



# Fon Bülteni

EYLÜL 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

## Ekonominin dipten dönüşü devam ediyor.

Yılın ikinci çeyreğinde Türkiye ekonomisinde kaydedilen yıldan yıla %1,5 düzeyindeki daralma beklenenden daha sınırlıydı. Tüketimdeki zayıflık hafiflerken, yatırımlarda daralma derinleşti ve stok erimesinin büyüme üzerinde dört çeyrektir devam eden olumsuz etkisi ortadan kalktı. Net dış talebin büyümeye verdiği destek ise azalarak sürdü. Sonuç olarak, ilk yarıda ekonomi yıllık %1,9 küçülmüş oldu. Mevsimsellikten arındırılmış olarak önceki çeyreğe kıyasla son iki çeyrektir pozitif değişim yaşanması ise ekonomide dipten toparlanmanın sürdüğünü göstermesi açısından önemliydi. İkinci çeyrekte sektörlere bakıldığında, tarımdaki %3,4'lük büyüme dikkat çekerken, sanayide %2,7'lik ve inşaat sektöründe %12,7'lik sert bir üretim kaybına karşılık, hizmet sektöründe küçülme %0,3 ile görece sınırlıydı. Bu yılın üçüncü çeyreğine ilişkin öncü göstergeler GSYH'nin yıllık değişiminin sınırlı miktarda pozitif geçebileceğine işaret etmektedir. Sanayi üretimi için öncü gösterge olan altın ve enerji dışı ara malı ithalatı ikinci çeyrekteki küçülmenin ardından temmuz ayında toparlanma olabileceğini gösterdi. Ayrıca, anket bazlı Reel Sektör Güven Endeksi, kapasite kullanımı, imalat PMI verileri temmuz-ağustos ortalamalarında düşük seviyelerde kalsa da ikinci çeyreğe göre daha olumlu bir ortama işaret etti. Bununla birlikte, Tüketici Güven Endeksi henüz tüketim ortamı için belirgin bir toparlanmayı yansıtmadı. Son dönemde piyasa ve kredi faizlerindeki düşüş henüz kredi büyümesini canlandıramamış olsa da, genel olarak finansal koşullardaki gevşemenin önümüzdeki dönemde gecikmeli olarak büyümeye olumlu yansımaları mümkün görünmektedir. 3. ve 4. çeyreklerin her birinde pozitif büyüme yaşanması, son çeyrekte büyümenin yıllık bazda %4-%5 aralığında oluşması ve yılın tamamında %0 civarında bir GSYH değişimi kaydedilmesi makul bir senaryo olarak görünmektedir.

Temmuz ayında merkezi yönetim bütçesi geçen yılın üzerinde fazla verdi, ancak burada 41 milyar TL'lik ihtiyat akçesinin temmuz ayında 22 milyar TL'lik kısmının TCMB'den Hazine'ye aktarılması etkiliydi. Buna rağmen cari transferlerin başı çektiği gider artışlarının hızlanması bütçede daha iyi bir performans engelledi. 12 ay birikimli bütçe açığı GSYH'ye oranla %2,6'dan %2,3'e geriledi. 12 aylık bütçe açığı nominal olarak ise 96,3 milyar TL ile yılsonu resmi hedefi olan 80,6 milyar TL'nin üzerinde oluştu. Ağustos ayında da TCMB'nin ihtiyat akçesinin ikinci kısmının transfer edilmesi sayesinde bütçe açığında iyileşmenin süreceği tahmin edilmektedir. Ancak, özellikle yılın son çeyreğinde bütçe açığının %2,5-3 bandına yükselme ihtimali bulunmaktadır. Buna karşın, şimdilik iç borçlanma açısından ilave bir baskı oluşmayabileceği hesaplanmaktadır. Hazine ocak-temmuz döneminde %135 olan iç borç çevirme oranını eylül-kasım dönemi için %79 olarak hedeflemiş durumdadır. Bu durum, enflasyondaki gerilemenin piyasa faizlerinde karşılık bulmasını da sağlamaktadır. TL'deki geçmiş değer kayıplarının etkilerinin belirgin şekilde azalması,

talep koşullarının zayıf olması, emtia gibi ithalat fiyatlarının düşük seyretmesi ve gıda enflasyonunun aşırı yüksek seviyelerinden ortalamaya yakınsama eğilimi sayesinde enflasyondaki düşüş süreci beklenenden de hızlı bir şekilde devam etti. Yıllık TÜFE enflasyonu temmuz ayındaki %16,7'den ağustos ayında %15 seviyesine geriledi. Yıllık gıda enflasyonu %18,2'den %17,2'ye düştü. Çekirdek C enflasyonunda yıllık değişim %16,2'den %13,6'ya doğru belirgindi. Çekirdek enflasyonunun bir diğer önemli bileşeni olan yıllık hizmet enflasyonu ise %14,6 seviyesinden %14,2'ye geriledi. Sonuç olarak, Merkez Bankası'nın eylül ayında faiz indirimine devam edebileceği değerlendirilmektedir. Eylül ve ekim aylarında enflasyonun %10 civarında olacağı beklentisini de göz önünde bulundurarak faiz indiriminin güçlü bir düzeyde gerçekleşme ihtimali kuvvetlidir. Merkez Bankası temmuz ayındaki 425 baz puanlık faiz indiriminin ardından ağustos ayında diğer araçlarında da ekonomiyi destekleyici yönde düzenlemeler yaptı. Türk lirası kredi büyümesinde yıllık olarak %10-20 bandında olan bankaların zorunlu karşılık oranları düşürülürken, bankaların Merkez Bankası nezdindeki zorunlu karşılık hesaplarına ödenen faiz oranı kredi büyümesinde belirlenen referans aralıkta olan bankalar için 2 puan artırıldı, diğer bankalar için ise 8 puan düşürüldü.

Bankacılık sistemindeki likiditenin rahatlamasını sağlayan para politikası kararları ve TCMB kar transferi gibi gelişmelerin yaşandığı ağustos ayında Türk lirası bir miktar değer kaybetse de, görece istikrarlı seyretti. Cari dengenin pozitif bölgede gerçekleşmesi Türk lirası açısından destekleyici olurken, yurt içi yerleşiklerin döviz mevduatlarındaki artış, yabancı yatırımcıların küresel gelişmelerin de etkisiyle portföy yatırımlarını azaltmaları para biriminin zayıflamasında etkiliydi. 12 aylık birikimli cari denge mayıs ayındaki 1,9 milyar dolarlık açıklardan (GSYH'ye oranla %0,3) haziran ayı itibarıyla 0,5 milyar dolarlık fazlaya (GSYH'ye oranla %0,1) döndü. 12 ay birikimli olarak Türkiye ekonomisi Kasım 2002'den beri ilk kez cari fazla vermiş oldu. Temmuz ayında yıldan yıla 2,8 milyar dolar düşen dış ticaret açığı ve turizm gelirlerindeki iyileşme paralelinde 12 aylık birikimli cari fazlanın 4 milyar dolara doğru yükselebileceği hesaplanmaktadır. Haziran ayında cari dengenin finansmanına bakıldığında, cari dengedeki iyileşmeye karşın, kredi geri ödemeleri, portföy yatırımları kanalıyla yaşanan yabancı sermaye çıkışları ve kaynağı belirsiz sermaye çıkışları nedeniyle yine de yüksek bir dış finansman ihtiyacı oluştu. Ülkenin döviz ihtiyacının karşılanmasında rezervlerin de kullanıldığı görülürken, ticaret kredileri, bankaların yurt dışından yurt içine yaptıkları mevduat transferi gibi kalemler de etkili oldu. Son birkaç ayda Eurobond ihracı, Merkez Bankası'nın diğer ülke merkez bankaları ve lokal bankalarla yaptığı swap işlemleri ve ihracat reeskont kredilerinin geri ödemeleri sayesinde brüt ve net rezervlerde artış yaşandı. 23 Ağustos itibarıyla Merkez Bankası net uluslararası rezervleri 35,2 milyar dolar ve brüt rezervleri 101,5 milyar dolar seviyesindeydi.



# Global görünüm

## ABD ve Çin arasındaki ticaret savaşına kur savaşına da eklendi.

Ağustos ayında ABD ve Çin arasındaki ticaret görüşmeleri ile Birleşik Krallık'ın Avrupa Birliği'nden çıkış sürecini etkileyecek siyasi olaylar küresel risk iştahını olumsuz etkilerken, ABD Merkez Bankası (Fed) ve Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB) faiz indirim beklentilerini kuvvetlendiren sinyallerine rağmen küresel piyasalardaki temkinli duruşu değiştiremedi. G20 zirvesinin ardından ABD ve Çin arasında temmuz ayında yeniden başlayan ve halen devam eden ticaret görüşmelerine rağmen, ABD Çin'den yaptığı 300 milyar dolarlık ilave ithalata kademeli olarak eylül ve aralık aylarında vergi uygulama kararı aldı. Çin misilleme olarak, ABD'den yaptığı 75 milyar dolarlık ithalata eylül ayından itibaren tarife uygulayacağını ve aralık ayında yeni ürünlerin vergi kapsamına alınacağını açıkladı. Ayrıca kontrollü kur rejimi uygulanan Çin'de para birimindeki değer kaybının hızlandırılması iki ülke arasındaki ticaret savaşlarının küresel finansal piyasaları daha fazla etkileme potansiyeli olan bir boyuta taşındığını göstermesi açısından önemliydi.

Fed'in 25 baz puanlık faiz indirimine gittiği temmuz ayı toplantısına ait tutanaklar Fed üyeleri içinde faiz indirimiyle ilgili görüş ayrılıkları olduğunu yansıttı. Bazı üyeler büyümeye dair risklere karşı alınmış bir önlem olarak indirimi desteklerken, birkaç üyenin inatçı şekilde düşük kalan enflasyona karşı 25 yerine 50 baz puanlık indirimi tercih ettiği görüldü. Tutanaklarda

faizin sabit kalması görüşünde olan üyeler de vardı. Piyasa beklentileri Fed'in eylül ayında 25 baz puanlık bir indirim ve bir yıl içinde toplam 1 puanlık faiz indirimi yapacağı yönünde bulunuyor. Fed Başkanı Powell'ın Jackson Hole'daki önemli konuşması ise faiz politikası ile ilgili yeni bir sinyal vermedi. Powell ekonomik büyümeyi korumak için para politikasının uygun şekilde kullanılacağını yineledi. ECB'nin temmuz ayında faiz indirimine kapıyı açan ifade değişikliğine gittiği toplantısına ait tutanakları üyelerin genel olarak faizlerde ilave indirim konusunda fikir birliği içinde olduklarını gösterirken, potansiyel bir destekleme paketinin içeriğinin nasıl olacağı konusunda ayrılıklar olduğu gözlemlendi. Banka'nın eylül ayındaki toplantısında faiz indirimine gitmesi ve yeni bir varlık alım programı başlatması bekleniyor.

İngiltere'de Avrupa Birliği'nden çıkışın (Brexit) en önemli taraftarlarından olan Boris Johnson göreve gelmesinin hemen ardından parlamentonun 5 haftalığına tatil edilmesi yönünde talepte bulundu ve Kraliçe bu talebi onayladı. Parlamentonun tatil edilmesi Brexit'in anlaşmasız da olsa gerçekleşmesine olanak verebileceğinden, küresel ekonomi ve risk iştahı açısından olumsuz bir gelişmeydi. Bir yandan da, İtalya'da hükümetin yeniden kurulmasını gerektiren siyasi gelişmeler belirsizlikleri artırdı. Küresel büyümenin öncü göstergesi olarak takip edilen PMI verilerinin ön değerleri ise ağustos ayında da zayıflığın sürdüğünü gösterdi.



# Yurt içi piyasalar

## Küresel risk iştahındaki dalgalanma yurt içine olumsuz yansıdı.

Makroekonomik göstergeler küresel büyümede yavaşlamaya işaret etse de, resesyon ihtimalinin halen görece düşük olduğunu yansıttı. Diğer yandan, özellikle tahvil piyasasındaki değişimler yatırımcıların daha derin bir resesyon endişesi taşıdığını gösterdi. Japonya ve Euro Bölgesi'nde negatif faizlerin uzun bir süre daha devam edeceğine ve Fed'in faiz indirimlerinin sürecine ilişkin beklentiler küresel olarak negatif seviyede işlem gören tahvil stokunun 16 trilyon dolar ile toplam tahvil piyasasının yaklaşık %29'una ulaşmasına neden oldu. ABD'de ve İngiltere'de 10 yıllık devlet tahvili faizleri küresel 2009 krizinden bu yana ilk defa kısa vadeli tahvil faizlerinin altına sarktı. ABD ve Çin arasındaki ticaret savaşlarının derinleşmesi, Brexit süreci, Çin para birimindeki değer kaybı ve gevşetilmesi beklenen para politikası duruşlarının küresel büyümeye ne derece destek verebileceğine dair endişeler gelişen ülke piyasalarından portföy çıkışına neden oldu. Yurt içinde ise, enflasyondaki düşüş beklentileri sürdü ve ekonomide toparlanma sinyalleri gelmeye devam etti. Ayrıca, bütçe dengesine ve borçlanma ihtiyacına ilişkin endişeler azaldı. Merkez Bankası'nın başta faiz indirimi olmak üzere ekonomiyi destekleyici yönde aldığı tedbirler ise yurt dışında bozulan risk

algısıyla birleşince Türk lirası üzerinde bir miktar zayıflatıcı rol oynadı. Ağustosta Türk lirası dolar karşısında %4 değer kaybıyla JP Morgan gelişen ülkeler kur endeksine paralel hareket etti. BİST100 endeksi %5,3 geriledi, 10 yıllık tahvil faizi 80 baz puan artışla %16,3 seviyesine gelirken, 2 yıllık tahvil faizi 50 baz puan yükselerek %16,5 oldu.

Eylül ayında ABD, Euro Bölgesi ve Japonya'da merkez bankalarından beklenen gevşeme adımları takip edilecek. ABD-Çin ticaret görüşmeleri ve Brexit sürecine ek olarak kredi derecelendirme kuruluşları tarafından temerrüde düştüğü belirtilen Arjantin'in IMF ile görüşmeleri izlenecek. Yurt içinde de Merkez Bankası'nın faiz indirmesi bekleniyor. Ayrıca 2020-2022 yıllarını kapsayacak olan ekonomi programının hazırlıklarının ilerlemesi ve hatta kamuoyuyla paylaşılması söz konusu olabilir. Bu çerçevede konulacak büyüme hedefi, bütçe disiplini açısından yapılması beklenen yeni vergi düzenlemeleri, ülke tasarruflarının artırılmasına yönelik düzenlemeler takip edilecek. Eylül ayında %10'a yaklaşması beklenen enflasyon ise küresel risk iştahında bir bozulma yaşanmaması durumunda yurt içinde piyasalara destek olabilir ve özellikle kısa vadeli faizlerde düşüşün sürmesini sağlayabilir. Ancak, enflasyonun kasım ve aralık aylarında yeniden yükselmesi beklenmektedir.

## 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%	14,5%
Politika Faizi	7,50%	8,00%	8,00%	24,00%	16,00%
TCMB Ağırlıklı Fonlama Maliyeti	8,81%	8,30%	12,75%	24,00%	16,00%
Marjinal Gecelik Fonlama Faizi	10,75%	8,50%	12,75%	25,50%	17,50%
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)	2. Çeyrek	884,6	722,2
Büyüme Oranı (yıllık)	2. Çeyrek	5,6%	-1,5%
<b>ÜRETİM GÖSTERGELERİ</b>			
Sanayi Üretimi (12 aylık ortalama)	Haz	10,3%	-4,2%
Kapasite Kullanımı (mevsimsellikten arındırılmış)	Ağu	77,6%	76,2%
İşsizlik Oranı (mevsimsellikten arındırılmış)	May	10,6%	14,0%
<b>FİYAT GÖSTERGELERİ (yıllık)</b>			
TÜFE Enflasyonu	Ağu	17,9%	15,0%
ÜFE Enflasyonu	Ağu	32,1%	13,4%
Çekirdek Enflasyonu	Ağu	17,2%	13,6%
<b>BÜTÇE GÖSTERGELERİ (milyar TL)</b>			
Gelirler	Oca-Tem	415,4	496,4
Harcamalar	Oca-Tem	460,4	565,1
Faiz Dışı Denge	Oca-Tem	-3,0	-10,2
Bütçe Dengesi	Oca-Tem	-45,0	-68,7
<b>DIŞ DENGİ (milyar ABD Doları)</b>			
İhracat (12 aylık toplam)	Tem	163,2	170,6
İthalat (12 aylık toplam)	Tem	247,0	196,9
Dış Ticaret Dengesi (12 aylık toplam)	Tem	-83,8	-26,4
Cari İşlemler Dengesi (12 aylık toplam)	Haz	-57,1	0,5

