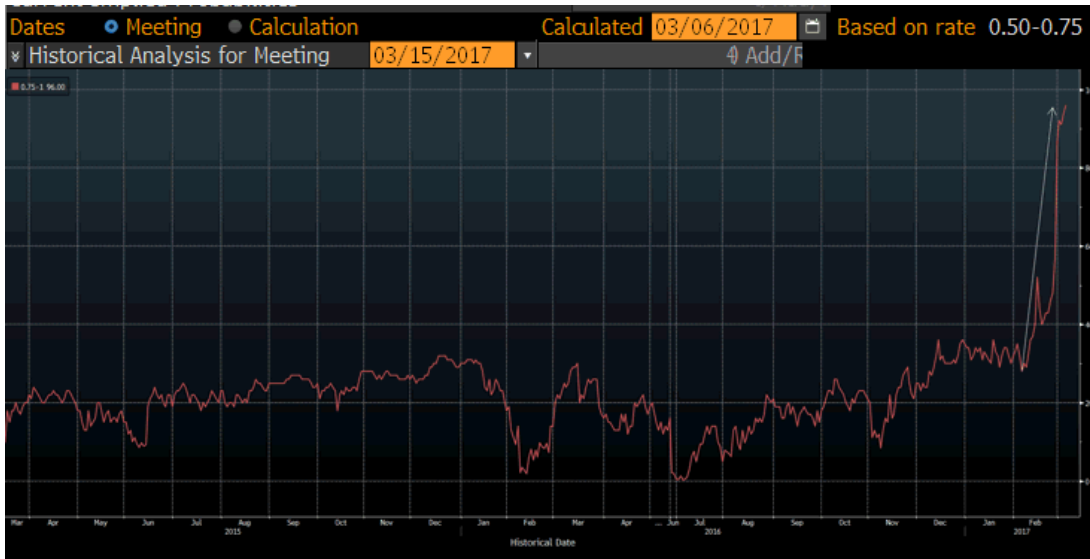


# Genel Değerlendirme Notu

Yakın Gündem: FOMC, Mart 17

Sayı: 83

Amerikan Merkez Bankası (Fed), federal fonlama (FF) oranında 2015 ve 2016 yıllarının ardından bir kez daha "normalleşme" adımları kapsamında faiz artırımına gidebilir.



Piyasa fiyatlamaları son bir hafta içerisinde bu yönde çok ciddi bir eğilim göstermekte. 28 Şubat tarihinde yüzde 0.75-yüzde 1.00 aralığında FF gerçekleşme olasılığı Fed Funds Futures cephesinde yüzde 50 iken, 6 Mart tarihi itibarıyla yüzde 96 seviyesinden işlem görmekte. Benzer eğilim OIS fiyatlamaları üzerinden de söz konusu. Aynı tarihte yüzde 56 ihtimal ile görülen aksiyon, güncel fiyatlamalarda yüzde 96.2 seviyesinden geçmekte.

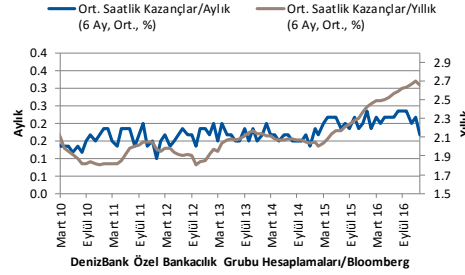
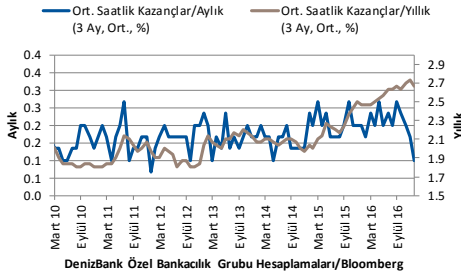
Yıl başlangıcından bu yana paylaştığımız değerlendirme raporlarımızda Fed cephesi için bir adet faiz artırımını neredeyse kesin olarak görürken, FOMC katılımcılarının medyan beklentisi olan üç kez harekete geçme durumunu ise fazla olarak yorumlamaktaydık. İki kez adım atılması ise bize göre ekonominin genel durumu, küresel risk koşulları ve ABD dolarının değerlendirme performansına göre şekillenecek, harekete geçilmesi halinde de durumu şaşkınlıkla karşılamayacaktık.

