



# Fon Bülteni

AĞUSTOS 2019



Sözleşmenizle ilgili bilgilere kolayca erişebilirsiniz!

Sözleşme bilgilerinize  
[www.axahayatemeklilik.com.tr](http://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](mailto:emeklilik@axasigorta.com.tr)

# Makro bakış

## Merkez Bankası faiz indirim sürecine hızlı başladı.

Büyümeye dair göstergeler, iç talebin zayıf seyrettiğine, ekonomideki yavaşlamanın dış talep sayesinde sınırlanmaya devam ettiğine ve ilk çeyrekte kaydedilen toparlanmanın ivme kaybettiğine işaret etti. Sanayi üretimi Mayıs ayında yıldan yıla %0,1 daralırken, aylık bazda kaydedilen %1,3'lük yükseliş nisan ayındaki %0,9'luk daralmanın ardından yeniden büyümenin geldiğini gösterdi. Bununla birlikte, Haziran ayına ait göstergeler zayıftı. Sanayi üretiminin önemli bir öncü göstergesi olan enerji ve altın dışı ara malı ithalatı Haziran ayında yıldan yıla %16,4 gerilerken, ihracat %14,2 düştü ve taşıt araçları üretimi %17,7 azaldı. Uzatılan bayram tatilinin etkisiyle iş günü kaybı olan Haziran ayında yıllık kıyaslamalarda büyüme performansının oldukça düşük gerçekleşeceği görüldü. Diğer yandan, anket bazlı güven endekslerinde yükseliş yaşanması ise temel eğilim açısından nispeten olumlu sinyal verdi. Reel Sektör Güven Endeksi Mayıs ayındaki 94,7'den Haziran ayında 99,6'ya çıktı. İkinci çeyrek ortalamasında 98,1 ile ilk çeyrekteki 97,2'ye kıyasla sınırlı bir iyileşme yaşandı. Satın Alma Yöneticileri Endeksi (PMI) ise Mayıs ayındaki 45,3'ten Haziran ayında 47,9'a yükseldi. Ortalamada ikinci çeyrek değeri 46,7, birinci çeyrekteki 45,9'un üzerindeydi. İş ortamı güvenini yansıtan bu endekslerde Temmuz ayında ise yeniden düşüş yaşandı. TÜİK'in yayınladığı Tüketici Güven Endeksi Mayıs ayındaki 55,3'ten Haziran ayında 57,6'ya iyileşti. İlk çeyrekteki 58,5 seviyesinden ikinci çeyrekte 58,8'e sınırlı bir değişim oldu. Ancak, tüketici güveninde de Temmuz ayında yeniden düşüş gözlemlendi. Ayrıca genel olarak güven endekslerindeki seviyelerin hala düşük kalması, ekonominin büyüme performansında henüz kayda değer bir düzelmeye olmadığını gösterdi. Kur etkisinden arındırılmış olarak krediler incelendiğinde, ikinci çeyrekte bir önceki çeyreğe göre değişim hemen hemen olmadı. Birinci çeyrekte ise %4'e yakın büyüme kaydedilmişti. Ayrıca bütçede gider artışı ikinci çeyrekte yavaşladı ve kamunun büyümeye verdiği destek azaldı. Turizm gelirlerinin ve ihracatın çeyrek ortalamasında reel artışını güçlü bir şekilde sürdürmesi ise, net dış talebin büyümeye ikinci çeyrekte katkı vermeye devam ettiğini gösterdi.