## Aylık Bes

Emeklilik Fonu	Aylık Değişim (%) 31/07/2019 - 31/08/2019 (*)	Yılbaşından Beri Değişim (%) 31/12/2018 - 31/08/2019 (*)	Yıllık Değişim (%) 31/08/2018 - 31/08/2019*
Likit Fon (HEP)	1,56%	16,02%	25,40%
Kamu Borçlanma Standart Fonu (HEK)	-0,61%	13,27%	35,83%
Kamu Dış Borçlanma Fonu (HED)	3,28%	13,53%	6,11%
Esnek Fon (HEB)	-0,86%	18,46%	24,64%
Hisse Senedi Fonu (HES)	-5,72%	13,11%	16,34%
Katkı Fonu (HET)	-1,42%	13,59%	44,20%
Alternatif Esnek Fon (HEE)	0,03%	18,08%	21,31%
Alternatif Katkı Fonu (HER)	2,41%	15,02%	24,51%
Altın Fonu (HEA)	12,75%	31,24%	12,44%
Başlangıç Fonu (HEL)	1,55%	14,62%	23,09%
Başlangıç Katılım Fonu (HEG)	1,69%	13,73%	21,00%
Standart Fon (HEC)	2,47%	14,66%	23,81%
Katılım Standart Fon (HEI)	3,74%	15,49%	23,95%
OKS Atak Değişken Fon (AJP)	-2,20%	9,88%	16,22%
OKS Agresif Değişken (AJR)	-1,45%	15,27%	21,07%
OKS Temkinli Değişken (AJR)	0,61%	10,17%	10,83%
OKS Dengel Değişken (AJV)	0,41%	7,78%	8,53%
OKS Atak Katılım Değişken (AJY)	1,71%	22,34%	29,99%
OKS Agresif Katılım Değişken (AJZ)	-0,42%	18,75%	13,67%

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





**3 Eylül 2019**

# Türkiye ekonomisinde dipten toparlanma yaşanıyor

ABD ve Çin ticaret görüşmelerini devam ettirmek konusunda haziran ayı sonunda yapılan G20 toplantılarında uzlaşmaya vardığında iki ülke arasındaki anlaşmazlıkların kısa sürede çözülemeyeceği bilirse de, en azından yeni vergiler uygulanmayacağı, korumacı uygulamaların mevcut statüsünün ötesine bir süre geçmeyeceği varsayımları yapılmış ve küresel piyasalarda risk iştahı güçlenmişti. Ağustos ayında ise, yani bir ay gibi kısa bir süre sonra görüşmelerin istenen doğrultuda ilerlemediği gerekçesiyle ABD Başkanı sürpriz bir şekilde Çin'den yaptığı ilave 300 milyar dolarlık ithalata vergi uygulamaya başlayacağını duyurdu. Vergilerin bir kısmının eylül, bir kısmının ise aralık ayında uygulanması planlandı. Çin hükümeti ise 75 milyar dolarlık ABD ithalatına vergi uygulayarak misilleme yapmakla kalmadı, ticaret anlaşmazlıklarının başlamasından bu yana en fazla endişe edilen uygulama olan Çin para birimini değersizleştirme sürecini de başlattı. Ticaret yaptığı ülkelerin para birimlerinden oluşan bir sepet karşısında para birimini kontrollü bir şekilde belirleyen Çin yönetimi yuana bir ay gibi kısa bir sürede %4 değer kaybettirdi. Ayrıca Çin'de iç talebi destekleyici bazı gevşeme adımları atıldı. Ancak, tüm tedbirlere rağmen, reel büyümesi %6 civarında seyreden Çin ekonomisinin %5,5 civarına yavaşlayacağı beklentileri yaygınlaştı. Dünyanın ikinci büyük ekonomisindeki bu yavaşlamanın küresel büyüme üzerindeki doğrudan etkileri bir yana, belirsizliklerin artması nedeniyle küresel yatırım harcamaları üzerinde de baskının artabileceği endişeleri oluştu. Küresel büyümenin öncü göstergesi olarak izlenen PMI endeksleri uzun zamandır imalat sanayi ve hizmet sektöründe yavaşlamaya işaret etmekle birlikte, imalat sektöründeki zayıflık daralma bölgesine geçecek kadar belirgin yaşanmıştı. Bu durum imalat sektörünün yatırım harcamalarından etkilenmesi ve küresel ticaret savaşları ile Brexit gibi belirsizlikleri artıran gelişmelerin bu kanaldan kendini daha fazla hissettirmesinin bir yansımasıydı. Tüketim harcamaları ve tüketici güveninin daha korunaklı olmakla birlikte zayıflama eğiliminde olduğu gözlenmekteydi. Ağustos ayı PMI endekslerinin ön değerleri imalat sektöründeki yavaşlama eğiliminin derinleşmediğini göstermesi açısından sınırlı bir pozitif sinyal verse de, ticaret anlaşmazlıklarının yeniden artması ve Çin para birimindeki değer kaybının finansal piyasalarda yol açtığı riskten kaçış eğilimi nedeniyle resesyon endişeleri devam etti.

IMF'nin 2019 yılı için küresel büyüme tahmini olan %3,2 seviyesi son 10 yılın en düşük büyüme performansına işaret ederken, gelişmiş ülkelerde atılan gevşemeci para politikası adımlarının bu zayıflığı ne derece değiştirebileceği konusunda soru işaretleri arttı.

Ağustos ayında önemli merkez bankalarının para politikası toplantıları yapılmaya da faiz indirimi ve diğer yollarla yeni desteklerin açıklanabileceğine dair sinyaller geldi. Fed'in 25 baz puan faiz indirdiği temmuz ayı toplantısının özetlerinde bunun bir defalık bir indirim mi olduğu, yoksa peşi sıra faiz indirimleri mi planlandığı konusunda üyelerin görüş ayrılıkları dikkat çekti. Bazı üyeler enflasyonun %2 hedefinin altında takılı kalmasından dolayı faiz indirimlerinin daha fazla olması gerektiğini savunurken, bazı üyeler ise Fed Başkanı Powell'ın geçen ay yaptığı toplantıda verdiği mesajlar paralelinde faiz indiriminin büyümeye dair küresel riskler dikkate alınarak bir önlem olarak yapıldığı ve bir indirim döngüsüne girilmediğini düşünüyordu. Tutanaklar sonraki adımlara dair belirsizlik yaratsa da, Powell ağustos ayında Jackson Hole toplantısında ekonomik büyümeyi devam ettirecek şekilde kararlar alacaklarını söyleyerek faiz indirim beklentilerinin canlı kalmasını sağladı. Piyasa beklentileri 18 Eylül'de 25 baz puan daha indirim yapılması yönünde olurken, bir yıl içinde ise toplam 1 puanlık faiz indirimi öngörmeye devam etti. Avrupa Merkez Bankası ağustos ayında sözlü yönlendirmesinde yaptığı bir değişiklikte faiz indirimlerine kapıyı açmıştı. Bu toplantının tutanakları eylül ayında faiz indirimi yapılması konusunda bir görüş birliği olduğunu yansıttı, ancak varlık alım programının detaylarına dair henüz bir netlik okunmadı. Yatırımcılar 12 Eylül'de gerçekleşecek toplantıda hem faiz indirimi hem de yeni bir varlık alım programını içerecek şekilde bir destek planı açıklanmasını bekliyor. Küresel büyümenin zayıflamasında başat rol oynayan Avrupa'da Almanya'nın negatif büyüme sergilemesi, anlaşmasız bir Brexit ihtimalinin artması ve İtalya'da gündeme gelen siyasi belirsizlikler nedeniyle destek ihtiyacı bulunuyor. Ancak, Avrupa Çin ekonomisindeki yavaşlamadan en fazla etkilenen bölgeler arasında yer alıyor ve kısa sürede sadece para politikası desteğiyle anlamlı bir toparlanma sergilemesi pek beklenmiyor.