Orkun GÖDEK  
DenizBank  
Özel Bankacılık ve Yatırım Grubu  
Yönetmen  
Düzyey 3  
Türev Araçlar  
Kredi Derecelendirme  
Kurumsal Yönetim Der.  
[orkun.godek@denizbank.com](mailto:orkun.godek@denizbank.com)  
+90 212 348 51 60  
İSTANBUL

# Genel Değerlendirme Notu

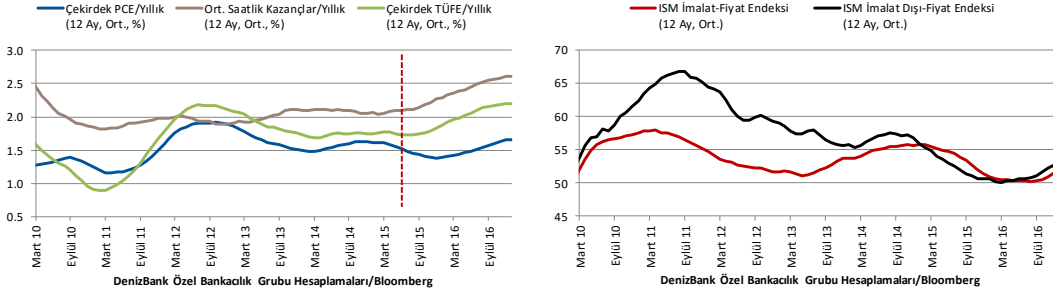
Bu noktada belirtmek isteriz ki, üç kez adım atılmasının temelinde kamu maliyesi cephesinden gelmesi muhtemel/konuşulan gevşeme hamlelerini ve ekonominin büyüme patikasında Başkan Trump'ın seçim vaatleri arasında yer alan yüzde 4 ve üzeri performans sergilemesine paralel görmekteyiz. Aksi durumda "beklentiden fazla sıkılaşma" eğilimi içerisinde olunmasının Mayıs 2013'ten bu yana görülmemiş ölçekte risk algısı değişimine neden olabileceğini ve gelişmiş/gelişmekte olan ülke varlıkları nezdinde para çıkışına zemin hazırlayabileceğini düşünüyoruz. Evet, ekonomide belirli kalemler nezdinde kriz öncesine göre toparlanma söz konusu. Ancak söz konusu durumun ekonomide kırılmalıkların tam anlamı ile geçtiğine işaret ettiğini ve risklerin ortadan kalktığına ikna olmamıza yardımcı olmadığını da söylemek gerekiyor.

Ekonomik performansın toparlanması konusunda kuşkusuz en önemli başlık olarak karşımıza istihdam piyasası çıkmakta. İşsizlik oranının yüzde 5 ve aşağısına gerilemiş olması, geniş tanımlı işsizliğin yüzde 10'un gerisinde oluşum göstermesi ve ücretler kaleminin toparlanma eğiliminde olmasını pozitif olarak değerlendirmek mümkün. Mevcut durumu da Fed yetkilileri "tam istihdama yakın olma" şeklinde tanımlamakta, tarım dışı istihdam verisinde aylık rakamların artık 75 bin-100 bin civarında seyretmesinin koşulların korunması açısından yeterli olduğunu belirtmekte.