Büyümenin zayıf seyretmesi paralelinde vergi gelirlerindeki düşük oranlı artış sürerken, faiz dışı giderlerdeki büyüme bütçe kısıntıları doğrultusunda yavaşladı. 12 aylık bütçe açığının GSYH'ye oranı Mayıs ayındaki %3'ten Haziran ayında %2,6'ya geriledi. Temmuz ayında TBMM'de kabul edilen bir yasayla, Merkez Bankası'nın birikmiş ihtiyat akçesinin bütçeye aktarılması kararlaştırıldı. Bu sayede, bütçe açığında yılın kalanında daha fazla bozulma yaşanmasının önüne geçilebileceği görüldü. Ayrıca, Hazine Temmuz ayında gerçekleştirdiği eurobond ihracı sayesinde yurt içi borçlanma ihtiyacını sınırlayan bir başka adım attı. Kredi büyümesinin yavaş seyrettiği ve iç talebin gerilediği iktisadi konjonktür cari dengenin iyileşmeye devam etmesini sağladı. 12 aylık birikimli cari açık Mayıs ayında 2,4 milyar dolara (GSYH'ye oranla %0,3) geriledi. Haziran ayında dış ticaret açığındaki belirgin düşüş, 12 aylık birikimli olarak cari fazla bölgesine geçileceğini gösterdi. Merkez Bankası Beklenti Anketi'ne göre bu yılsonu için piyasadaki ortalama cari açık beklentisi 7,6 milyar dolara geriledi. Bu beklenti sene başında 24,7 milyar dolardı. Son 12 aya

bakıldığında, 2,4 milyar dolarlık sınırlı cari açığa rağmen, 19,7 milyar dolarlık kredi geri ödemesi ve 11,5 milyar dolarlık yurt dışına mevduat transferi toplam finansman ihtiyacını artırdı. Cari açıkla birlikte toplam 33 milyar dolarlık finansman ihtiyacı oluşurken, 9,4 milyar dolarlık kaynağı belirsiz para girişi, 8,7 milyar dolarlık rezerv kullanımı, 10 milyar dolarlık doğrudan yabancı sermaye girişi ve 5,3 milyar dolarlık ticari kredi kullanımı finansmanı sağladı. Portföy yatırımları ise nette dış finansman girişi veya çıkışı oluşturmadı. Yurt dışına mevduat çıkışı yurt içi yerleşiklerin döviz taleplerinin bir sonucuydu. TCMB verilerine göre, parite etkisinden arındırılmış olarak Ocak-Temmuz döneminde yurt içi yerleşiklerin döviz mevduatları 26,5 milyar dolar artarken, BDDK verilerine göre bankacılık sisteminde toplam mevduatların içerisinde dövizin payı %55'e kadar çıktı. Son dönem verileri döviz alımlarının yavaşladığını gösterdi. Cari denge için pozitif bölgeye geçmesi ve döviz alım istahının yavaşlaması, döviz kurlarında daha istikrarlı bir seyir oluşmasını destekledi. Uluslararası ilişkilerde yaşanan olumlu gelişmeler ile ABD ve Avrupa başta olmak üzere önemli ülkelerde faiz indirim beklentilerinin artması da reel olarak 1994'ten beri en düşük seviyelerine yakın seyreden Türk lirası için olumlu 130 ydu. Bankaların ve reel sektörün kredi geri ödemelerine ek olarak, rezerv biriktirme adımları önümüzdeki dönemde döviz talebi yaratabilecek unsurlardır ve TL'nin her iki yönlü hareket alanının kısa vadede sınırlanabileceğini göstermektedir.

