

Genel Değerlendirme Notu

Yakın Gündem: FOMC & PPK

Sayı: 196

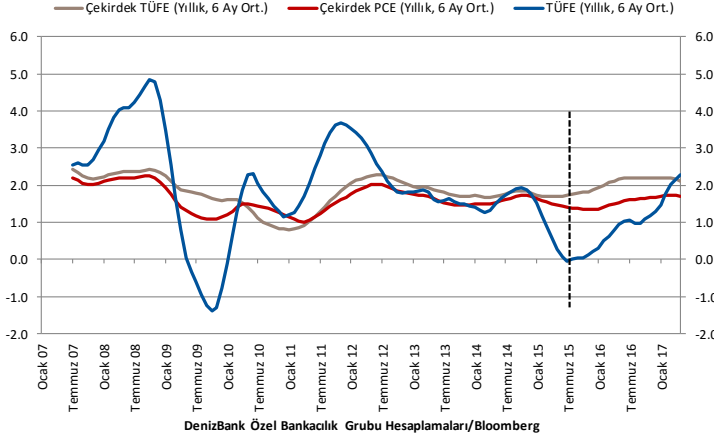
12-16 Haziran 2017 haftası içerisinde küresel çapta izlenecek en önemli konu başlığı Amerikan Merkez Bankası (Fed)'in gerçekleştireceği FOMC toplantısı olacak. Gerek çeyrek dönemler sonunda yapılan toplantılarda üyeler tarafından paylaşılan ekonomik projeksiyonlara denk gelmesi, gerekse de ABD ekonomisine dair tartışmaların Mayıs ayı işgücü piyasası verilerinin ardından had safhaya çıkması ile birlikte toplantı sonrasında izlenecek başlıklar önem açısından bir adım öne çıkmış durumda. Yurt içi piyasalarda ise yatırımcıların odağında Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) tarafından gerçekleştirilecek olan Para Politikası Kurulu (PPK) toplantısı yer alacak. Bu çalışma notumuzda iki önemli başlığa dair izlenmesi gerekenleri ve düşüncelerimizi paylaşacağız.

Orkun GÖDEK
DenizBank
Yatırım Hizmetleri Grubu
Yönetmen
Düzen 3
Türev Araçlar
Kredi Derecelendirme
Kurumsal Yönetim Der.
orkun.godek@denizbank.com
+90 212 348 51 60
İSTANBUL

FOMC cephesi

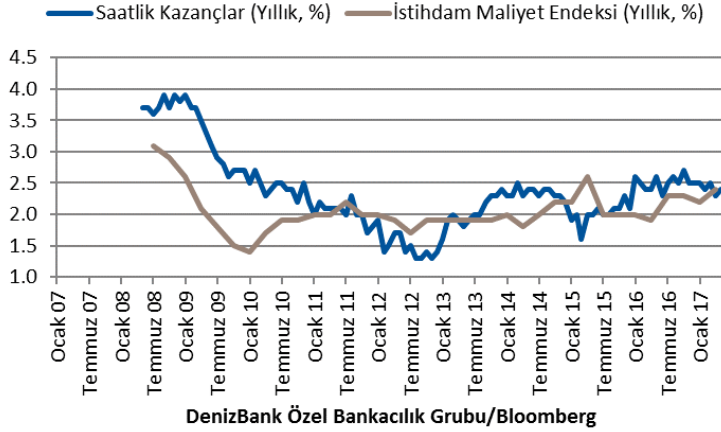
- Mart ayı toplantısında Fed'in federal fonlama oranında gerçekleştirdiği 25 baz puanlık artışa rağmen aradan geçen süre içerisinde Amerikan doları sanılanın aksine değer kaybı yaşadı. Dolar endeksi 97 seviyesinin aşağısına gerilerken, ABD tahvil faizlerinde de benzer yönde eğilim gözlemlendi. Fed başkanları farklı yatırımcı sunumlarında konuya dair atıfta bulunurken, son güncel değerlendirme, 26 Mayıs tarihinde Tokyo'da sunum yapan St. Louis Fed Başkanı James Bullard'dan geldi. Buna göre Bullard, Fed'in faiz artırımını yapmasının ardından enflasyon beklentilerinin, tahvil faizlerinin ve Fed'e dair faiz artırım olasılıklarının artması gerektiğini belirtirken, aksi yönde gelişmeler olduğunun altını çizdi.
- Emtia fiyatlarındaki gelişmeler ışığında ABD'de enflasyon görünümü yıl başlangıcındaki momentumunu kaybetti. Petrol fiyatlarının fiyatlar genel düzeyindeki etkisi tartışılmaz konumda bulunurken, Brent ve WTI cinsi petrol kontratlarında OPEC hamlelerine rağmen gözlenen gerileme, küresel çapta enflasyonist baskıların da zayıflamasına katkıda bulundu.