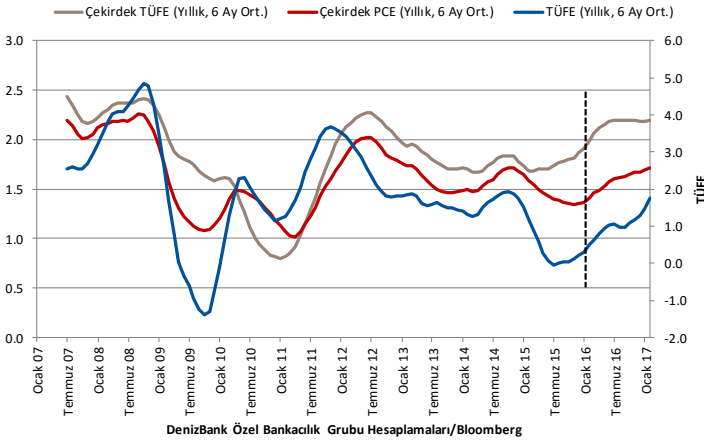


Ortalama saatlik kazançlar, aylık ve yıllık değerlendirmelerde yukarı yönde, aşırı ısınmaya işaret etmeyen bir performans ile gerçekleşme göstermekte. Cuma günü açıklanacak olan Şubat istihdam piyasası verileri FOMC toplantısı öncesinde piyasalar nezdinde baskı unsuru olarak ön plana çıkabilir. Baz etkisinin düşük olması nedeniyle yıllık kalemden bir önceki aya göre yukarı yönde ciddi oluşum görülmesi ihtimalini dikkate almak gerekiyor. Yıllık performanslar üzerinden gidildiğinde ücretlerin altı ay ortalaması Ocak ayında yüzde 2.65 seviyesinde oluşurken, söz konusu rakam Mayıs 2013'te -para politikasında normalleşme mesajının ilk verildiği dönem- yüzde iki seviyesinin aşağısında takip edilmekteydi.

# Genel Değerlendirme Notu



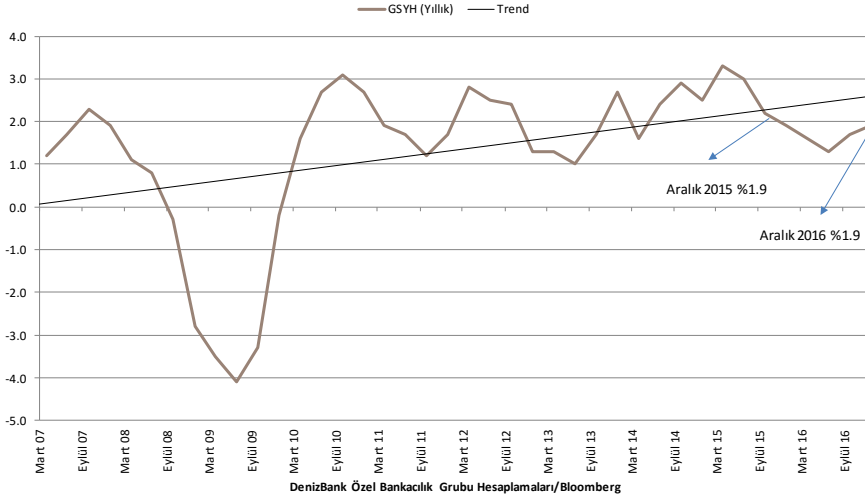
Parasal sıkılaştırmayı olumlu gören cephenin savlarından birisi de enflasyonda görülen yukarı yönlü seyir. Ocak 2017 verisine göre Fed'in dikkate aldığı enflasyon göstergesi olan çekirdek PCE yıllık bazda yüzde 1.74 düzeyine ulaşırken, çekirdek TÜFE ise yüzde 2.30 olarak açıklandı. Fed'in fiyatlarda istikrar olarak gördüğü seviye ise yüzde 2. Tek bir aya ait rakam üzerinden analiz yapmanın sağlıklı olması kadar, temel eğilimi red etmenin de yanlış olduğunu belirtmek gerekiyor. Evet, fiyatların genel düzeyinde yukarı yönde bir oluşum söz konusu. Bu durum yadsınamaz bir gerçek. Ancak normalleşmenin yılın ilk çeyreğinden başlatılmasının da ilerleyen dönemlerde tüketici eğilimleri açısından belirli maliyetleri olabilir. Çekirdek PCE'nin yıllık ortalaması yüzde 1.66 ile Fed'in hedeflemesinden uzakta kalmakta.