Yurt içi yerleşiklerin döviz talebi kısa vadede bir doygunluğa ulaşmış olsa da, bu talebin TCMB'nin para politikasından ve uluslararası ilişkilerde yaşanabilecek gelişmelerden etkilenmesi mümkündür. Merkez Bankası Temmuz ayında hızlı bir faiz indirim sürecine girdi. 25 Temmuz'da politika faizi 425 baz puan indirilerek %19,75 seviyesinde belirlendi. Eylül 2018'den beri yapılan bu ilk değişiklikle birlikte 12 ay sonrası enflasyon beklentisi dikkate alınarak hesaplanan reel faiz %10'dan %5,75'e geriledi. Yeni TCMB Başkanı Uysal göreve gelmesinin hemen ardından yaptığı açıklamalarda para politikası sıkılığının nominal değil reel faiz üzerinden belirleneceği sinyali verdi. Merkez Bankası'nın faiz indirim kararıyla birlikte yayınlanan metinde faiz kararlarının enflasyon ana eğilimine dair göstergelere bakılarak, enflasyondaki düşüşün sürekliliğini sağlayacak şekilde belirleneceği söylendi. Piyasa beklentileri faiz indirimleri için daha alan olduğuna işaret etti. Yıllık TÜFE enflasyonu Haziran ayındaki %15,7'den Temmuz ayında %16,65'e yükseldi. Bu yükselişte, elektrik, çay ve şeker gibi bazı ürünlerde beklenen zamların devreye alınması ve vergi ayarlamaları etkili oldu. Tütün ürünlerindeki zamlar ve doğalgaz nedeniyle, enflasyonun Ağustos ayında yüksek seyrettikten sonra, Eylül ve Ekim aylarında baz etkisiyle %10 civarına gerilemesi mümkün görünmektedir. Ancak, son iki ayda baz etkisiyle yeniden yükselmesi beklenmektedir. Kredi derecelendirme kuruluşu Fitch Temmuz ayında sürpriz bir zamanlamayla Türkiye'nin yabancı para kredi notunu bir kademe ve TL cinsi kredi notunu iki kademe düşürerek B- olarak belirledi, görünümü negatif olarak açıkladı. Fitch, Türkiye'nin yeniden dengeleme sürecini başarılı bir şekilde yürütmemesi durumunda yeni bir not indirimi olabileceğine dikkat çekti.



# Global görünüm

## Fed ve ECB'den yine yeniden parasal gevşeme.

Fed Başkanı Powell 10 Temmuz'da ABD Kongresi'nde yaptığı yarıyıl sunumunda, tüm dünyada ekonomi görünümünün zayıfladığını, ve bu durumun ABD ekonomik görünümü üzerinde baskı yarattığını belirtti. Powell ayrıca ücretlerin enflasyonu tetiklemeye yetecek kadar hızlı yükselmemesi nedeniyle herhangi bir ısınma sinyali görmediğini de ekledi. 31 Temmuz'da gerçekleştirdiği toplantıda Fed faizi 25 baz puan indirdi ve %2-2,25 aralığına çekti. Piyasa beklentileriyle uyumlu olsa da, Fed üyelerinin baz senaryosunda bu yıl faiz değişikliği yapılmaması öngörüldüğünden, önceden planlanana kıyasla daha gevşek bir duruşa geçilmesi söz konusu oldu. Diğer yandan, Başkan Powell'in açıklamaları faiz indirimlerinin devamına yönelik beklentilere destek vermedi. ABD'de ikinci çeyrek büyümesi %2,2 seviyesinde gerçekleşti ve birinci çeyrekteki %3,1'e kıyasla belirgin bir yavaşlamaya işaret etti. Tarım dışı istihdam artışı temmuz ayında 164 bin artarak beklentiyi aştı. Toplamda bakıldığında, veriler ABD ekonomisinin sağlıklı bir büyüme patikasında olduğunu gösterdi ve Başkan Powell'in faiz indirimlerinin devam etmeyebileceği yönündeki değerlendirmelerini destekledi. Diğer yandan, 6 aylık ortalamada ABD'de aylık tarım dışı istihdam artışı 140 bin civarındaki son 7 yılın en düşük değeriyle, ABD ekonomisinde bir yavaşlama olduğunu da yansıtmış oldu. ABD'de Fed'in favori enflasyon göstergesi olan yıllık çekirdek PCE (kişisel tüketim harcamaları deflatörü) ise %1,6 ile haziran ayında %2'lik hedefe kıyasla düşük seyrini sürdürdü.