Genel Değerlendirme Notu

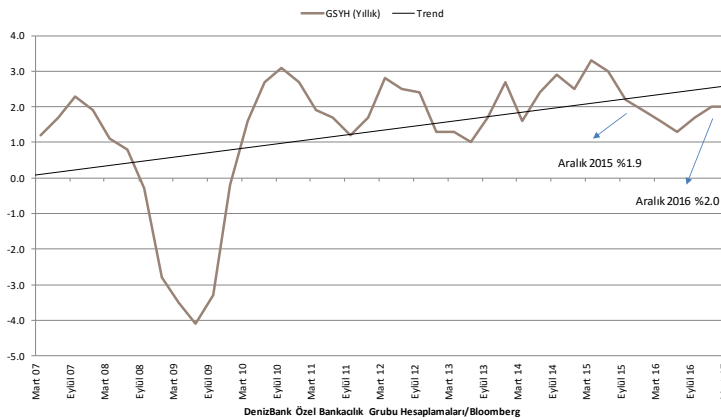


- Şubat ayında yıllık bazda yüzde 2.7 seviyesine dek yükselen manşet enflasyon, Nisan ayı itibarıyla yüzde 2.2'ye geriledi. Ayrıca, Mart ayı gerçekleşmesinde yüzde 0.3'lük aylık düşüş takip edildi. 2017'nin ilk 4 aylık döneminde kümülatif manşet enflasyon değişimi yüzde 0.6 düzeyinde gerçekleşti. Söz konusu gelişmelere rağmen, ABD'de manşet enflasyonun 6 aylık ortalaması yüzde 2.3 seviyesinde bulunmakta. Ancak Fed'in tercih ettiği göstergenin bu olmadığını da belirtmek gerekiyor.
- Çekirdek TÜFE cephesinde de zayıflama eğilimi söz konusu. Burada anlatmaya çalıştığımız zayıflama, son birkaç yılda gündemde olan "deflasyonist" baskılardan ziyade, görünümde beklenen ivmelenmenin hızlı olmamasını ifade ediyor. Mart ayında çekirdek TÜFE'nin de yüzde 0.1'lik aylık gerilemesi durumu izlenirken, Nisan ayında çekirdek kalemin yıllık değişimi yüzde 1.9 seviyesinde gerçekleşti.
- Fed'in önem atfettiği çekirdek PCE kaleminde de benzer momentum kaybı ve dalgalı seyir izlenmekte. Buna göre, Ocak ve Şubat aylarında yıllık yüzde 1.8 seviyesine dek yükseliş enflasyon göstergesi, Nisan ayını yüzde 1.5'te tamamladı. Söz konusu göstergenin 6 aylık ortalaması ise yüzde 1.7 düzeyinde yapışmış durumda. Bahse konu yapışıklık ortalamalar nezdinde Eylül 2016'dan bu yana izlenmekte.
- Fiyatlar genel düzeyine dair konuştuğumuz rakamlarda yukarıda özetlemeye çalıştığımız şekilde gelişmeler söz konusu olurken, istihdam piyasasında ise Fed'i haklı çıkarır ve "tam istihdam düzeyine yakın, **slack** oluşum söz konusu" dedirtecek ölçüde hareketlilik izlemekteyiz.
- İşsizlik oranı Mayıs ayı ile birlikte yüzde 4.3 seviyesine gerilerken, söz konusu rakam bir önceki yılın aynı döneminde yüzde 4.7'de bulunmaktaydı.
- 27 haftadan daha uzun süredir iş arayanların sayısı 1.6 milyon düzeyine gerilerken, istihdamın toplam işgücü içerisindeki payı da yüzde 60'a yükseldi. Yılın ilk 5 aylık dönemi içerisinde tarım dışı istihdamın kümülatifi 810 bin kişiye işaret ederken, 2016'nın aynı döneminde izlenen seviye 784 bine işaret etmekteydi. Geniş tanımlı işsizlik oranı da yüzde 8.4'e geriledi.

