



## AYLIK MAKRO VE POLİTİK GÖRÜNÜM

*Lütfen en altta yer alan uyarı notunu okuyunuz.*

Geçen ayın ana gündem ve endişe maddesi COVID-19 salgınında ikinci dalgayı andıran gelişmelerin ekonomi üzerindeki olası etkileri olmaya devam etti. İlk vakanın 10 Mart'ta görüldüğü Türkiye'de, 11 Nisan'da 5138 ile zirveyi gören yeni vaka sayısının 2 Haziran'da 786'ya kadar geriledikten sonra Eylül başında 1500'lerin üzerine çıkması ve en baştan beri sağlık sisteminde zorluk yaşayan ülkelere daha düşük bir patika takip eden günlük ölüm sayısının 50'ye yakın değerlere yükselmesi dikkat çekti. Bu gelişmeler sonrası, bölgesel yasaklar ve karantina kararlarının alınabileceği, illerdeki duruma göre hafta sonu sokağa çıkma yasakları ilan edilebileceği, ilköğretimin açılma planına karşılık üst sınıflarda sadece 8 ve 12. sınıfların okula gitmesine sıcak bakıldığı, üniversitelerin açılmasının ise gündemde olmadığı konuşuluyor. Salgının ekonomiye ve finansal piyasalara etkisini azaltma amaçlı hamlelerin bir yenisi ise kısa çalışma ödeneği uygulamasının 2 ay daha uzatılması olarak açıklanmıştı.

İç siyasi gündemde ise, daha çok jeopolitik gelişmeler öndeydi. Özellikle, Doğu Akdeniz'de Yunanistan ile olan gerilimin Türkiye'nin tartışmalı bölgelerde sondaj çalışmalarını hızlandırması ile yükseldiği izlenirken, AB diplomatik girişimlerin sonuç vermemesi ve Türkiye'nin sondajları sürdürmesi durumunda, 24 Eylül'de düzenlenecek AB Zirvesi'nde Türkiye'ye yönelik yaptırımların kararlaştırılabileceğini duyurdu. Olası yaptırımların, Türk gemilerinin Avrupa Birliği üyesi ülkelerin limanlarını kullanmalarının yasaklanması, ayrıca sondaj çalışmalarıyla bağlantılı isimlere de AB'ye giriş yasağı getirilmesi şeklinde olabileceği belirtildi.

Öte yandan, pandemi sonrası gözlenen kredi vermeyi teşvik etme amaçlı BDDK'nın aktif rasyosu uygulaması ile TCMB'nin zorunlu karşılık indirimleri ile geniş ve ucuz maliyetli fonlama imkanları uygulamalarında hava tersine döndü. Hızlı kredi genişlemesinin başta cari açık olmak üzere makro dengesizlikleri büyütmesi ve parasal genişlemenin TL'de değer kaybını belirginleştirmesiyle, BDDK'nın aktif rasyosunu aşağı çektiği ve bazı muafiyetler sağladığı izlendi. Merkez Bankası ise öncelikle likidite politikasını sıkılaştırma yoluna giderek, politika faizinden gerçekleştirdiği haftalık repo ihalelerini durdurdu. Ayrıca, politika faizinin belirgin altından üç aylık repo ihaleleri ile sağlanan fonlama, piyasada belirlenen faiz üzerinden ve vadesi bir aya incek şekilde değiştirildi. Swap ihaleleri ile verilen TL'de politika faizi yerine borç verme faizi olan %9.75'den

**ÜN LÜ Menkul Değerler A.Ş.**

DAHA

Araştırma

[fd@unluco.com](mailto:fd@unluco.com)

(212) 367 36 36

sağlanmaya başlandı. TCMB, ayrıca TL ve YP zorunlu karşılık oranlarını belirgin yükseltti.

Diğer taraftan, Mart ayından itibaren ekonomik aktivitedeki yavaşlama ve ekonomik destek paketinin bütçe üzerinde olumsuz etkileri belirgin olarak görülmeye başlanmıştır. Temmuz ayında da bütçe 29,7 milyar TL açık verirken, son on iki ayda verilen açık ise 194,2 milyar TL'ye yükseldi. Temmuz ayında, doğrudan vergi tahsilatları altında gelirler ve kurumlar vergisi tahsilatının gerilemesine karşılık, dolaylı vergilerden KDV ve ÖTV tahsilatının sırası ile %52 ve %81 yıllık artış göstermesi vergi gelirlerinin belirgin artmasını getirdi. Bu doğrultuda, vergi gelirleri yıllık bazda %30.3 artmasına karşılık bir defaya mahsus gelirlerin yokluğunda toplam gelirler %7.4 geriledi, faiz hariç giderler artışı ise %42.2 ile önceki aylara göre belirgin arttı. Sonuç olarak, son on iki aylık bütçe açığının milli gelire (YEP'teki %5.0 büyüme tahmini ile) oranı %4.2'ye yükselirken, faiz dışı dengenin ise %1.6 ile açık verdiği hesaplanmakta. Süreleri iki ay daha uzatılan istihdam desteklerinin maliyetlerinin İş-Kur tarafından karşılanması bütçe giderleri üzerindeki yukarı yönlü baskıyı azaltsa da, harcamaların bir türlü kontrol altına alınamaması nedeni ile bütçe açığının bu yılı %5 civarında bitirme olasılığı yüksek seyrediyor.

Bu doğrultuda, Hazine'nin iç borçlanmasının belirgin yükseliş eğilimini koruduğu izleniyor. Ocak-Ağustos iç borç yenileme oranı gerçekleşmesi %211 ve son 12 aylık oran ise %197 ile yükselişini sürdürdü. Böylece, Ağustos sonunda kümülatif net borçlanmanın da 254 milyar TL'ye yaklaştığını hesaplamaktayız. Bu ise, 140.1 milyar TL olan yıllık limitin şimdiden çok belirgin aşıldığını gösteriyor. Ayrıca, borçlanmalar içinde döviz ve altın cinsi yurtiçi ihraçların belirgin artması dikkat çekiyor. Temmuz'da 5.52 milyar dolar döviz cinsi ve 740mn dolar altın cinsi ihraç sonrası Ağustos'ta da toplam 6.0 milyar dolar karşılığı döviz cinsi tahvil ihracı gerçekleşti. Böylece, son 12 aylık dönemde döviz ve altın cinsi toplam borçlanmanın 175 milyar TL'yi (26.2 milyar dolar) aştığı hesaplanmakta. Bu doğrultuda, iç borç stoku içindeki döviz-altın cinsi kısmın payı da Temmuz sonunda %20.8 ile Aralık 2003'den beri en yüksek değerine çıktı. Eylül-Kasım dönemi için açıklanan iç borç çevirme oranları ise belirgin düşük görünmekte. Bu ise, pandemi nedeniyle yılın son aylarına ertelenen bazı vergi tahsilatlarına yönelik beklentiden kaynaklanıyor. Ancak, buradaki olası sapmalar ve harcamalardaki mevcut eğilim borç çevirme oranını düşürmenin hiç de kolay olmayacağını düşündürüyor.

Öte yandan, TÜFE Ağustos ayında %0.86 artışla geçen yılın aynı ayındaki artışı tekrarlarlarken, Ağustos ayları tarihsel ortalaması olan %0.38'in ise üzerinde gerçekleşti. Ayrıca 2003 bazlı endeks tarihindeki ikinci en yüksek Ağustos ayı artışı oldu. Geçen yıl tütün ÖTV'deki belirgin artış enflasyonu normal seyrinin çok üzerine çıkarmış, bu durum bu yıl için belirgin bir lehte baz etkisi

**ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş.**

DAHA

Araştırma

[fd@unluco.com](mailto:fd@unluco.com)

(212) 367 36 36

oluşturmuştu. Ancak, buna rağmen geçen yılın aynı düzeyinde bir gerçekleşme gözlemlendi. Böylece, yıllık TÜFE %11.76'dan %11.77'ye yükselmiş oldu. Buna ek olarak, baz etkisi çekirdek enflasyonda bulunmazken, yine aylık bazda uzun dönem ortalamaları üzerinde artış gözlemlendi ve çekirdek enflasyonun (B ve C endeksi) %11.2 ve %11.0'e yükseldiği izlendi. Ayrıca, bu kanaldan gelecek baskıları öncüleyen yurtiçi ÜFE yıllık değişiminin ve üretim için ana girdi olan ara malı fiyat değişiminin %11.5 ve %13.6'ya belirgin yükselmesi, maliyet baskılarının da güçlenmeye başladığını yansıtmıştır. Buna ek olarak, başta otel-lokanta olmak üzere bazı önemli hizmet gruplarında geçici KDV indirimine gidilmesine rağmen bu gelişmenin tüketiciye yansıtılmadığı, aksine manşet ve hizmet enflasyonunu %11.83 ile yukarı yönde etkilediği izlenmiştir.

Kısa vadede, petrol ve emtia fiyatlarının toparlanmasının olumsuz yansımaları görülürken, son dönemde değer kaybının hızlanması ile kur sepeti yıllık değişiminin %30 civarında seyretmesi enflasyonu yukarı yönde etkileyen bu faktörün güçlendiğine işaret etmektedir. Dolayısı ile, TL değer kaybının ancak daha belirgin bir kur atağına dönüşmediği durumda yıllık enflasyonun, lehteki baz etkisinin de sona ermiş olmasıyla yüksek seviyelerini koruyarak, yılı %11.0-12.0 aralığında bitirmesi daha olası duruyor.

Enflasyon gerçekleştirmelerinin para politikası duruşu açısından ima ettiklerine gelince; Merkez Bankası, Haziran-Ağustos dönemi toplantılarında faizleri sabit tutmuştu. Politika faizinin değişmemesine karşılık, Bankanın son dönemdeki likidite politikasını (haftalık repo ve piyasa yapıcı fonlamasını kesme, üç ay vadeli düşük faizli repo ihaleleri yerine faizini piyasanın belirlediği daha kısa vadeli geleneksel repo ihaleleri) koruyarak ortalama fonlama maliyetini %10'un üzerine taşıdığı izlenmişti. Ancak, TCMB'nin bu ölçüde bir sıkılaşmayı yeterli görerek bankaları Geç Likidite Penceresi (GLP) imkanını kullanmaya zorlamaması ile, ilk günlerde repo ihalelerinde %11'in üzerinde oluşan ortalama faiz %10'lara doğru geri çekildiği de izlendi. Dolayısı ile, Bankanın faizin seviyesini TL'deki değer kaybına bakarak belirlemeye devam edeceği söylenebilir. Değer kaybı hızlanırsa, yeniden GLP oranına (%11.25) yakın faizleri ve belki de GLP faizinden borçlanmaları görebiliriz. Bu tedbirlerin yeterli olmaması durumunda ise 24 Eylül'deki PPK toplantısında %8.25 olan politika faizinin artırılması, ya da koridorun asimetrik olarak genişletilmesi gibi adımlar görülebilir.

Diğer taraftan, milli gelir yılın ikinci çeyreğinde %9.9 düşüş ile medyan beklentiden sınırlı daralmaya işaret ederken, sanayi ve hizmetler gibi iki ana sektörde sırası ile %16.5 ve %25 yıllık daralmalar gözlemlendi. Büyüme trendinin gücü açısından takip edilen mevsim-takvim etkilerinden arındırılmış çeyrekten çeyreğe değişimin %11.0 ile rekor düşüş göstererek belirgin güç kaybına işaret ettiği de izlendi. Öte yandan, cari fiyatlarla GSYH'nın son dört

**ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş.**

DAHA

Araştırma

[fd@unluco.com](mailto:fd@unluco.com)

(212) 367 36 36

çeyrek toplamının ise 743 milyar dolar ile küresel krizden bu yana gözlenen en zayıf seviyesine indiği hesaplanıyor.

Milli gelirdeki daralmanın harcamalar tarafından sürükleyicileri incelendiğinde, ikinci çeyrekte özel tüketim harcamaları, yatırımlar ve net dış talep büyümeyi aşağı çekerken, stok artışının olumlu etkilediği görüldü. İkinci çeyrekte büyüme oranına katkılar; hanehalklarının nihai tüketimi (-5.1), devletin nihai tüketim harcamaları (-0.1), gayrisafi sabit sermaye (özel ve kamu yatırımları) oluşumu (-1.5), mal-hizmet ihracatı (-9.0) ve mal-hizmet ithalatı (-1.2) düzeyinde oluştu. Stoklar büyümeyi 4.6 puan yukarı çekerken, net dış talep büyümeyi 7.8 puan aşağı çekti. 2018 ikinci çeyrekte 2019 ikinci çeyrek sonuna kadar büyümeyi toplam 16.8 puan kadar aşağı çeken stok değişiminin bu çeyrekte 4.6 puan ve son dört çeyrek toplamında 19.1 puan ile yukarı yönde etki yapması, üreticilerin iç siparişlerde güçlenme ile beraber stoklar için de ilave üretim yapması şeklindeki klasik argümana rağmen izahı güç bir gelişme olarak karşımıza çıkıyor.

Yatırımların (gayrisafi sabit sermaye oluşumu) ise, son sekiz çeyrekte üst üste büyümeyi aşağı çektiği ve ikinci çeyrekte de 1.5 puan gibi belirgin oranda büyümeyi aşağı çektiği izlendi. Önceki iki çeyrekte toplam 9.5 ile belirgin aşağı çeken net dış talep (mal-hizmet ihracat ve ithalat farkı) ikinci çeyrekte ise 7.8 puanla büyümeyi rekor oranda aşağı çekti. Dış ticaret dengesinde bozulma eğiliminin bu yıl üçüncü çeyrekte daha sınırlı olmasına rağmen, turizm gelirlerinin belirgin azalması nedeniyle dış talebin büyüme üzerinde aşağı yönlü etkisinin devam edeceği söylenebilir.

Sonuç olarak, güncel sinyaller, karantinaların kaldırılması ile beraber Haziran ayında yakalanan ivmenin üçüncü çeyrekte itibaren büyüme verilerine olumlu yansıtılabileceğini düşündürmektedir. Dış talebin güçlendiğine dair işaretler alınmakta, ancak başta turizm olmak üzere hizmet sektörlerinin benzer ölçüde toparlanma göstermediği izlenmektedir. Ayrıca, Mart ayından itibaren belirgin hızlanan ve geçmiş yıllara göre çok güçlü seyreden bankacılık kredi hacminin, TCMB'nin TL değer kaybını sınırlama amacı ile fonlama maliyetlerini likidite kanalı ile yükseltmeye yönelmesi ile bu görünümü uzun süre koruyamayacağı ve trend büyüme hızının kademeli olarak daha normal seviyelere ineceği anlaşılmaktadır. Bu bağlamda, üçüncü çeyrekte itibaren belirgin toparlanma varsayımımızın gerçekleşmesine rağmen milli gelir tahminimizin üzerinde risklerin aşağı yönde güçlenmesiyle, Merkez Bankası'nın faizlerle ilgili süreci nasıl yöneteceğine bağlı olarak tekrar gözden geçirmek kaydıyla, yüzde 2 civarı daralma öngörmekteyiz.

**ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş.**

DAHA

Araştırma

[fd@unluco.com](mailto:fd@unluco.com)

(212) 367 36 36

### Önemli Uyarı

ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş., Sermaye Piyasası Kurulu ("SPK") tarafından yetkilendirilmiş ve SPK düzenlemelerine tabi bir kurumdur. Bu rapor ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmıştır. Burada yer alan bilgiler ve diğer kaynaklardan temin edilen bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup ÜNLÜ Menkul Değerler

A.Ş. tarafından denetlenmemiş veya bağımsız olarak doğrulanmamıştır. Bu raporda yer alan bilgilerin eksiksiz olduğu iddiası bulunmadığı gibi bilgilerin her zaman değişikliğe uğrayabileceği göz önüne alınmalıdır.

Bu raporda yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. SPK Mevzuatı gereğince, yatırım danışmanlığı hizmeti, yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir ve yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Söz konusu görüşler herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olmayıp Yatırımcılar'ın mali durumu ile risk ve getiri tercihlerini de uygun olmayabilir. Bu sebeple, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı alınması, beklentilere uygun sonuçlar doğurmayabilir. Zarara uğramamak için gerekli basiret, dikkat ve özen gösterilmelidir. Bu raporun ticari amaçlı kullanımından dolayı ve burada yer alan görüşlere dayanarak Yatırımcılar'ın ve üçüncü tarafların işlem yapması durumunda uğranılacak maddi ve manevi zararlardan ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş. ve ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş. çalışanları sorumlu değildir ve bu konuda ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş.'den herhangi bir talepte bulunulamaz.

ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş. işbu rapor aracılığıyla bir Bilgi Sağlayıcısı tarafından veya analiz, araştırma ve görüş sağlayan çeşitli üçüncü şahıslar ("Üçüncü Taraf Araştırmacılar") tarafından hazırlanabilen analist araştırma ve görüşlerini ("Araştırma Raporları") sunmaktadır. ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş. bu türden Üçüncü Taraf Araştırmacılar üzerinde herhangi bir kontrolü bulunmamaktadır. ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş. olarak biz Üçüncü Taraf Araştırmacılar tarafından hazırlanmış Araştırma raporlarını desteklemiyor ve onaylamıyoruz ancak bunları tarafınıza bir hizmet veya kolaylık olarak sunmaktayız.

Hisse senetleri, sabit getirili yatırım araçları, emtia ve kaldıraçlı araçlar gibi yatırım araçlarına yönelik herhangi bir tavsiye, görüş veya öneri içeren üçüncü taraf araştırma raporları her zaman Şirketimizin görüşlerini yansıtmayabilir ve ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş. içerikteki bilgilerin doğruluğunu kontrol etmemektedir.

ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş. üçüncü taraf araştırmacılar tarafından hazırlanan ve müşterilerine sağladığı herhangi bir görüş, fikir, öneri veya gerçeklikler konusunda herhangi bir sorumluluk üstlenmemektedir ve rapora dayalı herhangi bir yatırım kararını ya da herhangi bir ürün ya da işlemin uygunluğunu ivedilikle reddetmektedir.

Üçüncü taraf araştırmasına dayalı olarak herhangi bir ürüne ilişkin müşteri tarafından verilen herhangi bir al, sat ya da tut kararı kendisi tarafından verilmiş olmalı ve hiçbir şekilde ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş. tarafından desteklenmiş, etkilenmiş ve atfedilmiş sayılmamalıdır. Yatırımcı, üçüncü taraf araştırma raporunun içeriğindeki bilgilerin kullanımına ilişkin hak ve riskleri değerlendirme sorumluluğunu bu bilgilere dayalı olarak tek başına almalıdır.

İstisnasız işbu bu araştırma raporuna dayanarak ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş.'ye verilen herhangi bir emrin tavsiye edilmediği anlaşılmalıdır. ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş. bu tür araştırmaların doğruluğu, eksiksizliği veya güncelliğinden veya herhangi bir zamanda güncellenmesinden sorumlu değildir. ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş. yatırım, vergi veya yasal tavsiye vermemektedir. Keza bu rapor, herhangi bir zamanda değiştirilebilir. Herhangi bir şart altında, söz konusu üçüncü taraf araştırmasında yer alan bilgiler, belirli bir yatırım veya menkul kıymetin satma teklifi veya satın alma talebi olarak kabul edilmemelidir.

Kişisel Verilerin Korunması Kanunu uyarınca aydınlatma metnimize buradan ulaşabilirsiniz.

### **Olası Çıkar Çatışmaları Sınıflandırmaları için lütfen tıklayınız.**

Mevcut Çıkar Çatışmaları:

**Şirket Unvanı**                      **Beyan**