Euro Bölgesi'nde yıllık büyüme birinci çeyrekte %1,2 olurken, ikinci çeyreğe dair beklentiler %1'e doğru yavaşlamaya işaret etti. Bölge ekonomisinde çekirdek enflasyon ise mayıs ayındaki %1'den haziran ayında %1,3'e yükselse de, %2 hedefinin çok altında kalmaya devam etti. Temmuz ayı boyunca yaptığı değerlendirmelerde büyümeye dair aşağı yönlü risklere vurgu yapan Avrupa Merkez Bankası ECB 25 Temmuz'da gerçekleştirdiği toplantıda faiz değişikliği yapmadı. ECB ileriye dönük yönlendirmesini 'faiz oranlarının en az 2020 yılının ilk yarısı boyunca mevcut seviyelerde veya daha düşük seviyelerde kalacağı' şeklinde değiştirdi ve faiz indirimine kapı araladı. Piyasa beklentisi eylülde 10 baz puan indirim olması yönünde şekillendi.

Çin'de yılın ikinci çeyreğinde GSYH büyümesi yıldan yıla %6,2 olurken, veri beklentilere paralel oluştu ancak 1992 yılından başlayan endeks tarihindeki en zayıf büyümeye işaret etti. Çin ekonomisi 2018 yılının tamamında %6,6, ilk çeyrekte ise %6,4 oranında büyümüşü. ABD ve Çin liderlerinin haziran ayı sonundaki G20 toplantılarındaki görüşmeleri sonrasında ticaret müzakerelerinin devam etmesi şeklinde aldıkları karara rağmen, temmuz ayında bu alanda fazla bir ilerleme kaydedilemedi ve ABD Başkanı Trump eylül ayı itibarıyla Çin'e yeni ithalat vergisi uygulanacağını açıkladı. Küresel büyümenin öncü göstergelerinden imalat sanayi PMI endeksi haziran ayındaki 49,4'ten temmuz ayında 49,3'e hafif geriledi ve zayıf bir sinyal verdi. IMF küresel büyüme tahminini 2019 ve 2020 yılları için 0,1 puan aşağı revize ederek %3,2 ve %3,5 olarak belirledi.



# Yurt içi piyasalar

## Yurt dışında Fed ve yurt içinde ABD ile ilişkiler piyasalara destek oldu.

Temmuz ayında küresel risk iştahı Fed'in ve ECB'nin faiz indirim sürecine girmesinden destek bularak güçlenirken, gelişen ülkelere yönelen portföy girişleri hızlandı, dolar karşısında gelişen ülke para birimleri görece güçlendi ve küresel olarak tahvil faizlerinde düşüş yaşandı. Dolar/TL %3,5'ye yakın gerilerken, JP Morgan gelişen ülkeler para birimi endeksi %0,7 değer kaybetti. Yurt içi piyasalarda benzerlerinden daha olumlu performans gözlenirken, bu durumda Türkiye'nin uluslararası ilişkilerinde yaşanan iyileşme, faiz indirim sürecine girilecek olması ve firmaların görece daha düşük değerlemelere sahip olması etkiliydi. Temmuz ayında BIST100 %5,6 yükselirken, dolar cinsinden MSCI Türkiye hisse senedi endeksinde %11 artış kaydedildi ve MSCI gelişen ülkeler endeksindeki %1,7'lik düşüşe göre daha olumlu performans vardı. ABD 10 yıllık tahvil faizi %2 civarında yatay seyretti ve Türkiye'de benzer vadeli tahvillerde %15,5 bileşik faiz seviyesine kadar 130 baz puan düşüş yaşandı. 2 yıllık tahvil faizi ise 3,7 puanlık geri çekilmeyle %16'ya indi.

Bu ay ECB, Fed gibi önemli merkez bankalarının toplantıları bulunmuyor, ancak 22 Ağustos'ta Fed Başkanı'nın Jackson Hole'da yapacağı konuşma izlenecek. Ayrıca, büyüme ve enflasyona dair veri akışı üzerinden faiz politikalarına dair beklentiler şekillenmeye devam edebilir. Bir yandan da ağustos ayına değer kayıplarıyla başlayan Çin para biriminin diğer gelişen ülke para birimlerine olası etkileri ve ABD ile olan ticaret görüşmelerine yansımaları izlenecek. ABD'nin Huawei'ye uygulama kararı aldığı bazı kısıtlamalar için tanıdığı geçici erteleme de ağustos ayında sona erecek. Yurt içinde de Merkez Bankası'nın faiz kararı için bir toplantısı bulunmaması, Meclis'in tatile girmesi ve bayram tatilinin ağustos ayına denk gelmesi gibi nedenlerle piyasaların gündemi görece sakin olabilir. Buradaki istisna ise ABD ve Türkiye arasındaki ilişkileri etkileyebilecek gelişmeler olarak izlenmelidir.

