



# Fon Bülteni

MART 2020



# Makro Bakış

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)

## Ekonomide büyüme performansı beklentileri aştı, ancak yatırımlarda düşüş sürdü

GSYH yılın dördüncü çeyreğinde yıldan yıla %6,0 büyüme kaydederek %5 seviyesindeki beklentileri geride bıraktı. Bu güçlü büyüme performansında zayıf baz etkisi kadar, ana eğilimdeki momentum da etkili oldu. Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış GSYH'nin çeyreklik artışı %1,9 seviyesinde görece yüksekti. Ekonomi 2018'in son çeyreğinde yıllık olarak daralmaya başlamış, ardından üç çeyrek boyunca daralma bölgesinde kalmıştı. 2019 yılının üçüncü çeyreğinde ise %0,9 ile pozitif büyüme bölgesine yeniden geçilmişti. 2019 yılının tamamında büyüme oranı %0,9'a ulaşarak Eylül 2019'da açıklanan Yeni Ekonomi Programı'ndaki %0,5'lik resmi hedefi aştı. Ancak, yine de 2009'dan beri en zayıf performans oluştu. 2016, 2017 ve 2018 yıllarında %2,9, %7,5 ve %2,8 büyüme kaydedilmişti. 2019 yılının son çeyreğindeki yüksek büyüme oranına en yüksek katkı stok artışından ve tüketimden geldi. Büyümenin sürdürülebilirliği ve orta vadeli potansiyeli açısından daha kritik olan yatırım harcamalarında ise daralma devam etti. Ayrıca, canlanan iç talebin bir yansıması olarak ithalat artışı hız kazandı ve net dış talep büyümeye yeniden belirgin şekilde eksi yönde etki etti. Sektörlerin genelinde ise inşaat dışında tüm kategorilerde büyüme pozitif bölgede oluştu. 2020 yılının ilk çeyreğine bakıldığında büyümenin görece olumlu bir patikada ilerlediğine dair sinyaller alındı. Reel Sektör Güven Endeksi'nin ocak-şubat ortalaması 106,6 ile önceki çeyrek ortalaması olan 106,3'ü hafif geçerken, anket bazlı bir başka benzer göstergesi olan imalat sanayi PMI aynı dönemde 51,9'luk ortalamasıyla 2019 yılı son çeyreğindeki 49,3'ü aştı. MÜSİAD tarafından yayınlanan SAMEKS hizmet sektörü güven endeksinde ocak-şubat döneminde 0,5 puanlık düşüşle 50,9'a geri çekilme olsa da, seviye hala görece yüksekti. TÜİK ve Bloomberg tarafından yayınlanan tüketici güveni göstergelerinde ise ocak-şubat döneminde sınırlı bir gerileme oldu. Anket bazlı bu göstergelerin dışında, gerçekleşmiş reel göstergeler de görece yüksek bir büyüme eğiliminin sürdüğüne işaret etti. Enerji ve altın dışı ara malı ithalatındaki yıllık artış ocak-şubat döneminde %10 ile görece yüksek seyretti. Kur etkisinden arındırılmış yıldan yıla kredi büyümesi ise 2019 yılı sonundaki %10,4'ten şubat ayı itibarıyla %13,7'ye ulaşarak büyümenin olumlu seyrini teyid etti.

İç talep önderliğinde canlanan ekonomik aktivite beraberinde dış açığa genişlemeye sebep oldu. 2018 yılının Ağustos ayından başlayarak 2019 yılının büyük kısmında pozitif bölgede seyreden cari denge, 2019 yılı Kasım ayı itibarıyla yeniden eksi bölgeye kalıcı

olarak döndü. Ocak ve şubat ayı dış ticaret verileri, 2019 yılının tamamında 1,7 milyar dolarlık cari fazla oluşturmayı başaran Türkiye ekonomisinin cari denge açısından bir zayıflama sürecine girdiğini gösterdi. Dış açık finansmanına ek olarak, yurt içinde tasarrufların döviz mevduatı, altın mevduatı ya da eurobond gibi araçlara kayması ve yurt dışı fonların portföy çıkışına yönelmeleri ocak-şubat döneminde döviz talebini artıran gelişmelerdi. Merkez Bankası'nın brüt döviz rezervleri 2019 yılı sonundaki 106 milyar dolardan şubat ayında 101 milyar dolara geriledi. İç talepteki hızlı toparlanma aynı zamanda enflasyondaki düşüşü zorlaştırma ihtimali açısından da yakından izlendi. Şubat ayında TÜFE aylık %0,35 artışla beklentinin altında kalsa da, yıllık enflasyon ocak ayındaki %12,15'ten %12,37'ye yükseldi ve Ağustos 2019'dan beri en yüksek değerine ulaştı. Çekirdek C (gıda, altın, enerji, alkollü içecekler ve tütün hariç TÜFE) yıllık enflasyonu %9,9'dan %10'a, enflasyon temel eğilimi açısından önemli olan yıllık hizmet enflasyonu %12,2'den %12,5'e yükseldi. Enflasyonda kalıcı ve anlamlı bir düşüş yakalanabilmesi için hizmet enflasyonundaki seyrin yumuşaması önemli olacaktır.

Enflasyonda kasım ayından bu yana devam eden yükselişe karşın, beklenen enflasyona odaklanan Merkez Bankası faiz indirimlerine devam etti. Şubat ayında 50 baz puanlık indirimle politika faizini %10,75'e çeken Merkez Bankası böylece, bu yıl 125 baz puan, parasal gevşemenin başladığı Temmuz 2019'dan bu yana ise 13,25 puan indirim yapmış oldu. Politika faizinin düşmesine karşın, Türk lirası likiditesindeki sıkılık şubat ayında piyasada faizlerin yükselmesine neden oldu. Merkez Bankası'nın bankalara swap işlemleriyle sağladığı TL likidite imkanı için limit düzenlemesini değiştirmesi rahatlatıcı bir adım oldu. Hazine'nin iç borçlanması hedeflediğinin üzerinde seyretmekle birlikte, döviz cinsi veya altın cinsi alternatif borçlanma enstrümanlarının da kullanması yurt içinde tahvil piyasasında piyasa koşullarının dışında kamu finansmanı kaynaklı bir baskı oluşmasını engelledi. Bir yandan da, bütçe performansı ekonomideki canlanmadan olumlu etkilendi. 12 aylık merkezi yönetim bütçe açığının GSYH'ye oranı 2019 yılı bitimindeki %2,9'dan ocak ayında %2,4'e geriledi. Şubat ayına dair yapılan ilk hesaplamalar bu olumlu seyrin devam edeceğini gösterdi. Vergi gelirlerindeki artış kadar, harcamalarda frene basılması da bu sonuçta rol oynadı.



# Global Görünüm

## Resesyon endişeleri Fed'i harekete geçirdi

Çin kaynaklı virüs salgını beklenenden daha yüksek bir hızda yayılırken, Çin ekonomisinden gelen ilk sinyaller belirgin bir daralma yaşandığına işaret etti. Küresel büyümenin öncü göstergesi olarak takip edilen PMI (satın alma yöneticileri endeksi) verileri Çin dışında Japonya'da da sert düşerken, ABD'de de gerileme beklenenden belirgindi. Euro Bölgesi'nde ise sürpriz bir yükseliş yaşandı, ancak burada da gecikmeli olarak mart ayında negatif etkiler oluşabileceği tahmin edildi. Çin yönetimi faiz indirimi ve likidite enjeksiyonu gibi parasal ve mali politika destekleri açıklayarak ekonomide oluşan hasarı frenlemeye çalışırken, mart ayı içerisinde hastalığın Çin'de kontrol altına alınmaya başladığına dair işaret gelmeye başladı. Dünya Bankası ve IMF mart ayında ortaklaşa bir bildiri yayınlayarak, virüs salgını nedeniyle oluşabilecek insani ve ekonomik zorlukları aşmalarına yardım etmek için ülkelere sunulmak üzere ellerinde bulunan "acil fonlama imkanı" ve yeni bir finansman anlaşması gibi alternatif imkanları hatırlattılar.

Diğer yandan, yakın bir zamana kadar Çin ekonomisindeki aksaklıkların küresel tedarik zincirinde oluşturacağı hasar nedeniyle dolaylı olarak etkilenmesi beklenen bir çok gelişmiş ülkeye de hastalığın sıçramaya başlaması bu ekonomilerin farklı risklere maruz kalabileceğini gösterdi. Küresel ekonominin resesyona girme ihtimalini ortaya çıkaran bu tabloya karşı başta Fed olmak üzere gelişmiş ülke merkez bankalarının parasal gevşeme tedbirlerini devreye sokacakları beklentisi kuvvetlendi. Nitekim, Fed mart ayı başında olağan toplantı tarihini beklemeden acil bir toplantıyla faizi 50 baz puan indirdi. Kararın Fed üyelerinin oy birliğiyle alındığı belirtilirken, gelişmelere bağlı olarak daha fazla tedbir alınabileceği mesajı verildi. Piyasa beklentileri de Fed'in faiz indirimlerinin ilerleyen aylarda devam edebileceği yönünde şekillendi. Japonya Merkez Bankası ise likidite desteğini artırdığını açıkladı. Mart ayında Avrupa Merkez Bankası'nın da faiz indirimine gideceği yönünde tahminler oluştu.

2019 yılının ocak-şubat döneminde gelişen ülkelere yönelik portföy akımları 50 milyar dolara yaklaşmışken, bu yıl 17 milyar dolar gibi sınırlı bir rakam oluştu ve son haftalarda eğilim çıkışa döndü.



# Yurt İçi Piyasalar

## Jeopolitik gelişmeler ve küresel risk algısındaki bozulma piyasaları zayıflattı

Küresel olarak riskten kaçış eğiliminin olduğu dönemlerin tipik özellikleri şubat ayında da gözlemlendi. ABD'de tahvil faizleri rekor düşük düzeylere geriledi. 2019 yılını %1,9 seviyesinde tamamlayan ABD 10 yıllık tahvil faizi şubat ayında %1,1'e kadar geriledi. ABD'de S&P hisse senedi endeksi %9 kayıp verdi. Yurt içi piyasalarda ise yönü küresel risk iştahındaki zayıflama ve jeopolitik gelişmeler belirledi. Türk lirası dolar karşısında %4 civarında değer kaybederken, BİST 100 Endeksi %11 geriledi. Dolar bazındaki MSCI gelişen ülke hisse senedi endeksinde %5'le sınırlı kalan kaybın, MSCI Türkiye hisse senedi endeksinde %15'e ulaşması Türkiye özelinde daha olumsuz bir performans oluştuğunu gösterdi. Türkiye'nin risk primi göstergeleri şubat ayında yükselirken, döviz kurlarındaki yükseliş ve risk primindeki bozulma paralelinde ocak ayı sonunda %10'un altına kadar gerileyen 2 yıllık tahvil faizi şubat ayında %12,1'e yükseldi. Şubat ayında yabancı yatırımcıların portföy kanalıyla çıkışlarını artırmaları ve yurt içi yerleşiklerin dövize yönelmeleri de piyasalardaki zayıflığı belirginleştirdi.

Gelişmiş ülke merkez bankalarının gevşeme yönünde adım atarak virüs salgının ekonomiye vereceği zararı hafifletmeye çalışmaları risk iştahı açısından olumlu olabilir. Ancak, Çin'deki üretim aksaklıklarının tedarik zincirini bozması nedeniyle bir arz şoku olarak da gelişen bu olayların, faiz indirimi gibi talebi destekleyecek tedbirlerle aşılmasının kolay olmayacağı değerlendirilmektedir. Bu kapsamda da, hastalığın Çin dışındaki ülkelere yayılması kontrol altına alınmadan büyüme görünümünden etkilenen hisse senedi piyasalarında temkinli bir yaklaşım görülebilir. Diğer yandan, Fed'in faiz indirimiyle doların zayıflaması ve küresel faiz seviyelerinin düşük kalması gelişen ülkeler açısından olumlu bir gelişme olarak görülebilir. Yurt içinde Merkez Bankası'nın faiz indirimine devam edip etmeyeceği konusunda da risk priminde geri çekilme ve döviz kurlarındaki oynaklığın düşmesi belirleyici olabilir.

## Makroekonomik Göstergeler

Büyüme	Dönemi	2018	2019	2020
GSYİH (yıllık birikimli, milyar ABD doları)	4. Çeyrek	789,0	753,7	-
Büyüme Oranı (yıllık)	4. Çeyrek	-2,8%	6,0%	-
Üretim Göstergeleri	Dönemi	2018	2019	2020
Sanayi Üretimi (12 aylık ortalama)	Ara	1,1%	-0,6%	-
Kapasite Kullanımı (mevsimsellikten arındırılmış)	Şub	78,8%	74,1%	76,6%
İşsizlik Oranı (mevsimsellikten arındırılmış)	Kas	12,3%	13,2%	
Fiyat Göstergeleri (yıllık)	Dönemi	2018	2019	2020
TÜFE Enflasyonu	Şub	10,3%	19,7%	12,4%
ÜFE Enflasyonu	Şub	13,7%	29,6%	9,3%
Çekirdek Enflasyon	Şub	11,9%	18,1%	10,0%
Bütçe Göstergeleri (milyar TL)	Dönemi	2018	2018	2020
Gelirler	Oca	58,2	97,0	122,2
Harcamalar	Oca	56,5	91,9	100,7
Faiz Dışı Denge	Oca	7,7	12,4	34,2
Bütçe Dengesi	Oca	1,7	5,1	21,5
Dış Denge (milyar ABD Doları)	Dönemi	2018	2019	
İhracat (12 aylık toplam)	Oca	158,2	168,7	173,1
İthalat (12 aylık toplam)	Oca	239,7	217,2	206,2
Dış Ticaret Dengesi (12 aylık toplam)	Oca	-81,6	-48,5	-33,1
Cari İşlemler Dengesi (12 aylık toplam)	Ara	-28,3	1,7	-



# Yurt İçi Piyasalar

## Makroekonomik Göstergeler

	2016	2017	2018	2019	2020T
GSYİH (milyar TL)	2,609	3,105	3,724	4,280	4,314
GSYİH (milyar ABD Doları)	865	853	789	754	796
Büyüme Oranı	3,2%	7,5%	2,8%	0,9%	4,0%
TÜFE Enflasyonu (yıllık)	8,5%	11,9%	20,3%	11,8%	9,6%
İhracat (milyar ABD Doları)	142,5	157,0	167,9	171,5	178,4
İthalat (milyar ABD Doları)	-198,6	-233,8	-223,0	-202,7	-229,8
Dış Ticaret Dengesi (milyar ABD Doları)	-56,1	-76,8	-55,1	-31,2	-51,4
Cari İşlemler Dengesi (milyar ABD Doları)	-31,5	-46,6	-28,3	1,7	-13,8
Cari İşlemler Dengesi /GSYH	-3,6%	-5,5%	-3,6%	0,2%	-1,7%
Faiz (Gösterge, bileşik, yıl sonu)	10,6%	13,4%	19,7%	11,4%	10,0%
Politika Faizi	8,00%	8,00%	24,00%	12,00%	10,00%
TCMB Ağırlıklı Fonlama Maliyeti	8,30%	12,75%	24,00%	11,43%	9,70%
Marjinal Gecelik Fonlama Faizi	8,50%	12,75%	25,50%	13,50%	11,50%
BİST-100	78,138	115,333	91,270	114,425	125,000
ABD Doları / TL (Ortalama)	3,0164	3,6500	4,8100	5,6700	6,18
ABD Doları / TL (Yıl sonu)	3,5294	3,7719	5,2600	5,9400	6,36
Kur sepeti (0,5 USD + 0,5 EUR) (Yıl sonu)	3,6104	4,1437	5,6400	6,2950	6,77
Euro / ABD Doları (Yıl Sonu)	1,05	1,20	1,14	1,12	1,13

T: İş Portföy Yönetimi A.Ş. tahminleridir.

Emeklilik Fonu	Aylık Değişim (%)	Yılbaşından Beri Değişim (%)	Yıllık Değişim (%)
	31/01/2020 - 29/02/2020 (*)	31/12/2019 - 29/02/2020 (*)	28/02/2019 - 29/02/2020 (*)
Para Piyasası Fon (HEP)	0,65%	1,58%	19,08%
Kamu Borçlanma Standart Fonu (HEK)	-4,57%	-1,33%	19,91%
Kamu Dış Borçlanma Fonu (HED)	-1,51%	3,32%	24,58%
Değişken Fon (HEB)	-4,69%	-1,83%	20,31%
Hisse Fonu (HES)	-10,64%	-6,63%	7,65%
Katkı Fonu (HET)	-8,93%	-2,59%	22,98%
Katılım Değişken Fon (HEE)	-0,89%	3,02%	36,39%
Katılım Katkı Fonu (HER)	-0,96%	1,77%	24,92%
Altın Katılım Fonu (HEA)	7,19%	11,94%	43,01%
Başlangıç Fonu (HEL)	0,63%	1,54%	17,69%
Başlangıç Katılım Fonu (HEG)	0,57%	1,36%	16,57%
Standart Fon (HEC)	-2,02%	-0,49%	16,23%
Katılım Standart Fon (HEI)	-0,39%	1,30%	21,58%
OKS Atak Değişken Fon (AJP)	-4,55%	-2,29%	8,10%
OKS Agresif Değişken (AJR)	-7,05%	-3,15%	15,80%
OKS Temkinli Değişken (AJR)	-0,17%	0,97%	14,42%
OKS Dengel Değişken (AJV)	-2,45%	-0,86%	10,55%
OKS Atak Katılım Değişken (AJY)	-1,29%	3,34%	36,91%
OKS Agresif Katılım Değişken (AJZ)	-1,09%	5,13%	39,95

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

Not: Bu raporda yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum ve istatistikî şekil ve değerler hazırladığı 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.



# 3 Mart 2020

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@axasisgorta.com.tr](mailto:emeklilik@axasisgorta.com.tr)

## Fed virüse ilaç olur mu?

2020 yılı tahminleri oluşturulurken, küresel olarak büyük bir negatif şok yaşanmadığı, yurt içini ilgilendiren jeopolitik gelişmelerde olumsuz bir gidişat olmadığı durumda ve ekonomide aşırı ısınmaya sebep olabilecek tarzda hızlı bir büyüme eğilimine girilmediği durumda, yurt içinde enflasyonda düşüşün mümkün olduğu, döviz kuru istikrarının sağlanabildiği ve dış dengede istikrarsızlık yaratacak boyutta bir açılma olmayacağı yönünde bir baz senaryo oluşturulmuştu. Ancak, henüz yılın ilk aylarından itibaren bu temel varsayımlarda önemli sapmalar yaşandı. Yıla ABD ve Çin arasındaki ticaret anlaşması sayesinde pozitif beklentilerle başlanmasına karşın, önce ABD ve İran arasında yaşanan gerginlikler ve sonrasında ocak ayının sonlarına doğru boyutları endişe yaratmaya başlayan Çin kaynaklı yeni bir virüs salgını, küresel risk iştahının zayıflamasına sebep oldu. Yurt içinde hem bu küresel şok kaynaklı olarak hem de jeopolitik gelişmelere bağlı olarak risk algısının bozulması yatırım tercihlerinin dövizden yana kullanılmasına neden olarak, döviz kuru istikrarının tesis edilmesini zorlaştırdı. Yurt içi yerleşiklerin döviz ve altın cinsinden yatırımlarında ocak-şubat döneminde fiyat etkisinden arındırılmış olarak 7 milyar dolar civarında artış hesaplanırken, yabancı yatırımcıların portföy kanalıyla aynı dönemde 8 milyar doları aşan çıkışları olduğu gözlemlendi. Ayrıca, ekonominin beklenenden daha hızlı büyüme patikasına girmesiyle birlikte dış ticaret açığındaki genişleme belirginleşti ve ilave bir döviz talebi yarattı. Buna karşın, 2019 yılından biraz daha farklı olarak Merkez Bankası'nın faizi enflasyon seviyesinin altına indirmesi, tasarrufların Türk lirası cinsinden muhafaza edilmesine noktasında destekleyici değildi. Sonuç olarak, yurt içi ve yurt dışı kaynaklı olarak, şubat ayında piyasalarda kayıplar oluştu. Türk lirası dolar karşısında %4 civarında değer kaybederken, BİST 100 Endeksi %11 düştü ve 2 yıllık tahvil faizi 2 puan kadar yükseldi.

Çin'de virüsün beklenenden hızlı bir şekilde yayılması üretim tesislerinin uzun süreler kapalı kalmasına, çalışanların işe ara vermesine sebep olurken, yakıt tüketimi ya da limanlardaki ticari gemi aktivitesi gibi büyümeye dair hızlı bir şekilde sinyal alınabilen göstergeler ekonominin birinci çeyrekte daralacağına işaret etti. Bununla birlikte, Çin yönetimi parasal ve mali teşvikleri hızla hayata geçirerek ekonomik hasarı sınırlamaya çalıştı. Mart ayına yaklaşıldığında Çin'de virüsten etkilenen yeni vaka sayısının azalması hastalığın kontrol altına alınmaya başladığına dair ümit verici bir gelişmeydi. Buna karşın, yakın zamana kadar Çin'de üretimin

akşamı nedeniyle dolaylı olarak negatif etkilenmesi beklenen Batı ülkelerinde de virüsün yayılmaya başlaması, hastalığa bağlı olarak küresel ekonominin tamamında doğrudan etkiler yaşanabileceği endişelerini güçlendirdi. Resesyon ihtimalini artıran bu tablo Fed'i harekete geçirdi ve 18 Mart'taki olağan toplantısını beklemeyen Fed acil bir toplantıyla 3 Mart'ta 50 baz puan faiz indirimi açıkladı. Bunun öncesinde ise Japonya Merkez Bankası bazı likidite tedbirleri açıkladı. Piyasa beklentileri Fed'in daha fazla indirim yapacağını yansıtırken, Avrupa Merkez Bankası'nın da mart ayında faiz indirimine gideceği tahminleri yapıldı. Küresel büyümenin öncü göstergesi olarak izlenen PMI (satın alma yöneticileri endeksi) şubat ayında Çin'de sert düşerken, Japonya'daki gerileme de belirgin oldu. ABD'de nispeten daha sınırlı bir düşüş ve Euro Bölgesi'nde ise hafif yükseliş yaşandı. Ancak, bu endeksin şubat ayındaki değerlerinin hastalığın ekonomiye etkilerini tam olarak yansımadığı görüşünden hareketle, endeksin endişeleri hafifletmesi mümkün olmadı.

Gelişen ülkelere yönelik portföy akımları incelendiğinde, şubat ayı itibarıyla oluşan girişlerin 16 milyar dolar ile sınırlı kaldığı ve son beş yılın en zayıf performanslarından birinin oluştuğu gözlemlendi. ABD'de 10 yıllık tahvil faizi %1,1 ile tarihi düşük seviyesine inerken, S&P'de şubat ayında kayıplar 10'a yaklaştı. Yurt içinde de benzer bir eğilim izlendi. Ancak, MSCI gelişen ülkeler hisse senedi piyasası ile kıyaslandığında Borsa İstanbul'da dolar bazında kayıplar daha belirgin oldu. Enflasyonun yükselişe geçmesi, döviz talebinin hızlanmasına karşın Merkez Bankası'nın faiz indirimini ölçülü de olsa sürdürmesi ve bunlar yaşanırken, Merkez Bankası rezervlerinin düşüşe geçmesi yurt içinde yatırım ortamının biraz daha fazla etkilenmesinin sebepleri arasındaydı. Merkez Bankası'nın brüt rezervleri yıla başlarken 106 milyar dolarken, şubat ayı içerisinde 100 milyar dolar civarına kadar geriledi. Ancak, Hazine'nin yurt içinde ve yurt dışında yaptığı döviz ve altın cinsi borçlanmaların yanında, Merkez Bankası'nın bankalarla yaptığı döviz swap işlemlerini artırması brüt rezervlerdeki düşüşü sınırlayan, hatta şubat ayı sonlarına doğru rezervlerin yeniden artışa geçmesini sağlayan unsurlardı. Yıllık TÜFE enflasyonu ocak ayındaki %12,15'ten şubat ayında %12,37'ye yükseldi. Hizmet enflasyonunda yüksek seviyelerdeki katılık önümüzdeki dönemde enflasyonu düşürme konusundaki en önemli zorluk olarak belirdi. Merkez Bankası'nın enflasyon patikasına ilişkin tahmini ikinci çeyrekte sınırlı bir düşüş ve sonrasında ikinci yarıda enflasyonda çok daha belirgin bir düşüşle %8,2 seviyesine gelineceği yönünde olurken, Merkez



# 3 Mart 2020

Bankası Beklenti Anketi'nde piyasanın ortalama tahmini 12 ay sonra enflasyonun %9,6'ya kadar gerileyeceği yönündeydi.

Merkez Bankası ileriye yönelik enflasyon beklentilerine odaklanarak, politika faizini şubat ayında 50 baz puan indirerek %10,75'e çekti. Ancak, piyasa faizleri bu indirimi yansıtmadı. Türk lirası likiditesinin daha sıkışık bir dönem geçirmesiyle para piyasası faizleri ve tahvil faizleri yükselişe geçti. Hazine yurt içinde borçlanma hedeflerini ocak ve şubat aylarında belirgin şekilde aşsa da, altın ve döviz cinsi borçlanmanın tercih edilmesi sayesinde bu kanaldan yurt içi tahvil piyasasında ilave bir baskı oluşmadı. Bütçenin ocak ayında iyileştiği görülürken, şubat ayında da benzer durumun devam etmesi sayesinde Hazine'nin nakit kasası yüksek seyretti. GSYH'nin yıldan yıla büyüme oranının 2019'un son çeyreğinde %6 gibi yüksek bir seviyeye çıkması ve ilk çeyrekte de büyümenin güçlü seyrettiğini gösteren işaretlerin sürmesi bütçedeki olumlu performansın kısmi izahatını yaparken, harcamalarda frene basılmış olması da mali disipline dair olumlu bir gelişme olarak değerlendirilebilmektedir. Vergi gelirlerindeki olumlu performansın sürmesi beklenmekle birlikte, zaman zaman ötelenme ve yıl içinde kaymalar görülen harcama gidişatının yakından izlenmesi gerekmektedir.

Önümüzdeki dönemde, yurt dışında korona virüs salgınının kontrol altına alınıp alınmadığına dair göstergeler önemli olacaktır. Gelişmiş ülke merkez bankalarının alacakları faiz indirim kararları risk iştahı açısından destekleyici olmakla birlikte, küresel büyüme üzerinde oluşabilecek baskının faiz indirimleriyle atlatılması kolay görünmemektedir ve bu da büyüme performansına hassasiyeti olan hisse senedi gibi piyasalar açısından temkinli bir zemin oluşturmaktadır. Ayrıca, faiz indirimleri konusunda acele davranılması hastalığın ekonomiye verdiği hasarın tahmin edilenin ötesine ulaştığı izlenimi uyandırarak endişe boyutunu artırmaktadır. Diğer yandan, Fed'in ve potansiyel olarak diğer merkez bankalarının indirimleri gelişen ülkeler açısından destekleyici ve gelişen ülke para birimlerine kayıplarını telafi fırsatı sunabilecektir. Yurt içinde de Merkez Bankası'nın faiz indirim alanı son dönemde daralmış olsa da, döviz kurlarının seyrine ve piyasalardaki faiz gelişmelerine bağlı olarak daha fazla gevşeme alanı oluşup oluşmayacağı izlenmesi gerekecektir. Yurt içinde ayrıca görece negatif performansın telafi edilebilmesi için jeopolitik gelişmeler de 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.