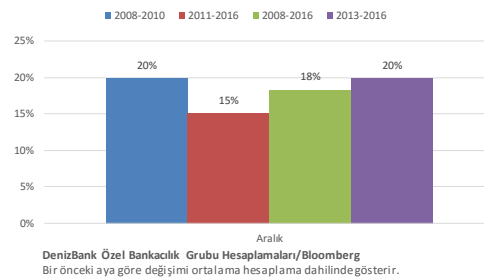
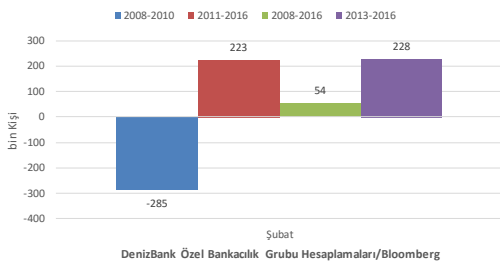
Lütfen son sayfada yer alan uyarı notunu okuyunuz.

3

# Genel Değerlendirme Notu



Ülkede ekonomik performansın potansiyelinin altında olduğunu düşünüyoruz. Grafik üzerinden de net bir şekilde görülebileceği üzere, kriz sonrası gözlenen hızlı toparlanmada trendin aşağısında oluşumu 2015 yılından bu yana gözlemlemekteyiz. Mevcut performansın “resesyon” veya “kriz” şeklinde yorumlanmasının 2016 yılı süresince hata olduğunu belirtirken, aynı zamanda “yavaşlama olduğu aşıkâr” şeklinde de ifadeler kullanmaktaydık. Bu nedenle de performansın ciddi anlamda yukarı yönde oluşum içerisine girdiğine ikna olmadan üç ve/veya fazlası normalleşme adımlarını “abartılı” ve “riskli” bulmaya devam edeceğiz.



Bu noktada Cuma gününe dair istihdam piyasası beklentilerini de paylaşmak doğru olacaktır. Geçmiş dönem ortalamalarından yaptığımız hesaplamalara göre 2013-2016 döneminde Şubat ayı tarım dışı istihdam rakamı ortalama 228 bin kişi düzeyinde gerçekleşirken, bir önceki aya göre ortalama değişim ise yüzde 20 artış şeklinde karşımıza çıkmakta. Bloomberg beklentisi ise 190 bin kişi artışa işaret etmekte. Ücretlerin yıllık bazda yüzde 2.8'e yükselmesi bekleniyor.

Lütfen son sayfada yer alan uyarı notunu okuyunuz.

4

# Genel Değerlendirme Notu

Aralık 2015 döneminde atılan ilk normalleşme adımının gerekçeleri bugünün koşullarından farklıydı. Mayıs 2013 sonrası kullanılan dil ve iletişim ile piyasalar “Fed’in parasal gevşeme döngüsünden bir gün mutlaka vazgeçebileceği” fikrine alıştırılırken, sinyal etkisi açısından da kritik önemdedi.

Tablo üzerinden ulaşabileceğiniz çalışmamız ile Aralık 2015, Aralık 2016 ve güncel dönem verileri eşliğinde ABD ekonomisini 29 farklı kalem üzerinden değerlendirmeye çalıştık.

Geride bıraktığımız yıl içerisinde normalleşme süreci işletilirken yatırımcılar nezdinde Aralık ayı içerisinde harekete geçilmesinin herhangi bir şaşkınlık durumu söz konusu değildi. Bugün ise döngünün ne ölçüde devam edeceği, Fed’in nasıl bir dil kullanacağı, yıla üç adet ile başlanan faiz artırım beklentisinin daha üzeri rakamlarla revize edilebileceği ihtimallerinin tartışıldığını görüyoruz.