## 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	863	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%
<b>ÜRETİM GÖSTERGELERİ</b>			
Sanayi Üretimi (12 aylık ortalama)	May	9,9%	-3,3%
Kapasite Kullanımı (mevsimsellikten arındırılmış)	Tem	76,9%	75,9%
İşsizlik Oranı (mevsimsellikten arındırılmış)	Nis	10,3%	13,8%
<b>FİYAT GÖSTERGELERİ (yıllık)</b>			
TÜFE Enflasyonu	Tem	15,8%	16,6%
ÜFE Enflasyonu	Tem	25,0%	21,7%
Çekirdek Enflasyonu	Tem	15,1%	16,2%
<b>BÜTÇE GÖSTERGELERİ (milyar TL)</b>			
Gelirler	Oca-Haz	353,6	403,0
Harcamalar	Oca-Haz	399,7	481,6
Faiz Dışı Denge	Oca-Haz	-12,3	-27,8
Bütçe Dengesi	Oca-Haz	-46,1	-78,6
<b>DIŞ DENGE (milyar ABD Doları)</b>			
İhracat (12 aylık toplam)	Haz	161,8	169,5
İthalat (12 aylık toplam)	Haz	248,4	198,6
Dış Ticaret Dengesi (12 aylık toplam)	Haz	-86,7	-29,2
Cari İşlemler Dengesi (12 aylık toplam)	May	-57,9	-2,4

## Aylık Bes

Emeklilik Fonu	Aylık Değişim (%) 30/06/2019 - 31/07/2019 (*)	Yılbaşından Beri Değişim (%) 31/12/2018 - 31/07/2019 (*)	Yıllık Değişim (%) 31/07/2018 - 31/07/2019*
Likit Fon (HEP)	2,00%	14,23%	25,40%
Kamu Borçlanma Standart Fonu (HEK)	4,73%	13,97%	26,56%
Kamu Dış Borçlanma Fonu (HED)	-2,40%	9,93%	21,18%
Esnek Fon (HEB)	3,54%	19,49%	23,80%
Hisse Senedi Fonu (HES)	5,35%	19,97%	18,54%
Katkı Fonu (HET)	6,00%	15,23%	32,14%
Alternatif Esnek Fon (HEE)	3,83%	18,04%	21,87%
Alternatif Katkı Fonu (HER)	3,68%	12,31%	23,82%
Altın Fonu (HEA)	-2,72%	16,40%	31,00%
Başlangıç Fonu (HEL)	2,03%	12,87%	22,94%
Başlangıç Katılım Fonu (HEG)	1,78%	11,84%	20,54%
Standart Fon (HEC)	1,80%	11,90%	18,72%
Katılım Standart Fon (HEI)	3,33%	11,33%	20,69%
OKS Atak Değişken Fon (AJP)	3,42%	12,36%	14,87%
OKS Agresif Değişken (AJR)	3,90%	16,97%	16,15%
OKS Temkinli Değişken (AJR)	2,77%	9,50%	10,05%
OKS Dengel Değişken (AJV)	1,87%	7,34%	7,99%
OKS Atak Katılım Değişken (AJY)	4,41%	20,28%	25,70%
OKS Agresif Katılım Değişken (AJZ)	4,73%	19,25%	10,05%