Genel Değerlendirme Notu



- İstihdam gelişmelerinin olumlu yansımalarına rağmen, ISM alt kalemlerinde işaret eden oluşumların aksine ücretlerin seyri de enflasyona benzer şekilde istenen ölçekte ilerlememekte. Saatlik kazançlar Eylül ayında ulaştığı yıllık yüzde 2.7 seviyesinden bu yana zayıflarken, Mart döneminde yüzde 2.3'ü, Mayıs'ta ise yüzde 2.4'ü test etti. Yıllıklandırılmış rakamın 6 aylık ortalaması ise yüzde 2.4.
- Çeyrek bazda açıklanan birim işgücü maliyeti Aralık ayındaki yüzde 4.6'lık düşüşün ardından, Mart ayında yüzde 2.2 yükselmmişti. Verinin güncel halini bilmediğimiz için bu cepheden enflasyonist baskı oluşup oluşmadığına dair fikrimiz yok. Ancak zayıf gelme olasılığı mevcut enflasyon göstergelerine paralel yüksek.
- Ekonomideki hareketliliği gösterir verilerden dayanıklı mal siparişleri manşette Nisan ayı dışında yıl içerisinde zayıflama göstermedi. Momentum kaybının öne çıktığı ilk çeyrek verilerinin ardından Nisan ayında yüzde 0.8'lik düşüş olurken, yeni sermaye malı siparişi savunma hariç kalem ise yüzde 0.1 düzeyinde sınırlı genişledi.



Lütfen son sayfada yer alan uyarı notunu okuyunuz.

3



SBERBANK

DenizBank bir Sberbank Grubu kuruluşudur.