Orta vadeli trendlerin ekonomik verilerde sapmaların önüne geçtiğini düşündüğümüzden değerlendirmelerimizde kullanmayı tercih ettik. 2016’da genel anlamda ekonomik görünüm yatay-olumlu bir resim çizerken, dayanıklı mal siparişleri, fabrika siparişleri, ISM imalat PMI, ve TÜFE gibi kalemlerde pozitif oluşum dikkat çekmekteydi. Bugün ise yılın ilk verilerinde negatif performans ön plana çıkmamasına rağmen “aşırı ısınma” ve “eğrinin gerisinde kalma” gibi durumların ciddi anlamda söz konusu olmadığını düşünüyoruz. Düşüncemizi rakamlar da desteklemekte; Aralık ayına göre tek ciddi değişim yeni sermaye malı siparişi kaleminde gözlenirken, en ciddi tartışmanın olduğu fiyat gelişiminde trend yatay-olumlu seyirini korumakta.

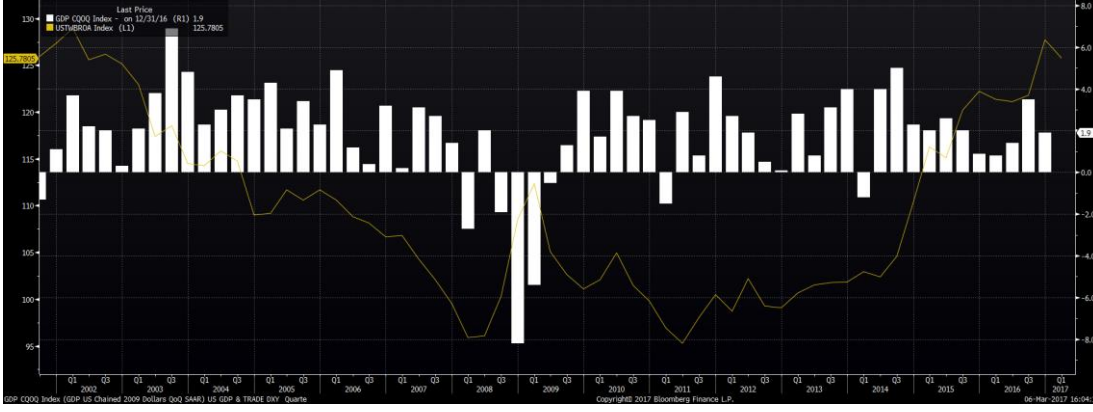
Ekonomik Gösterge	Aralık 15	Aralık 15 (6 ay basit hareketli ortalama)	Aralık 16	Aralık 16 (6 ay basit hareketli ortalama)	Normalleşme Adımları Arası Değişim (Ortalamalar Üzerinden)	Son Veri (6 ay basit hareketli ortalama)	Son Veri-Aralık 16 (Ortalamalar Üzerinden)
Kapasite Kullanım Oranı	75.4	76.2	75.6	75.5	-0.7	75.4	-0.1
Dayanıklı Mal Siparişleri (%)	-3.9	-0.8	-0.8	0.6	1.4	0.3	-0.3
Yeni Sermaye Malı Siparişi (Savunma Hariç, Aylık, %)	-4.1	-0.5	0.6	-2.8	-2.3	0.4	3.2
Perakende Satışlar (%)	0.4	0.2	1.0	0.5	0.3	0.6	0.1
Fabrika Siparişleri (%)	-2.4	-0.9	1.3	0.7	1.6	0.7	0.0
Fabrika Siparişleri (Çekirdek, %)	-0.2	-0.2	1.6	0.3	0.5	0.3	0.0
Sanayi Üretimi (Aylık, %)	-0.4	-0.1	0.6	0.1	0.2	0.01	-0.1
Sanayi Üretimi (Aylık, Aylık, %)	0.0	0.1	0.2	0.1	0.1	0.07	0.0
Markit İmalat PMI	51.2	53.0	54.3	53.0	0.0	53.8	0.8
Markit Hizmet PMI	54.3	55.4	53.9	53.0	-2.4	54.2	1.2
Markit Bileşik PMI	54.0	55.2	54.1	53.3	-1.9	54.4	1.1
ISM İmalat PMI	48.0	49.8	54.5	52.2	2.4	54.2	2.0
ISM İmalat Dışı PMI	55.8	57.6	56.6	55.1	-2.5	56.4	1.3
İnşaat Harcamaları (Aylık, %)	-0.2	0.1	0.1	0.5	0.5	0.3	-0.2
Yeni Konut Satışları (Yılıklarılandırılmış, Aylık Değişim, %)	5.9	2.4	-7.0	-0.5	-2.9	-1.8	-1.3
Kişisel Tüketim (GSYH, Çeyrek)	2.3	-	3.0	-	-	-	-
Özel Yatırımlar (GSYH, Çeyrek)	-2.3	-	3.0	-	-	-	-
TÜFE (Yıllık)	-0.1	0.3	2.1	1.5	1.2	1.8	0.3
Çekirdek TÜFE (Yıllık)	2.1	1.9	2.2	2.2	0.3	2.2	0.0
Çekirdek PCE (Yıllık)	1.4	1.4	1.7	1.7	0.3	1.7	0.0
Birim İşgücü Maliyeti (Çeyrek, %)	5.7	-	1.7	-	-	-	-
İşsizlik Oranı (%)	5.0	5.1	4.7	4.8	-0.3	4.8	0.0
İstihdam Rasyosu/Toplam İşgücü (%)	59.5	59.4	59.7	59.7	0.3	59.8	0.1
Geniş Tanımlı İşsizlik Oranı (%)	9.9	10.1	9.2	9.5	-0.5	9.5	0.0
JOLTS İş Açılışları (%)	3.6	3.7	3.6	3.7	0.0	3.7	0.0
JOLTS Ayrılış (%)	3.6	3.5	3.4	3.5	0.0	3.4	-0.1
Saatlik Kazançlar (Yıllık, %)	2.6	2.3	2.5	2.6	0.4	2.5	-0.1
GSYH (Çeyrek)	0.9	-	1.9	-	-	-	-
GSYH (Yıllık)	1.9	-	1.9	-	-	-	-

DenizBank Özel Bankacılık Grubu Hesaplamaları/Bloomberg

Lütfen son sayfada yer alan uyarı notunu okuyunuz.

5

# Genel Değerlendirme Notu



Toparlayacak olursak; Fed'e dair beklentimiz en düşük ihtimalle bir adet, en yüksek ihtimalle 2017 için iki adet faiz artırımına dayanıyor. Ancak piyasa gerçekleştirmelerini de red etme lüksüne sahip olmadığımız için durumu ciddiyetle izliyoruz.

Uygun bir iletişim ile Haziran-Aralık, Eylül-Aralık normalleşme adımlarının sağlıklı olduğunu her şeye rağmen düşünmeye devam ediyoruz. Mart ayında alınması muhtemel bir aksiyonun "sağsız bir iletişim" ile süreci işletmesi halinde yatırımcı psikolojisinde riskli varlıkların portföylerden çıkarılması şeklinde ciddi bir soruna neden olabileceğini değerlendiriyoruz. Şayet FF yüzde 0.75-yüzde 1.00 aralığına yükseltirse bir sonraki hamlenin Haziran-Eylül-Aralık olabilir mi şeklinde soru işaretlerini doğurabileceğini, bunun da tahvil faizleri kaynaklı yeni bir problemin kaynağı olabileceğini düşünüyoruz.

ABD dolarının değerlenmesi, Fed'in kendi raporlarında bir noktadan sonra büyümede negatif katkıya neden olduğu şeklinde tanımlanırken, söz konusu faktörün de yeniden borçlu kesimler için "acaba" sorusunu gündeme getireceğini unutmamak gerekiyor. Maliye cephesinden gelmesi beklenen desteğin ekonomide 2017'nin ikinci yarısı veya en geç 2018'de olumlu katkıda bulunabileceğini de dikkate aldığımızda Mart ayının pas geçilmesi daha doğru olabilir.

Ayrıca normalleşme adımının yatırımcı nezdinde hala daha tam olarak fiyatlanmış olduğu kanaatinde de değiliz. Getiri eğrisinin uzun vadelerine baktığımızda –ABD için- yukarı yönde oluşumun çok daha yüksek seviyelerde olmasını bekleyebiliriz.



# Genel Değerlendirme Notu

## UYARI NOTU

Bu e-posta, varsa ekleri ve içerdiği bilgiler, özeldir ve gizlidir, yalnızca gönderildiği belirtilen kişi/kişilerin kullanımı içindir. Bu e-postanın, alıcısı dışında başka bir kişi tarafından ve belirtilen amaç dışında okunması kopyalanması, yönlendirilmesi ve kullanılması yasaktır. Bu mesaj ve eklerinin tarafınıza yanlışlıkla ulaşmış olması durumunda lütfen mesajı gönderen kişiyi haberdar ederek bize ulaşın, gizliliğini koruyun ve hiçbir şekilde saklamayın. Mesajı gönderen kişinin veya DenizBank A.Ş. ve iştiraklerinin, yetkisiz kişilerce erişilen ve/veya içeriği bozulan mesajlar veya bu mesajların içerdiği bilgiler ile ilgili herhangi bir sorumluluğu ve yükümlülüğü bulunmamaktadır. Bu doküman DenizBank A.Ş. tarafından bilgilendirme amaçlı hazırlanmış olup, burada yer alan her türlü bilgi ve değerlendirme, hazırlandığı tarih itibarıyla mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan halka açık yayın/yayım kaynaklarından elde edilerek derlenmiştir ve yatırım tavsiyesi niteliği taşımamaktadır. DenizBank A.Ş. ve iştirakleri, bu bilgilerin doğruluğunu ve yeterliliğini hiçbir şekilde garanti etmemektedir. Bu dokümanda belirtilen ürünler çeşitli oranlarda risklere tabidir. Piyasada oluşacak fiyat hareketleri sonucu para kaybı yaşanabilecektir. Yabancı para cinsinden yapılan işlemlerde kur riskinin olduğunu, kur dalgalanmaları nedeniyle Türk Lirası/Yabancı Para bazında değer kaybı olabileceği, devletin yabancı sermaye ve döviz hareketlerini kısıtlayabileceği, ek ve/veya yeni vergiler getirebileceği, alım-satım işlemlerinin zamanında gerçekleşmeyeceği bilinmelidir. Tanıtılan ürünler, belli bir yatırımcının hedefleri, mali durumu ya da gereksinimleri dikkate alınmadan hazırlanmıştır, bu nedenle mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu dokümandaki bilgilere dayanılarak alınacak yatırım kararlarının sonuçlarından, burada yer alan bilgi, değerlendirme ve istatistiki şekil ve değerlendirmelerin kullanımı sonucunda ortaya çıkacak doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan hukuki açıdan müşteri sorumludur. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan ve hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Yatırım ürünleri; mevduat olmayıp, Denizbank A.Ş., ve diğer ilgili kuruluşların ya da Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu'nun teminatı, garantisi, sigortası ya da herhangi bir yükümlülüğü altında değildir. Yatırım ürünleri, Devlet güvencesi altında değildir. Anaparanın yitirilmesi dahil çeşitli yatırım riskleri içerebilir. Yatırım ürünlerinin geçmişteki performansları, gelecekteki performanslarının göstergesi değildir. Fiyatlar düşebilir ya da yükselebilir. Döviz cinsinden yatırım ürünleri, dövizdeki muhtemel dalgalanmalar nedeniyle anapara kaybı da dahil kur risklerine maruz kalabilir. Yorumların müşteri tarafından nihai değerlendirmesinde orijinal metnin dikkate alınması esastır. Ürünler ile ilgili soru veya şikayetlerinizi iletmek için 444 0 801 Önce Müşteri Hattı'nı arayabilir ya da www.denizbank.com adresinden bize ulaşabilirsiniz.

Lütfen son sayfada yer alan uyarı notunu okuyunuz.

7