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





# 5 Ağustos 2019

## Türkiye yüksek faize veda ediyor

Temmuz ayında piyasalara yön veren en kritik değişim Merkez Bankası'nın hızlı bir faiz indirim sürecine girmesi oldu. Yurt dışında Fed ve Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB) faiz indirimi yapacağına dair artan beklentiler yurt içinde de yüksek faiz ihtiyacının azalmasına zemin hazırladı. Yurt içinde ise enflasyonun belirgin bir düşüş patikasına girdiğine dair ikna edici sinyaller alınması ve Türk lirasının istikrar kazanması faiz indirimlerine alan açtı. Haziran ayında %15,7'ye gerileyen yıllık TÜFE enflasyonu temmuz ayında vergi ayarlamalarının ve elektrik fiyatlarındaki gibi ötelenmiş zamların etkisiyle %16,65'e yükselse de, enflasyonun eylül ve ekim aylarında yüksek baz etkisi sayesinde tek haneye yakınsayacağı ve seneyi yeniden %15 civarında bitirebileceği tahminleri kuvvetlendi. Merkez Bankası'nın finans ve reel sektör temsilcileriyle gerçekleştirdiği Beklenti Anketi'ne göre eylül ayında yıllık enflasyon %9,5 olarak tahmin edildi. Ayrıca, sene sonu enflasyon beklentisi mayıs ayındaki %16,7'den temmuz ayında %15,01'e, 12 ay sonrası için beklentiler ise aynı dönemde 1,6 puan düşüşle %13,9'a geriledi. Türk lirası, dolar ve eurodan oluşan eşit ağırlıklı döviz sepeti karşısında temmuz ayında %4,6 değer kazanırken, haziran ayı itibarıyla belirgin şekilde düşen ve mart ayına göre yarı yarıya azalan kur oynaklığı temmuz ayında da bu durumunu korudu. Gelişmiş ülkelerde para politikalarının gevşetileceğine ilişkin beklentiler küresel risk iştahını canlandırırken, geçmiş dönemde benzerlerinden görece olumsuz ayrışan Türk lirası temmuz ayında öne çıkan para birimlerinden oldu. Türkiye'nin uluslararası ilişkilerine dair en karamsar senaryolardan uzaklaşılması 5 yıllık CDS'in mayıs ve haziran aylarında ulaştığı 400-500 baz puan bandından temmuz ayında 360 baz puana kadar gerilemesine imkan verirken, Türk lirasının değer kazanmasının bir başka itici gücü oldu. Merkez Bankası Eylül 2018'de 625 baz puanlık artışla %24'e yükseltilecek politika faizini 25 Temmuz'da ilk defa indirerek %19,75'e çekti. Enflasyonun ana eğilimine bakarak bundan sonraki faiz kararlarının belirleneceği belirtildi. Para piyasası faizlerinin ulaştığı düşük seviyeler gelecek aylarda 3-4 puan daha indirim fiyatlaması yapıldığını gösterdi. Her ne kadar enflasyonda kısa vadede düşüş mümkün görünse de, bu ılımlı seyrin arkasında kur ve diğer maliyet etkilerinin azalması ile iç talebin zayıf seyri olduğu görülmektedir. Hizmet enflasyonunun trendi ise %15 gibi görece yüksek bir seviyede katılık göstermekte ve orta vadede enflasyondaki düşüşe dair

zorlukları hatırlatmaktadır. Bu doğrultuda, 2020 yılında enflasyonu anketlerde tahmin edildiği üzere %11 seviyesine veya hatta Merkez Bankası'nın öngördüğü gibi %8,2'ye çekebilmek için maliye politikasının desteğine ve genel olarak Türk lirasının istikrarlı seyrine ihtiyaç duyulduğu ortadadır. Özellikle ücret artışları, vergi politikaları ve genel olarak büyüme stratejisi 2020 Ekonomi Programı yayınlandığında dikkatle izlenecektir.

Fed 31 Temmuz'da faizi beklendiği gibi 25 baz puan indirerek %2-2,25 aralığına çekti. Yıla başlarken, Fed üyelerinin ortalama beklentisi bu yıl için iki faiz artırımı yapılması yönündeydi. Mart ayında faiz artırımı senaryosundan vazgeçilip sabırla bekleneneceği ve faizlerin bir süre değiştirilmeyeceği mesajları verilmişti. Haziran ayına gelindiğinde ise bir çok üye faiz indirim ihtimalinin arttığını düşünse de, baz senaryoda bir değişiklik yapılmamıştı. Ancak, temmuz ayında Fed Başkanı dâhil olmak üzere Fed üyeleri küresel büyüme görünümüne dair risklerin arttığı ve enflasyonun herhangi bir ısınma belirtisi göstermeyecek kadar düşük seviyelerde kaldığı gerekçeleriyle faizin indirilmesi gerektiği yönünde görüş belirterek piyasayı indirim hazırladılar. Piyasa beklentisi yılın kalanında Fed'in bir veya iki faiz indirimi daha yapacağı yönünde olsa da, Fed'in kendi baz senaryosunu ancak eylül toplantısında anlamak mümkün olacaktır. Bu anlamda, Fed Başkanı Powell'in faiz kararı sonrasında yapılan indirimin bir faiz indirim döngüsünün başlangıcı olarak görülmesi gerektiğini söylemesi, Fed'in piyasa beklentilerinden farklılaşma ihtimalini ortaya çıkardı. ECB 25 Temmuz'da faiz değişikliğine gitmedi, ancak kuvvetli bir şekilde faiz indirim sinyali verdi. ECB de Fed'e benzer şekilde bu yıla başlarken aşırı gevşek para politikasını normalleştirme planları yapıyordu. Daha önce, faizin bu yıl yaz bitiminde artabileceği mesajını veren ECB, önce bu tarihi sene sonu olarak güncelledi, sonra da 2020 Haziran ayına çekti. Temmuz ayındaki son toplantıda ise faiz artırımı gündemden öngörülebilir bir gelecek için düştü. Piyasa beklentileri eylül ayında faizin 10 baz puan inebileceğine işaret etti.

Bu iki önemli merkez bankasının para politikalarında ekonomiyi destekleyici şekilde ani manevra değişikliği yapmaya iten büyüme görünümüne dair zayıf sinyaller temmuz ayında biraz daha arttı. Temmuz ayında Euro Bölgesi ekonomisinin motoru olan Almanya'da Satın Alma Yöneticileri Endeksi (PMI) imalat



sanayi için beklenmedik şekilde düşerken, Bölge ortalamasında da yükseliş beklentisine karşın düşüş yaşandı. ABD’de ise bileşik PMI haziran ayındaki 51,5’ten temmuzda 51,6’ya yükseldi. Böylece, ilk çeyrekte yıldan yıla %1,2 büyüyen Euro Bölgesi GSYH’si ikinci çeyrekte %1’e yavaşladıktan sonra, üçüncü çeyreğe de zayıf bir başlangıç yaptı. ABD’de ise ilk çeyrekteki %3,1’lik yıllıklandırılmış büyüme rakamının ikinci çeyrekte %2,2’ye gerilemesinin ardından, yeni veriler önemli bir toparlanmaya işaret etmedi. IMF küresel büyüme tahminini 2019 ve 2020 için 0,1 puan indirerek %3,2 ve %3,5 olarak belirlerken, bu tahminler üzerindeki risklerin aşağı yönlü olduğunu vurguladı. Enflasyon açısından ise ABD ve Euro Bölgesi’nde çekirdek göstergeler sırasıyla %1,6 ve %1 ile hedefin çok altındaki seyirini sürdürdü. ABD ve Çin arasındaki ticaret görüşmelerinin haziran ayında yapılan G20 toplantılarında uzlaşıldığı üzere yeniden başlaması temmuz ayında risk iştahına destek veren bir gelişmeydi. Ancak, bir anlaşmaya varılmasının zaman alacağı görülürken, yatırımcılar bu konuda temkinli kalmayı sürdürdü. Nitekim, ağustos ayında ABD Başkanı Trump’ın Çin’e uygulanan vergileri 1 Eylül’de artıracığını söylemesi iki ülkenin uzlaşmasının kolay olmayacağını gösteriydi.

Gelişen ülkelere yılbaşından bu yana 51 milyar dolar portföy girişi gözlenirken, Türkiye piyasaları bu girişlerden ancak son dönemde faydalanmaya başladı. Hisse senedi, tahvil ve swap piyasası kanalıyla haziran ayında 3 milyar dolara yakın giriş hesaplanırken, temmuz ayında 1 milyar dolar civarında ilave giriş oldu. Ayrıca, eurobond kanalıyla da Türk varlıkları haziran-temmuz döneminde 2,2 milyar dolarlık yabancı ilgi gördü. Yine de yabancı sahipliği yurt içi sermaye piyasalarında tarihsel kıyaslamalara kıyasla düşük seyretti. Yurt içi yerleşiklerin döviz talebi ise son dönemde dalgalı seyretilmekle birlikte devam etti. Yılbaşından haziran ayı sonuna kadar geçen dönemde parite etkisinden arındırılmış olarak 23,9 milyar dolar artan yurt içi yerleşik döviz mevduatları temmuz ayında 2,5 milyar dolar daha arttı. Cari denge döviz arz-talep dengesini TL lehine etkiledi. 12 aylık birikimli olarak 2,4 milyar dolar açık ile 2003’ten beri en

güçlü seviyesine ulaşan cari denge, mayıs ayında aylık bazda fazla verdi. Haziran ayı dış ticaret verileri cari dengedeki iyileşmenin sürdüğüne işaret etti. Türk lirasının ticaret ortaklarıyla enflasyon farkları düzeltilerek reel değerini ölçen Reel Efektif Kur Endeksi Eylül 2018’de 62,5 ile tarihi düşük seviyesini gördükten sonra toparlanmış, ancak bu yıl mart ayından itibaren yeniden zayıflayarak mayıs ayında 69,8 ve haziran ayında 72,1 seviyesinde görece düşük kalmıştı. Türk lirasının 1994 ve 2001 krizlerindeki gibi düşük seviyelerde olması, yabancı pozisyonlanmasının düşük kalması ve cari dengenin iyileşmesi teknik olarak Türk lirasının dayanıklılığını artırmaktadır. Faiz indirimleri daha önce beklenenden daha hızlı gerçekleşmesine rağmen, Türk lirası görece gücünü korumaktadır. Önümüzdeki dönemde de bu gücün korunabilmesi için yurt dışında risk iştahının güçlü seyretmesi ve faizlerin düşük kalması ile doların ılımlı seyretmesi önemli olacaktır.

Yurt içinde makroekonomi görünümüne dair riskler son dönemde azalmakla birlikte orta vadeli zorluklar özellikle büyüme performansının iyileşmesi noktasında sürmektedir. Yıldan yıla ölçüldüğünde, 2018 yılın son çeyreğinde %3 ve bu yılın ilk çeyreğinde %2,6 daralan GSYH’nin ikinci çeyrekte azalan bir dozda da olsa daralmaya devam edeceği öngörülmektedir. Sanayi üretimi nisan-mayıs döneminde %0,6 gibi sınırlı bir oranda gerilerken, haziran ayında dış ticaret verilerindeki zayıf görünüm sanayi üretiminin düşüşünün derinleşebileceğini gösterdi. Ancak, finansal koşullardaki gevşemeyle birlikte, yılın ikinci yarısında ekonominin toparlanması mümkün görünmektedir. Şimdilik ancak daralma bölgesinden çıkma fırsatı yakalayan ekonominin eski yüksek büyüme potansiyeline ulaşması, bu süreçte enflasyon ve cari dengede bozulma yaşanmaması, bütçenin yapısal olarak güçlendirilmesi ve büyümenin finansmanında bilançolarında manevra alanları kısıtlanan bankalar yerine alternatif finansman modellerinin ortaya konması ekonomi gündeminin ana konuları 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.