DenizBank

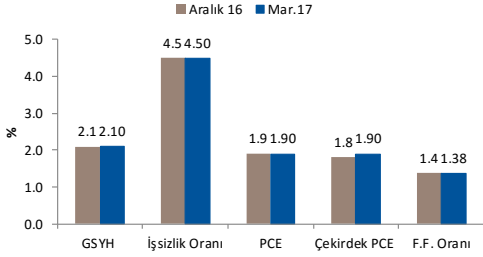
ÖZEL BANKACILIK

Genel Değerlendirme Notu

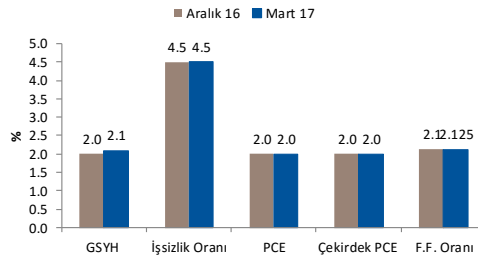
- Büyüme cephesinde ise revizyon ile birlikte ilk çeyrek rakamı yüzde 1.2'ye yükselirken, yıllık kalem yüzde 2 seviyesinde artışa işaret etmekte. GSYH'nin 2 çeyrek ortalaması ise Mart itibarıyla yüzde 1.7'de bulunuyor. Söz konusu rakam Aralık 2016'da yüzde 2.8, Mart 2016'da ise yüzde 0.9'du. Zayıf ilk çeyrek gerçekleşmesinin ABD ekonomisi açısından mevsimsellik özelliği göz ardı edilmemeli. Her ne kadar açıklanan veri, son revizyonlar ile birlikte bu özelliğini kaybetti şeklinde ifade edilse de hala daha rakamların içerisinde bulunduğu dair değerlendirmeleri göz ardı etmemek gerekli.
- *Ekonominin buraya kadar olan seçilmiş verileri ve yaptığımız değerlendirmelerin ardından, toplantı öncesinde durumu tanımlamaya çalıştığımızda, ivme kaybının olduğunu ancak durumun Fed açısından "resesyon" şeklinde görülmesinin en azından şu aşamada güç olduğunu söylemek gerekiyor. Evet, ABD ekonomisinde özellikle de Kasım 2016'da Başkan Trump'ın yönetime geçeceğinin belli olmasının ardından başlayan hız kazanma ve geleceğe yönelik oluşan iyimserlik ortamının bugün için korunmakta güç olduğu su getirmeyen bir gerçek. Ancak, söz konusu durum, Haziran toplantısında FOMC üyelerini faiz artışı kararından vazgeçirebilecek ölçekte değil. Her ne kadar Mart toplantısının öncesi ve sonrasında yaptığımız değerlendirmelerimizde, atılacak olan faiz artırım adımının yanlış ve erken olduğunu düşündüğümüzü paylaşmış olsak da bugün piyasa işlemcilerinin yüksek oranlarda hazırlandığı karardan dönülmesinin de algı yönetimi açısından hata doğurabileceğini de değerlendirmekteyiz. Bu nedenle Haziran toplantısının ardından Fed'in "bekle-gör" moduna geçmesinin kuvvetle ihtimal olduğunu düşünüyoruz. Ekonomik gidişatin izlenmesi ve seyrinin ne yönde hareket edeceği odakta olacaktır. Yıla 3 faiz artışı beklentisi altında başlanıldığını hatırlayacak olursak, projeksiyonların değişimi ve FOMC üyelerinin fikirlerinin şekillenmesini de yakından takip edeceğiz. Bu kapsamda, Başkan Yellen'in soru-cevap kısmında nasıl bir tavır takınacağı ve sözlü yönlendirme yapmak isteyeceği de kritik önemde bulunuyor. İçerisinde bulunduğumuz yıl için Mart ayında paylaşılan; yüzde 2.1'lik büyüme, yüzde 4.5'lik işsizlik oranı, yüzde 1.9'luk PCE ve çekirdek PCE oranlarıyla birlikte federal fonlama oranındaki beklenti de piyasaların yaz dönemi boyunca şekillenmesine katkıda bulunacaktır. Genel görüşümüz, "soft FOMC" duruşu olacağından ve güvercin duruşun projeksiyonlarla birlikte korunacağından yana. Bu nedenle herhangi bir yol kazası yaşanmasını da beklemiyoruz. Değerlendirmelerimize paralel bir piyasa oluşumu da olduğunu söylemeliyiz. Ancak sürpriz olarak algılanabilecek her tür gelişme sert hareketlerin fiyatlamalara girebileceği riski de taşımakta. Ekonominin sağlığını tartıştığımız bu günlerde, "terminal rate" olarak tanımlanan uzun dönemli faiz oranı medyan beklentisinin de önemli bir göstere niteliğinde olduğunu belirtmek isteriz.*

Genel Değerlendirme Notu

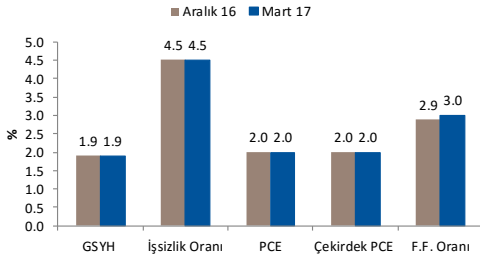
Amerikan Merkez Bankası (Fed) Dashboard



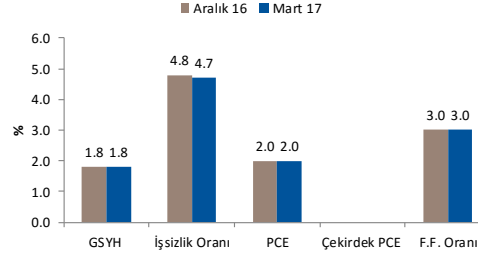
DenizBank Özel Bankacılık Grubu/BBG/Fed
Fed Ekonomik Projeksiyonları, 2017



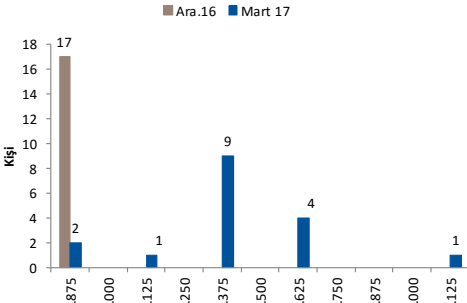
DenizBank Özel Bankacılık Grubu/BBG/Fed
Fed Ekonomik Projeksiyonları, 2018



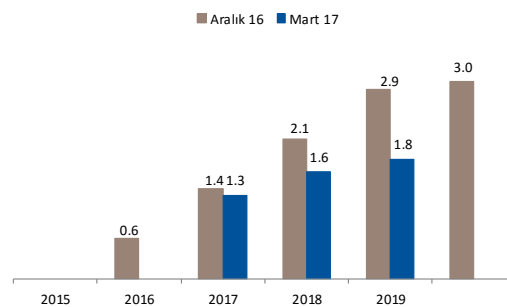
DenizBank Özel Bankacılık Grubu/BBG/Fed
Fed Ekonomik Projeksiyonları, 2019



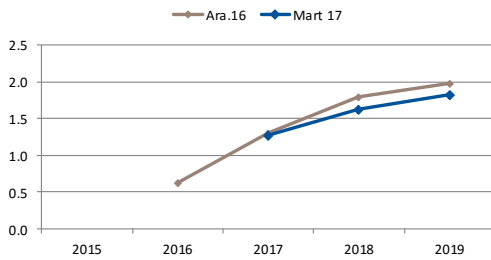
DenizBank Özel Bankacılık Grubu/BBG/Fed
Fed Ekonomik Projeksiyonları, Uzun Dönem



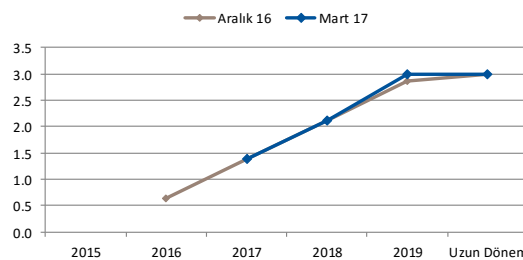
DenizBank Özel Bankacılık Grubu/Bloomberg/Fed
Hedef faiz oranına dair FOMC üye sayısını içerir. (%)



DenizBank Özel Bankacılık Grubu/Bloomberg/Fed
FOMC DOTS medyan faiz oranını içerir. (%)



DenizBank Özel Bankacılık Grubu/Bloomberg/Fed
FOMC toplantı tarihinde OIS faiz oranını içerir. (%)



DenizBank Özel Bankacılık Grubu/Bloomberg/Fed
FOMC DOTS medyan faiz oranını içerir. (%)

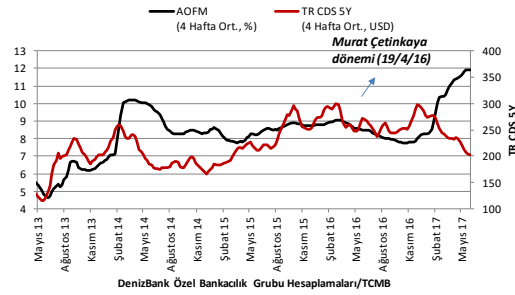
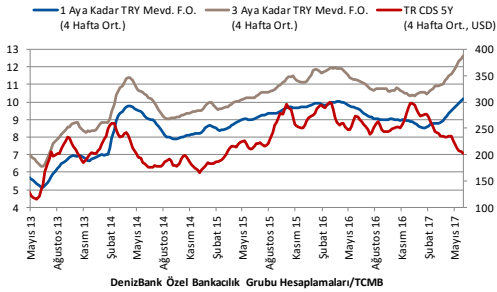
Lütfen son sayfada yer alan uyarı notunu okuyunuz.

5

Genel Değerlendirme Notu

TCMB, PPK cephesi

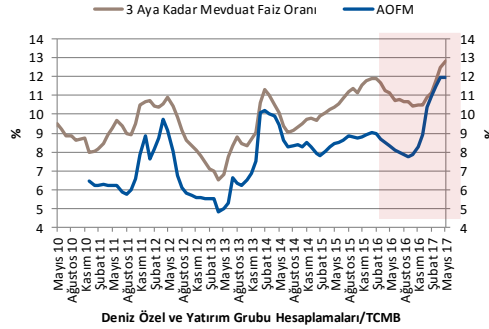
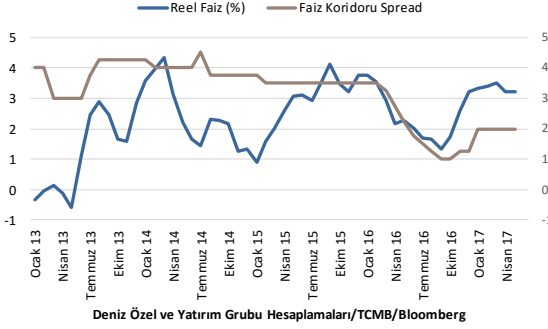
- TCMB'nin 12 Ocak tarihinden bu yana uygulamaya koyduğu ve büyük tartışmalara neden olan para politikası uygulamasında kısa vade için hedeflenen başarının sağlandığını belirmek gerekiyor. Türk lirasının gelecek dönem volatilitelerini içeren değerlerde 1w ve 1m vadelerde gerileme olurken, açığa satış durumunun da terse dönmesi söz konusu. Süreç içerisinde dış konjonktürün de olumlu katkısı ile birlikte TL'de kısa bir süreliğine yıl başlangıcından bu yana gerçekleşen kayıp sıfırlanabildi.
- Başkan Başçı döneminde aşına olduğumuz faiz oranlarının kullanılmasından ziyade, Ocak ayından bu yana "ekstra" günlerde kullanılan geç likidite penceresi faiz oranının politika faizinde belirleyici pozisyona yükseldiği görülüyor. Son olarak Nisan ayı PPK toplantısında beklentinin aksine bir adım atılarak yüzde 12.25'e çekilen pencere ile birlikte TL'de dar bant olarak 3.50-3.54, geniş bant olarak ise 3.50-3.64 aralıklarına işlemler sıkıştı.
- TCMB'nin sıkı para politikası uygulaması ile birlikte getiri eğrisinde işlemler terse dönerek kısa vadede dikleşirken, uzun vadede ise aşağı yönde bir seyir izledi. Ayrıca, swap ihaleleri vasıtasıyla da Londra ile işlemlerde oluşan spread farkında da makas kapatıldı, bol likiditenin TL'nin açığa satılmasında bir araç olarak kullanılmasının önüne geçildi.



- 13 Ocak haftasında ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti (AOFM)'nin 4 haftalık ortalaması yüzde 8.32 düzeyinde gerçekleşirken, 2 Haziran haftası ile birlikte yüzde 11.98'e dek yükselmiş durumda. Aradan geçen sürede 360 baz puanının üzerinde maliyet artışına gidilmesine karşın, parasal aktarım mekanizmasının tam olarak çalıştığı ve maliyetteki geçişkenliği izin verdiğini söylemek güç.
- Kredi artış hızındaki ivmelenme ve bankaların yeni kaynak arayışı nedeniyle TCMB verilerine göre 3 aya kadar olan ortalama TRY mevduat faizi güncel rakamlarla yüzde 12.81'de izlenirken, 13 Ocak tarihinde yüzde 10.49'da bulunmaktaydı. Farklı vadelerde de yukarı yönlü seyir olmasına karşın, mekanizmanın tam anlamıyla çalışmadığı yorumunda hata payı oldukça düşük.

Lütfen son sayfada yer alan uyarı notunu okuyunuz.

Genel Değerlendirme Notu



- Parasal sıkılaştırma sürecine rağmen yurt içi yerleşik kişi hesaplarının döviz biriktirme eğilimi ise sürüyor. Bankalardaki toplam YP mevduatlar 6 Ocak haftasında 170.7 milyar dolar düzeyinde bulunurken, 2 Haziran itibarıyla 198.8 milyar dolara; yurt içi yerleşikler hesabı ise 141.7 milyardan 164.7 milyar dolara yükseldi. Bu gelişme ise analistlere temkinli duruşun döviz piyasasında sürdüğü fikrini öne çıkarıyor.
- Öte yandan krediler cephesinde ise KGF etkisiyle birlikte son yılların en ciddi ivmelenmesi görülmekte. Benzer durum tüketici kredileri açısından da söz konusu. Hesaplamalarımıza göre tüketici kredilerinin 13 haftalık yıllıklandırılmış ortalaması yüzde 20'nin üzerinde oluşurken, bahse konu rakam yıl başlangıcına göre 3 puanın üzerinde artış göstermiş durumda.
- Para politikası uygulamaları yukarıda özetlemeye çalıştığımız şekilde gerçekleşirken, TCMB'nin esas görev alanı olan fiyat istikrarında ise bozulma söz konusu. manşet TÜFE, Ağustos 2016'da sergilediği aylık yüzde 0.29 düzeyindeki düşüşten bu yana yükselirken, yıllık enflasyon da yüzde 7-8 bandından yüzde 11.87 seviyesine dek tırmanış gösterdi. Yılın ilk 5 ayında kümülatif enflasyon gerçekleşmesi yüzde 6.05 olurken, söz konusu rakam 2016'da yüzde 3.12, 2015'te ise yüzde 5.19'du.
- Kurdaki maliyet geçişkenliğinin de etkisiyle üretim maliyetlerinde de yukarı yönlü seyir izlenmekte. Buna göre, ÜFE, Eylül 2016'daki yıllık yüzde 1.78 seviyesinden, Mayıs itibarıyla yüzde 18.36'ya yükselmiş durumda. Yılın ilk 5 aylık dönemdeki gelişim yüzde 7.56 seviyesinde bulunmakta.

Lütfen son sayfada yer alan uyarı notunu okuyunuz.

7

Genel Değerlendirme Notu

- Yaz dönemi itibarıyla son çeyreğe dek enflasyonda sınırlı düzeyde de olsa aşağı yönlü bir seyir gerçekleşmesi beklentisi içerisindeyiz. Genel piyasa işlemcileri beklentisi, enflasyonda zirve noktanın görülmüş olabileceği yönünde şekillenirken, Ekim-Kasım aylarında bir tur daha yüzde 12 bölgesine doğru oluşum olasılığını göz ardı etmiyoruz. Nispeten güvercin tonda geçmesini beklediğimiz FOMC toplantısının da gelişmekte olan ülke varlıklarına yönelik bakış açısında majör bir değişikliğin oluşmasına zemin hazırlayacağı kanaatinde değiliz. Fransa seçimlerinin ardından Avrupa kıtasında siyasi belirsizliklerin azalmış olması ve takvimin Eylül ayına dek müsait bulunması da düşüncemizi destekler nitelikte. TL'nin istikrar kazanmış olması TCMB manevra alanını faizlerde yukarı yönde gelişim zorunluluğundan uzaklaştırırken, enflasyonda kabul edilebilir ölçekte düşüş olmadan faiz oranlarında ve/veya AOFM'de düşüş beklentisi içerisinde değiliz. Mevcut durumun korunması fikri ile PPK sonucunu bekleyeceğiz. Ancak, Fed'in kendi eli ile yaratabileceği her türlü belirsizliğin de başta dolar endeksinin değerlendirilmesi, tahvil faizlerinin yükselişi ve fon akımlarını azaltması riskleri taşıdığına da eklemek isteriz.

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.

9



SBERBANK

DenizBank bir Sberbank Grubu kuruluşudur.

DenizBank

ÖZEL BANKACILIK