



Orkun Gödek

+90 212 348 5160

Orkun.Godek@denizbank.com

Piyasa Notu

FOMC, Ocak 2019

‘Sabırlı’ duruşa geçiş, piyasaların taleplerine kayıtsız kalınmadığının göstergesi

Amerikan Merkez Bankası (Fed) tarafından 2019 yılının ilk FOMC toplantısı gerçekleştirildi. Toplantı neticesinde kamuoyu ile paylaşılan metinde, beklendiği/beklediğimiz şekilde federal fonlama oranı aralığında herhangi bir revizyona gidilmezken, yapılan ifade değişiklikleri ve **bilanço normalizasyon sürecine yönelik yönlendirmeler orta vade açısından önemli bir paradigma değişikliği ile birlikte eşzamanlı olarak ