



# Fon Bülteni

NİSAN 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

## Büyüme dinamiklerinde görece iyileşme kaydedildi.

2018 yılının son çeyreğinde yıldan yıla %3 daralan Türkiye ekonomisi, 2009 yılının üçüncü çeyreğinden bu yana ilk defa yıllık bazda negatif değişim kaydetti. Büyümeye hane halkı tüketiminin negatif etkisi 5,4 puan, toplam sabit sermaye yatırımlarındaki düşüşün negatif etkisi ise 3,9 puan oldu. Kamunun tüketim harcamaları büyümeye 0,1 puanlık sınırlı bir katkı yaptı. İç talepteki bu olumsuz tabloya rağmen, net dış talebin 8,9 puanlık pozitif katkısı sayesinde ekonomide toplam daralma sınırlandı. Stoklardaki düşüş ise büyümeyi 2,2 puan aşağı çekti. 2018 yılının tamamına bakıldığında, %2,6'lık büyüme kaydedilirken, 2009'daki %4,7'lik daralmanın ardından en zayıf performans oluştu. 2016 yılında %3,2 ve 2017 yılında %7,4 büyüme kaydedilmişti. Mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış GSYH 2018'in son çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre %2,4 daralarak, üçüncü çeyrekte kaydedilen %1,6'lık düşüşün derinleştiğini gösterdi. Diğer yandan, 2019 yılının ilk çeyreğine ilişkin öncü göstergeler daralmanın devam ettiğine ancak göreceli olarak şiddetinin azaldığına işaret etti. Sanayi üretimi ocak ayında yıldan yıla %7,3 daralmakla birlikte, mevsimsellikten arındırılmış olarak bakıldığında aydan aya %1 yükseldi. Üretim için önemli bir gösterge olan altın ve enerji hariç ara malı ithalatı şubat ayında yıldan yıla %13,2 gerilemekle birlikte, önceki aylarda kaydedilen düşüş yarı yarıya hız kesti. Mevsimsellikten arındırılmış Reel Sektör Güven Endeksi mart ayında önceki aya göre 2,4 puanlık yükselişle 99,3 olurken, geçen yılın son çeyreğinde aldığı ortalama 95,2 değerinden bu yılın ilk çeyreğinde 97,2'ye yükseldi ve reel sektör güveninde toparlanmayı yansıttı. Mevsimsellikten arındırılmış kapasite kullanım oranı ise mart ayında önceki aya göre 0,6 puanlık yükselişle %74,7 oldu ve son zamanların dip seviyesinden yaşadığı toparlanmayı sürdürdü. Kapasite kullanımında geçen yılın son çeyreğinde ortalama %74,2 seviyesinden ilk çeyrekte %74,4'e doğru sınırlı bir yükseliş görüldü. TÜİK Tüketici Güven Endeksi ise mart ayında aylık bazda %2,9 yükseldi ve 59,4 seviyesinde oluştu, ancak geçen yılın son çeyreğindeki 58,8'lik ortalamasından bu yılın ilk çeyreğinde 58,5'e düşerek tüketim tarafında hala zayıflığın sürdüğünü gösterdi.

Ekonomide son dönemde görece toparlanmayı sağlayan unsurlar kamu harcamalarındaki hızlanma, makro ihtiyati politikaların destekleyici rolü ve faiz ile kur seviyelerindeki düşüş olarak özetlenebilir. Merkezi yönetim bütçesinde faiz dışı giderler ocak ve şubat aylarında sırasıyla %68 ve %23 artarken, 12 aylık birikimli bütçe açığının GSYH'ye oranı 2018 yılı sonundaki %1,9'dan %2,2'ye açıldı. Merkez Bankası'nın normalde nisan ayında Hazine hesaplarına aktarılması beklenen 33 milyar TL'lik kar transferinin öne çekilmesine rağmen bütçe açığında bu bozulmanın yaşanmasında sermaye giderlerindeki hızlanmanın rolü olduğu kadar, sosyal güvenlik ve sağlık giderleri, tarım destekleri ve KİT'lere verilen borçlar gibi gider artışları da etkiliydi. Kamunun ekonomiyi destekleyici yöndeki adımlarının bir diğer kanalı da kredi büyümesiydi. KOBİ'lere uygun şartlarda kredi verilmesini temin etmek üzere özel bankaların da katılımıyla bu yılbaşından beri toplam 45 milyar TL'lik bir imkân açıklanırken, kamu bankaları kredi portföylerini uygun faiz koşullarıyla hızlandırdılar. Kamu bankalarının TL cinsi kredileri 2018 sonunda 591 milyar TL olurken, 2019 yılı mart ayı itibarıyla bu rakam 633 milyar TL'ye yükseldi. Finansal koşullardaki gevşemenin bir yansıması olarak, 2018

sonuna kıyasla ticari ve tüketici kredi faizleri sırasıyla 7 puanlık düşüşle %20 seviyesine ve 9 puanlık düşüşle %22 seviyesine geriledi.

Enflasyonda da görece olumlu bir tablo vardı. Mart ayında yıllık TÜFE enflasyonu önceki aya göre fazla değişmeyerek %19,7 oldu. Ancak, altın, enerji, gıda, alkollü içecekler ve tütünü dışlayan çekirdek TÜFE enflasyonu %18,1'den %17,5'e geriledi. Zayıf talep koşullarının fiyat artışlarını sınırlaması ve kurdan geçişkenliğin azalması olumlu detaylardı. Fiyatlama davranışları açısından takip ettiğimiz hizmet enflasyonu ise %15,2 ile görece yüksek seyrini korudu. Normalde 31 Mart'ta süresi dolacak olan beyaz eşya, mobilya ve otomotivdeki vergi indirimlerinin yıl ortasına uzatılması enflasyonda nisan ayında oluşması beklenen 1 puanlık yükseliş de böylece temmuz ayına kaldı. Yıllık enflasyonda birkaç ay yatay bir seyir ardından da düşüşün yılın ikinci yarısında belirginleşeceği beklenmeye devam ediyor. Ayrıca, son aylarda enflasyonun ana eğiliminde beklenenden daha olumlu seyir oluşması, elektrik ve doğalgaz fiyatlarında zam yapılmaması gibi gelişmeler sene sonunda enflasyonun %15 seviyesinin de altında kalma ihtimali ortaya çıkarmaktadır. Gıda enflasyonunun alınan önlemlere rağmen %29,8 gibi yüksek bir seviyede katkılı göstermesi ise en önemli risktir. Fiyatlama davranışlarına dair riskler enflasyon beklentilerinin temkinli seyretmesinde etkili oldu. Bu çerçevede Merkez Bankası 6 Mart toplantısında politika faizini %24 seviyesinde sabit tutmakla kalmadı, aynı zamanda gerekirse ilave sıkılaştırma yapabileceklerini belirterek enflasyondaki düşüşe rağmen henüz bir faiz indirimi gelmeyeceğinin sinyalini verdi. Ayrıca, mart ayının son haftasında döviz kurlarında yaşanan oynaklık karşısında Merkez Bankası likidite yönetimini kullanarak politika faizinin geçici olarak %25,5 seviyesine kadar yükselmesini sağladı.

Bu yıl Hazine'nin iç borçlanma stratejisinde döviz ve altın cinsi ihraçlara yönelmesi ve uluslararası piyasalarda yapılan eurobond ihraçlarının hızlanması, Merkez Bankası'nın net uluslararası rezervlerinde yükselişte etkiliydi. Yılbaşından 1 Mart'a kadar geçen dönemde net rezervler 5 milyar dolar artarak 35 milyar dolara ulaşırken, sonrasında üç hafta içinde 26,1 milyar dolara kadar geriledi. Rezervlerde son dönemdeki bu hızlı düşüş mart ayında seçimler öncesinde piyasalarda oynaklığa sebep oldu. Ancak, Merkez Bankası'nın bankalarla vadeli döviz işlemi gerçekleştirdiği alternatif araçlarıyla ilgili aldığı aksiyonlar rezervlerin artmasına yönelik tedbirlerdi ve 29 Mart haftasında net rezervlerin yeniden yükselmesini mümkün kıldı. Ocak ayında 0,8 milyar dolarlık sınırlı bir cari açık kaydedilmesine karşın, kredi geri ödemeleri, kaynağı belirsiz para çıkışları ve rezerv birikimi sebebiyle 8,3 milyar dolarlık belirgin bir finansman ihtiyacı oluştu. Portföy girişleri, doğrudan yatırımlar ve ticaret finansmanı kredileri yurt dışından sermaye akışının sürmesini sağladı. 12 aylık birikimli cari açık 21,6 milyar dolara kadar geriledi, hatta şubat ayı geçici dış ticaret verileri düşüşün 17 milyar dolara doğru sürdüğünü gösterdi. Ancak, gerek dış borç ödemeleri gerekse yurt içi yerleşiklerin döviz taleplerinin devam etmesi finansman ihtiyacını yüksek tutan unsurlardı. Mart ayının sonlarında ise lokal bankaların yurt dışı bankalara Türk lirası temin etmelerine Ağustos 2018'de getirilen sınırlamanın etkisini göstermesiyle Londra para piyasasında faizlerde sert yükseliş yaşandı, Türk lirasında oynaklık arttı ve risk primi yükseldi.



# Global görünüm

## Fed ve Avrupa Merkez Bankası'ndan destek geldi.

Fed'in mart ayındaki toplantısı beklenenden daha güvercin kararlarla sonuçlandı. Faiz beklendiği üzere %2,25-2,5 bandında sabit tutuldu, ancak 2019 yılı için önceden iki adet faiz artırımına işaret eden Fed üyelerinin ortalama projeksiyonları hiç faiz artırımını içermeyecek şekilde güncellendi. 2020 için ise tek faiz artırımını sinyali korundu. Fed 2017 yılı sonunda başladığı ve kademeli olarak hızlandırdığı bilanço küçültmeyi de mayıs ayından itibaren yavaşlatacağını söyledi. Bilanço küçültme operasyonunun ekim ayından itibaren ise tamamen durdurulması planlandı. Böylece, likidite politikası açısından Fed önceden öngörülene kıyasla daha destekleyici bir duruşa geçmiş oldu. Büyüme görünümünün zayıf seyri ve beraberinde de büyük bir enflasyonist baskı olmaması Fed'in daha gevşek bir para politikasını benimsemesinde etkili oldu. Avrupa Merkez Bankası (ECB) da yavaşlayan büyüme dinamikleri karşısında beklenenden daha atik davrandı ve mart ayı toplantısında bankalara sağlanacak yeni bir likidite operasyonu başlatacağını duyurdu. Buna göre 2023'e kadar ECB likidite desteğini sürdürmüş olmayı planladı. Ayrıca, daha önceden bu yılın eylül ayında faiz artırımına başlanabileceği yönünde mesaj veren ECB, bu sözlü yönlendirmesini en azından bu yıl sonuna kadar faiz değişikliği yapılmayacağı şeklinde güncelledi. Japonya Merkez Bankası ve İngiltere Merkez Bankası ise mart ayında herhangi bir değişikliğe gitmedi.

ABD ve Çin arasındaki ticaret görüşmelerinde ilerleme sağlandığı ve iki ülke arasında üst düzey görüşmelerin sürdüğü belirtilirken, iki ülke liderinin daha önceden mart ayında yapılması beklenen zirveyi ötelemeleri bazı konularda anlaşmanın zor olduğunu hatırlatan bir detaydı. Bu arada, ABD hükümetinin dünyadan yaptığı otomotiv ithalatına vergi getirilmesi konusundaki bir raporu değerlendirdiği bilindiği için korumacı ticaret politikalarına ilişkin endişeler gündemden düşmedi. Bir yandan da İngiltere Parlamentosu Brexit anlaşması konusunda oy birliğine varamadı ve normalde 29 Mart olan İngiltere'nin Avrupa Birliği'nden çıkış tarihi 12 Nisan'a ertelendi. Sürecin daha da uzatılması ihtimali bulunmakla birlikte, anlaşmasız bir çıkış olasılığı da dahil olmak üzere belirsizlikler yeniden arttı. Küresel büyümenin öncü göstergesi olarak izlenen PMI verilerinin geçici değerleri olumsuz sinyaller verdi. Küresel PMI endeksinin şubat ayındaki yükselişini mart ayında sürdüremediği ve 52,6'dan 52,1'e gerilediği tahmin edildi. PMI endeksinin 50 eşik seviyesinin üzerinde olması ekonominin büyüdüğüne, 50'nin altında olması ise ekonominin daraldığına işaret ediyor. Avrupa'da bazı çekirdek ülkelerde 50'nin altına inen endeksler resesyon endişesi yarattı. Buna karşın, Çin'de yükselen PMI endeksi küresel büyümeye dair olumu bir sinyaldi.



# Yurt içi piyasalar

## Ekonomi politikaları piyasalara yön verecek.

Hem Fed hem de ECB beklentilerin de ötesinde para politikası desteği sağlasalar da, piyasalarda yılbaşından itibaren gözlenen iyimserliğin arkasındaki itici güç büyük ölçüde bu yöndeki beklentilerin önceden satın alınmasıydı. Dolayısıyla mart ayında gelişmiş ülke merkez bankaları aksiyonları piyasalara yeni bir destek veremedi. Ayrıca, ABD'de tahvil piyasasında kısa vadeli faizlerin uzun vadeli faizlerin üzerine çıkması ve Almanya'da uzun vadeli faizlerin negatif bölgeye geçmesi, resesyon korkularının piyasalarda etkili olduğunu gösterdi. Gelişen ülkelere yönelik portföy yatırımları azalarak da olsa devam etti, ancak gelişen ülke para birimleri bir miktar değer kaybetti ve MSCI gelişen ülkeler hisse senedi endeksi dolar bazında sınırlı arttı. Türk lirası varlıklar ise olumsuz ayrıştı. TL mart ayında döviz sepeti karşısında %2,9 değer kaybederken, BİST 100 endeksi %10,3 geriledi (MSCI Türkiye hisse senedi endeksi dolar bazında %16 düştü) ve 10 yıllık tahvil faizi 2,95 puan artarak %17,9'a yükseldi. Portföy yatırımları kanalıyla ise yabancı yatırımcıların pozisyonlarını azalttıkları görüldü.

Seçimlerin atlatılmasıyla birlikte, önümüzdeki dönemde güven ortamının yeniden tesis edildiği, kamunun desteğine ihtiyaç olmaksızın ekonominin çarklarının döndüğü, faizlerdeki gerilemenin enflasyondaki düşüşle birlikte daha kalıcı hale geldiği, kredilerdeki büyümenin sektör geneline yayıldığı bir senaryoya kavuşma ihtimali bulunmaktadır. Ancak, böylesi olumlu bir senaryonun gerçekleşmesi için bütçe disiplini, enflasyon odaklı sıkı para politikası, yapısal reformlar ve serbest piyasa ekonomisinin işleme gibi koşulların sağlanması da gerekmektedir. Büyümenin zayıf seyrettiği bir dönemde uzun vadeli politikalara odaklanmak ve mali disiplin uygulamak kendi içinde zorluklar içermektedir. Bu doğrultuda, seçim sonrası dönemde açıklanması beklenen kapsamlı ekonomi programı önemli olacaktır. Ayrıca, önümüzdeki dönemde ABD ile ilişkiler, korumacı ticaret politikaları gibi konuları ve küresel büyümeye dair veri akışını da takip etmek gerekecektir. Brexit ise belirsizlik içeren bir başka alan olarak yatırım ortamı açısından risk unsurları arasında yer almaktadır.

## Makroekonomik Göstergeler (Tahminler)

	2015	2016	2017	2018	2019T
GSYİH (milyar TL)*	2,339	2,609	3,105	3,743	4,431
GSYİH (milyar ABD Doları)*	861	865	851	782	754
Büyüme Oranı*	6,1%	3,2%	7,4%	2,5%	1,5%
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	169,2
İthalat (milyar ABD Doları)	-207,2	-198,6	-233,8	-223,0	-221,4
Dış Ticaret Dengesi (milyar ABD Doları)	-63,3	-56,1	-76,7	-55,0	-52,2
Cari İşlemler Dengesi (milyar ABD Doları)*	-32,2	-32,6	-47,4	-27,8	-23,3
Cari İşlemler Dengesi /GSYİH*	-3,7%	-3,8%	-5,5%	-3,6%	-3,1%
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	127,500
ABD Doları / TL (Ortalama)	2,7200	3,0164	3,6500	4,8200	5,88
ABD Doları / TL (Yıl sonu)	2,9100	3,5294	3,7719	5,2600	6,35
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	1,18

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



## Makroekonomik Göstergeler

BÜYÜME	Dönemi	2017	2018	2019T
GSYİH (yıllık birikimli, milyar ABD doları)	4. Çeyrek	851,5	784,1	-
Büyüme Oranı (yıllık)	4. Çeyrek	7,3%	-3,0%	-
<b>ÜRETİM GÖSTERGELERİ</b>				
Sanayi Üretimi (12 aylık ortalama)	Şub	3,5%	9,5%	-0,4%
Kapasite Kullanımı (mevsimsellikten arındırılmış)	Nis	77,9%	79,1%	74,7%
İşsizlik Oranı (mevsimsellikten arındırılmış)	Oca	9,8%	12,7%	-
<b>FİYAT GÖSTERGELERİ (yıllık)</b>				
TÜFE Enflasyonu	Mar	11,3%	10,2%	19,7%
ÜFE Enflasyonu	Mar	16,1%	14,3%	29,6%
Çekirdek Enflasyonu	Mar	9,5%	11,5%	17,5%
<b>BÜTÇE GÖSTERGELERİ (milyar TL)</b>				
Gelirler	Şub	105,7	119,2	163,9
Harcamalar	Şub	101,1	119,4	175,6
Faiz Dışı Denge	Şub	16,3	12,5	10,3
Bütçe Dengesi	Şub	4,6	-0,2	-11,7
<b>DIŞ DENGİ (milyar ABD Doları)</b>				
İhracat (12 aylık toplam)	Mar	144,0	159,2	169,1
İthalat (12 aylık toplam)	Mar	201,0	242,8	214,0
Dış Ticaret Dengesi (12 aylık toplam)	Mar	-57,1	-83,6	-44,8
Cari İşlemler Dengesi (12 aylık toplam)	Şub	-33,6	-51,7	-21,6

## Aylık Bes

Emeklilik Fonu	Aylık Değişim (%) 31/12/2018 - 31/01/2019 (*)	Yılbaşından Beri Değişim (%) 31/12/2018 - 31/01/2019 (*)	Yıllık Değişim (%) 31/01/2018 - 31/01/2019*
Likit Fon (HEP)	1,84%	1,84%	19,65%
Kamu Borçlanma Standart Fonu (HEK)	4,17%	4,17%	7,66%
Kamu Dış Borçlanma Fonu (HED)	1,16%	1,16%	30,28%
Esnek Fon (HEB)	6,66%	6,66%	9,31%
Hisse Senedi Fonu (HES)	14,38%	14,38%	-5,63%
Katkı Fonu (HET)	7,11%	7,11%	6,79%
Alternatif Esnek Fon (HEE)	3,92%	3,92%	9,48%
Alternatif Katkı Fonu (HER)	2,18%	2,18%	16,51%
Altın Fonu (HEA)	1,28%	1,28%	34,64%
Başlangıç Fonu (HEL)	1,76%	1,76%	18,12%
Başlangıç Katılım Fonu (HEG)	1,66%	1,66%	15,57%
Standart Fon (HEC)	2,25%	2,25%	-
Katılım Standart Fon (HEI)	1,93%	1,93%	-
OKS Atak Değişken Fon (AJP)	8,16%	8,16%	-
OKS Agresif Değişken (AJR)	10,10%	10,10%	-
OKS Temkinli Değişken (AJR)	1,19%	1,19%	-
OKS Dengel Değişken (AJV)	1,20%	1,20%	-
OKS Atak Katılım Değişken (AJY)	4,51%	4,51%	-
OKS Agresif Katılım Değişken (AJZ)	6,64%	6,64%	-

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





# 3 Nisan 2019

## Mart ayında yurt içi ve yurt dışı piyasalarda güven test edildi

Mart ayında küresel gelişmeler, yılbaşından bu yana piyasalara destek olan beklentilerin önemli bir kısmının teyit edildiği ve gerçekleştiği bir dönemdi. 2018 yılının son aylarında küresel büyüme endişeleri ortaya çıkmış, küresel piyasalarda satışları tetiklemişti. 2019 yılına gelindiğinde ise gelişmiş ülke merkez bankaları para politikası duruşlarında gerekli değişiklikleri yapabileceklerinin sinyallerini vermeye başlamış ve piyasaları cesaretlendirmişti. Bu yılın ikinci toplantısını mart ayında gerçekleştiren Fed faizi bir kez daha sabit tutma kararını açıkladı. Ancak, daha önemlisi, henüz 3 ay önce yayınladığı faiz artırımını senaryosunu değiştirerek bu yıl faizlerin sabit tutulduğu bir senaryoya geçildiği sinyalini verdi. Faiz indirimlerine ek olarak, bilançosunu da 2017 yılında küçültmeye başlayan Fed bu süreci mayıs ayından itibaren yavaşlatmaya ve ekim ayından itibaren sonlandırmaya karar verdiğini açıkladı. Dolayısıyla, hem faiz seviyeleri açısından hem de likidite yönetimi açısından Fed'in politikaları daha gevşek bir duruşa yöneldi. Genelde gelişmeleri izleyip emin olduktan sonra aksiyon almayı tercih eden Avrupa Merkez Bankası (ECB) dahi hızlı davrandı ve mart ayında politika değişikliklerini duyurdu. Daha önceden eylül ayında ilk faiz artırımını gelebileceğinin sinyalini veren ECB, yeni mesajını bu yılsonuna kadar faiz değişikliği içermeyecek şekilde değiştirdi. Ayrıca eylül ayında başlatılarak 2023'e kadar sürecek olan bir likidite programı duyurdu. Brexit belirsizlikleriyle meşgul olan İngiltere'de faiz değişikliği olmadı. Japonya Merkez Bankası da aşırı gevşek duruşunu muhafaza etti. Brexit için son resmi tarih 29 Mart'tan 12 Nisan'a ertelendi, ancak İngiltere parlamentosunun anlaşmada zorlanması daha uzun bir ertelemeyi veya anlaşmasız çıkışı olmasını masada tutmaya devam etti.

Merkez bankalarının hızla daha destekleyici bir duruşa geçmeleri, büyümeye dair zayıf veri akışının devam etmesinden etkilendi. Euro Bölgesi'nde şubat ayında büyümenin en önemli öncü göstergesi olarak izlenen PMI endekslerinde bir yükseliş olmuş, dipten toparlanma bekleyenlere ümit vermişti. Ancak, mart ayında PMI endeksleri yeniden gerileyerek ekonomideki zayıflığın 2018 yılında sıklıkla iddia edildiği gibi geçici faktörlerden kaynaklanmadığı görüşüne destek verdi. ABD ve Japonya'da da PMI endekslerinde düşüş vardı. Küresel PMI endeksi geçici verilere göre 52,6'dan 52,1 seviyesinde indi. 50 eşik seviyesinin üzerinde olması küresel büyümenin devam ettiğini gösterse de,

bazı çekirdek Avrupa ülkelerinde 50 eşik seviyesinin altına inen PMI endeksleri resesyon sinyali olarak değerlendirildi. Almanya'da 10 yıl vadeli tahvil faizi negatif bölgeye gerilerken, ABD'de uzun vadeli faizlerin kısa vadeli faizlerin altına inmesi de yine geçmişte resesyon öncesinde görülen bir piyasa hareketi olması nedeniyle resesyon korkularını artırdı. Mart ayı sonlarında yayınlanan Çin PMI verisindeki yükseliş ise olumlu bir haberi ve alınan tedbirlerin işe yaradığını göstermesi açısından geleceğe dair umut vericiydi. ABD ve Çin arasındaki ticaret görüşmelerinin olumlu ilerliyor olduğuna dair haber akışı da yine risk iştahına destek olan bir gelişmeydi.

Sonuç olarak, merkez bankalarının daha gevşek duruşa geçmelerine rağmen, küresel piyasaların bu beklentiyi aylardır satın alıyor olması nedeniyle daha durağan bir piyasa seyri vardı ve büyümeye dair veri akışı daha ön plandaydı. Ayrıca, hali hazırda düşük küresel faiz seviyelerinin ve destekleyici likidite koşullarının getirdiği iyimserlikle yılbaşından beri gelişen ülkelere yönelen portföy akımları açısından küresel büyüme endişelerinin artması daha temkinli bir patikaya geçilebileceğinin habercisiydi. Mart ayında MSCI gelişen ülkeler hisse senedi endeksi %0,7'lik sınırlı bir artış kaydederken, JP Morgan gelişen ülkeler kur endeksi dolar karşısında %1,7 zayıfladı. Ülke risk primi göstergelerinden olan 5 yıllık CDS ise Güney Afrika ve Brezilya gibi gelişen ülkelerde 22 baz puanı arttı.

Yurt içinde ise Türkiye geçen yılın ikinci yarısında bir resesyona girmiş olsa da, bu yılın ilk çeyreğine dair veriler toparlanmanın başladığına işaret etti. GSYH 2018'in son çeyreğinde yıldan yıla %3 daralırken, bu 2009 yılından beri yaşanan ilk daralmaydı. Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış önceki çeyreğe göre değişimlere bakıldığında 2018'in ikinci yarısında toplam %4'lük birikimli daralma hesaplandı. 2001 ve 2008 krizleriyle kıyaslandığında yarı yarıya daha az şiddetli olan bu küçülmenin sınırlanmasında dış talep etkili oldu. İç talep ise geçtiğimiz resesyonlara benzer bir zayıflıktaydı. 2019 yılının ocak ayında sanayi üretimi yıldan yıla %7,3 gibi belirgin bir düşüş göstermekle birlikte, aydan aya toparlanma kaydetti. Ayrıca 2018 yılının eylül ayından bu yana eksiye seyreden kredi büyüme trendi yeniden pozitif bölgeye geçti. Bir yandan da reel kesim güveni ve tüketici güveninde toparlanma yaşandı. Tüm bunlar ekonomide en



kötünün geride kalmış olabileceğini gösterdi. Bu sürece katkı sağlayan önemli diğer unsurlar yılbaşından bu yana döviz kurlarında sağlanan istikrar, faizlerdeki düşüş ile risk primi göstergelerindeki düzelmeydi. Bu finansal göstergelerdeki olumlu tabloda küresel risk iştahının güçlü seyretmesi de etkili oldu. Örneğin Hazine'nin uluslararası piyasalarda ihraç ettiği yabancı para cinsi tahvil tutarı mart ayı itibarıyla 6,4 milyar dolara ulaştı ve bu ihraçlara gelen talepler oldukça güçlüydü. Ancak, kredi büyümesinin henüz genele yayılmaması bu trendin sürdürülebilirliği açısından soru işareti uyandıran bir detaydı. Ayrıca, tahvil faizlerinin Merkez Bankası faizinin çok altına gerilemiş olması da sürdürülebilirlik konusunu gündeme getirdi. Son olarak da, yurt dışındaki güçlü risk iştahının aynı şekilde devam etmeyebileceği artan resesyon endişeleri nedeniyle ihmal edilmeyecek bir olasılık haline geldi ve finansman kaynaklarına erişim koşullarının zorlaşabileceğini düşündürdü.

Önümüzdeki dönemde tahvil faizlerinde ya da kredi ve mevduat faizlerindeki düşüşün devam etmesi için gerekli şartlardan biri enflasyonda beklenen iniş patikasının gerçekleşmesi olacaktır. Mart ayı itibarıyla %19,7 seviyesine kadar düşen yıllık TÜFE enflasyonu için fiyatlamaya davranışlarına dair katılıklar ve devam eden maliyet baskısı temkinli olunmasına yol açsa da, döviz kurlarında çok sert yükseliş olmadığı bir senaryoda haziran ayından itibaren enflasyonda belirgin bir gerilemenin başlaması beklenmektedir. Eylül ayında enflasyonda %11-12 ve aralık ayı itibarıyla %15 gibi bir seviyenin mümkün olduğu hesaplanmaktadır. Hatta kamu tarafından belirlenen enerji fiyatlarında değişim olmadığı ve örneğin tütün ürünlerinde otomatik vergi ayarlamalarının pas geçildiği durumda enflasyonun daha düşük seviyeleri görme ihtimali de

bulunmaktadır. Merkez Bankası 6 Mart'ta faizi değiştirmeyen, faiz indirimi için sabırlı olunacağı mesajını yineledi. Ancak, mart ayının sonlarında piyasalarda oluşan oynaklıklar karşısında Merkez Bankası bir hafta vadeli repo ihalelerini iptal ederek, bankaları fonlamak için daha maliyetli olan gecelik penceresini kullanmaya başladı. Bu sayede politika faizi %24 seviyesinde kalsa da, pratikte Merkez Bankası faizi %25,5'e yükseldi.

Mart ayı sonlarında piyasalarda oynaklık yurt dışında artan küresel büyüme endişeleri ve yurt içinde seçimler öncesinde Merkez Bankası'nın net rezervlerindeki sürpriz düşüşle başladı. Sonrasında ise swap faizlerindeki sert yükselişle belirginlik kazandı. Küresel endişelerle birleştiğinde bazı yabancı yatırımcıların kısa vadeli yatırımlarını azaltma eğilimine girmelerine yol açan bu süreçte, Ağustos 2018'te lokal bankaların yurt dışındaki bankalara TL likiditesi temin etmelerine getirilen kısıtlama etkisini gösterdi. Yabancı bankaların TL likiditesine erişimindeki zorluklar yurt dışı para piyasasında TL faizinin (swap faizi) yükselmesine sebep oldu. Mart ayında dolar/Türk lirası %4,1 yükselirken, BİST100 endeksi %10,3 geriledi (MSCI Türkiye hisse senedi endeksi %15,9 düştü) ve 10 yıllık tahvil faizi 2,95 puan artarak %17,9 oldu. Seçim sonrasında vergi ya da ülke tasarruflarını artıracak yapısal reformlar kadar, 12 aylık birikimli olarak GSYH'ye oranla %2,2'ye ulaşan bütçe açığının sene sonunda hedefle uyumlu bir şekilde %1,8'e geriletilmesi için alınacak tedbirler de piyasaların gelişiminde etkili olacaktır. Geçen yılın ekim ayından bu yana döviz mevduatlarını 25 milyar dolar artıran yurt içi yerleşiklerin TL yatırımlara güvenlerinin artıp artmayacağı özellikle önemlidir. Ayrıca, 12 aylık birikimli cari açığı ocak ayı itibarıyla 21,6 milyar dolara kadar düşürmeyi başaran Türkiye ekonomisi için yine de ocak itibarıyla 170 milyar dolar civarında yüksek bir yıllık dış finansman ihtiyacı bulunmaktadır ve bu da küresel gelişmelere hassasiyetin devam edeceğini göstermektedir.

**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.