta Avrupa’da merkez ülkelerde uzun vadeli tahvil faizlerinin tarihinde ilk defa eksi bölgeye geçmesine neden oldu. Eksi bölgede işlem gören küresel tahvil stoku 13 trilyon dolar ile yeni bir rekor kırdı. Haziran ayı sonunda gerçekleşen G20 liderler zirvesinde ABD Başkanı ve Çin Devlet Başkanı arasında olumlu bir görüşme geçtiği belirtilirken, ABD planladığı ilave ithalat tarifelerinden şimdilik vazgeçtiğini ve Huawei firmasına getirilen kısıtlamaları gevşeteceğini duyurdu. Ancak, iki ülke arasındaki temel görüş farklılıkları kısa sürede herkesi memnun edecek bir uzlaşının zor olduğunu düşündürmektedir ve belli dozda korumacı yaklaşımların devam edeceği varsayılmaktadır.

Küresel risk iştahının güçlenmesi ve gelişmiş ülkelerde tahvil faizlerinin gerilemesiyle getiri arayışlarının canlanması, gelişen ülkelere Mayıs ayında çıkış yönünde hareket eden portföy yatırımlarının yeniden artışı dönmesini sağladı. Geçtiğimiz aylarda benzerlerinden olumsuz ayrılan Türkiye piyasaları ise bu ortamda ilgi çekmeyi ve benzerlerinden olumlu ayrılmayı başardı. Bu ilginin oluşmasında seçim takviminin tamamlanması, ABD ile ilişkilere dair olumlu gelişmeler ve enflasyonda belirgin bir düşüş patikasına girilmesi etkili oldu. Seçim sonrasında ekonominin yeniden öncelikli bir politika gündemi oluşturması beklentisi, haziran ayı sonlarında bütçe açığının sınırlamaya yönelik bazı planların ortaya çıkmasıyla teyit edildi. Mayıs ayında 12 aylık birikimli merkezi yönetimi bütçe açığının GSYH’ye oranı %3’e ulaşarak sene sonu hedefi olan %1,8’in aşılacağını göstermişti. Ancak Merkez Bankası’nın ihtiyat



payı olarak ayırdığı yedek akçesinin bütçeye aktarılması, beyaz eşya, mobilya ve otomotivde vergi teşviklerinin sonlanması, bu yılbaşından beri hızlandırılan KDV iadelerinin bir miktar yavaşlatılması, alkol ve tütünde otomatik ÖTV artışı, enerji fiyatlarındaki zamlar gibi tedbirler sayesinde bütçe açığında iyileşme hedeflendiği görüldü. Ayrıca, harcama kesintileriyle gider tarafında da tedbirler alınacağı belirtildi. Bu gelişmelerin Hazine'nin borçlanma ihtiyacını sınırlayarak risk primi ve piyasa faizleri üzerindeki olası negatif riskleri azaltması önemliydi. Gelir tarafında atılan adımların ve bazı ertelenmiş zamların haziranda %15,7 ile son bir yılın en düşük seviyesine gerileyen yıllık TÜFE enflasyonunu temmuz ayında %17 civarına yükseltmesi mümkün görünmektedir. Buna rağmen bu durum yıla başlarken %20'ye yakın seyreden enflasyonda önümüzdeki aylarda beklenen düşüş trendini değiştirmemektedir. Eylül ve ekim aylarında yüksek baz etkisiyle bu düşüşün derinleşmesi beklenmekte, sene sonu için %15 olan tahminimizin altında kalınma ihtimali de kuvvetlenmektedir. Bu görünüm altında Merkez Bankası'nın 25 Temmuz'daki ilk toplantısından itibaren faiz indirimlerine başlayacağı anlaşılmaktadır. Zira Merkez Bankası 12 Haziran'daki toplantısında politika faizini %24'te sabit tutmayı tercih etse de, sıkı duruşun korunacağı ifadesini metinden çıkardı. Piyasa beklentisi indirimlerin hızlı başlayacağı yönünde olsa da, enflasyonun hala %5 hedefinin çok üzerinde olması, dolarizasyon eğiliminin devam etmesi ve risk priminin eski seviyelerine inememiş olması Merkez Bankası'nın daha ölçülü hareket edebileceğini düşündürmektedir.

Ekonominin zayıf seyretmesi her ne kadar Merkez Bankası'nın faizleri en kısa sürede mümkün olduğunca düşük seviyelere getirmesi için bir motivasyon gibi görünse de, orta vadeli bir bakış açısıyla sürdürülebilir büyümeye en büyük katkı enflasyonun düşük tek hanelere inmesiyle mümkün olabilecektir. Gerçekten de bu yılın ilk çeyreğinde ekonomiyi destekleyen mali ve yarı mali (kredi destekleri gibi) genişleyici politikalar sayesinde GSYH'nin çeyrekte çeyreğe büyümesi pozitif bölgede gerçekleşmiş ve toparlanmanın başladığını göstermişti. Ancak, ikinci çeyrekte bu desteğin azalması, finansal koşulların sıkılaşması ve seçim takviminin uzaması GSYH'deki toparlanmanın sektöre uğradığını göstermektedir. Anket bazlı güven endekslerinde ilk çeyreğe kıyasla önemli bir değişim olmamakla birlikte, sanayi üretimi için önemli bir öncü göstergesi olan ara malı ithalatındaki gerilemenin derinleşmesi ve kredi büyümesindeki yavaşlama, GSYH'nin ikinci çeyrekte dönemlik büyüme kaydedemediğine işaret etmektedir. Nisan ayında yıldan yıla %1,4 gerileyen ve aydan aya da %1 düşen sanayi üretimi bu tespitle uyumludur. Yılın ikinci yarısında mali politikanın sıkılaşması ve para politikasının bir nebze gevşese de görece sıkı kalacağı beklentimizle bir arada düşünüldüğünde, ekonomide toparlanmanın ancak özel sektörde çarkların hızlanmasıyla mümkün olabileceği anlamı çıkarılabilmektedir. Basiretli ekonomi politikalarının risk primini düşürebildiği ölçüde özel sektörün düşen enflasyon ortamından faydalanabileceğini ve ekonomide toparlanma olabileceğini değerlendiriyoruz. Haziran ayında BİST100 endeksi %6,5 yükselirken, 10 yıllık tahvil faizi 2,1 puan geriledi ve Türk lirası döviz sepeti karşısında yatay kaldı. Bu olumlu tablonun devam edip etmeyeceği açısından temmuz ayında yurt içi ve yurt dışında merkez bankalarının faiz kararları önemli olacaktır.

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.