Sonuç olarak, temmuz ayında hem küresel risk iştahındaki canlanmanın desteğini arkasına alan, hem de yurt içini ilgilendiren makroekonomik göstergeler ve uluslararası ilişkilerde yaşanan iyileşmelerden olumlu etkilenen Türk varlıkları, ağustos ayında kazançlarının bir kısmını geri verdi. Ağustos'ta Türk lirası dolar karşısında %4 değer kaybıyla JP Morgan gelişen ülkeler kur endeksine paralel hareket etti. BİST100 endeksi %5,3 geriledi, 10 yıllık tahvil faizi 80 baz puan artışla %16,3 seviyesine gelirken, 2 yıllık tahvil faizi 50 baz puan yükselerek %16,5 oldu. Ayrıca yabancı yatırımcıların portföy yatırımlarından ağustos ayında çıkışlar yaşandı. Bu gelişme de, gelişen ülke piyasalarındaki çıkışlar düşünüldüğünde küresel eğilimlere paraleldi. Ancak, temmuz ayında döviz piyasası, tahvil piyasası ve hisse senedi piyasasında yaşanan olumlu performansa rağmen, yüksek seviyelerde katılık gösteren risk primi göstergesi CDS ağustos ayında bir miktar daha yükselerek, Türkiye'nin diğer gelişen ülkelerden olumsuz ayrıştığı bir alan oldu. Buradaki çekimserliğin gelecek aylarda enflasyondaki düşüş sürecinin belirginleşmesi ile belli düzeyde aşılması mümkün olabilir. Ancak, enflasyon ve cari açık alanlarındaki dengesizliklerin üstesinden son bir yılda ekonomide belirgin bir yavaşlama ile gelen Türkiye ekonomisinde yeniden büyümenin anlamlı bir şekilde güçlenmesi ve bu güçlenmeye rağmen enflasyon ve dış açıktaki iyileşmenin sürdürülmesi temel konular olarak durmaktadır. Bu soruların cevabının 2020'de alınması mümkün olmakla birlikte, bu yılın özellikle son çeyreğindeki performans da önemli olacaktır. Son bir ayda yayınlanan veriler 12 aylık birikimli olarak Türkiye ekonomisinin 2002'den beri ilk defa haziran ayında cari fazla verdiğini gösterirken, ağustos ayında yıllık TÜFE enflasyonu ise beklenenden hızlı bir düşüşle %16,7'den %15'e geriledi. Döviz kurlarındaki yükselişin enflasyondaki etkisi belirgin şekilde azalırken, zayıf iç talep, emtia fiyatlarının küresel olarak ılımlı seyretmesi ve gıda enflasyonunun aşırı yüksek seviyelerinden düşüşünü sürdürmesi bu tabloda etkili oldu. Eylül ayında enflasyonun baz etkisiyle %10'un dahi altına inme ihtimali ortaya çıktı. Bu çerçevede Merkez Bankası'nın faiz indirimlerine eylül ayında devam edeceği tahmin edilmektedir. Merkez Bankası faiz toplantısı gerçekleştirmediği ağustos ayında da büyümeyi destekleyici adımlara devam etti. Kredi büyümesini belli bir seviyenin üzerinde tutan bankaların zorunlu karşılık oranlarını düşüren ve bu karşılıklara Merkez Bankası'nın ödediği faiz oranını artıran Merkez Bankası, ayrıca temmuz ve ağustos aylarında Hazine'ye

aktardığı 41 milyar TL'lik ihtiyat akçesiyle likiditeyi destekleyici başka bir karar aldı.

Enflasyondaki düşüş ve bankaların fonlama maliyetlerindeki gerileme sayesinde, bankaların mevduat ve kredi faizlerinde de belirgin bir gevşeme yaşandı. Son iki ayda 1 aylık mevduat faizi 500 baz puanlık düşüşle %17 olurken, ticari kredi faizleri 700 baz puan gerileyerek %20 ve tüketici kredi faizi ortalaması 800 baz puan inerek %19,8 oldu. Buna rağmen, özellikle özel bankaların kredi büyümesinde fazla canlanma gözlenmedi. Bankacılık sistemindeki kredi stokunun yıldan yıla (kur etkisinden arındırılmış) büyümesi -%1 ile düşük kalmayı sürdürdü. Faizlerdeki düşüşün kademeli olarak kredi büyümesine etki ettiği bilindiğinden, gelecek aylarda kredi büyümesinin güçlenmesi mümkün görünmektedir. İkinci çeyrekte yıllık olarak %1,5 daralan reel ekonominin, son iki çeyrekte üst üste çeyreklik bazda pozitif büyüme kaydetmesi ise dipten dönüş yaşandığını gösterdi. Üçüncü çeyreğe dair anket bazlı güven endeksleri bu eğilimin sürdüğünü yansıttı. Ayrıca ara malı ithalatının güçlenmesi de üretimde hızlanmanın bir izdüşümüydü. Bu göstergeler ve finansal koşulların ilk yarıya göre gevşemeye devam edecek olması sayesinde ikinci yarıda yıldan yıla pozitif büyüme kaydedilmesi beklenebilir. Ancak, Türkiye'nin 1998'den beri ortalama büyüme seviyesi olan %4,6'ya kalıcı olarak dönülmesinin zaman alabileceği dikkate alınmalıdır. 2020-2022 yıllarını kapsayacak olan üç yıllık ekonomi programının eylül ayında yayınlanması beklenirken, bu planın ekonomide kısa vadede canlanma yerine sağlıklı ve sürdürülebilir bir büyümeyi önceliklendirmesi durumunda yatırım ortamını olumlu etkilemesi beklenebilir. Ayrıca planda 2020 yılında bütçe disiplini sağlamaya yönelik vergi politikaları ile ülke tasarruflarını artırıcı düzenlemeler de yakından izlenecektir. Ağustos itibarıyla %2,3 seviyesinde gerçekleşen 12 aylık birikimli merkezi yönetim bütçe açığının GSYH'ye oranı Merkez Bankası'nın kar transferi ve ihtiyat akçesi transferi gibi bir defalık gelirlerle bu yıl sınırlansa da, gelecek yıl için yüklü bir borç servisi takvimi ve yüksek bir bütçe açığı yükü riski bulunmakta ve tedbir ihtiyacı olduğunu göstermektedir. Bu ay yurt dışında ise ABD-Çin görüşmeleri, merkez bankası kararları kadar, İngiltere'nin yeni Başbakanı'nın daha keskin bir tavır sergilediği Avrupa Birliği'nden çıkış süreci ve temerrüde düşen Arjantin'in IMF ile görüşmeleri izlenecektir.

**Not:** Bu raporda yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum ve istatistiki şekil ve değerler hazırlandığı tarih itibarıyla mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan derlenerek hazırlanmıştır. Raporda sunulan görüş, bilgi ve veriler, yatırımcılara kendi oluşturacakları yatırım kararlarında yardımcı olmayı hedeflemekte olup, herhangi bir menkul kıymetin alım-satım teklifi ve/veya taahhüdü anlamına gelmemektedir. Yatırımcıların verecekleri yatırım kararları ile bu raporda sunulan görüş, bilgi ve veriler arasında bir bağlantı kurulamayacağı gibi, burada yer alan bilgi, değerlendirme, yorum ve istatistiki şekil ve değerlendirmelerin kullanımı sonucunda ortaya çıkacak doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan İş Portföy'ün ya da çalışanlarının herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır. Raporda yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere 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.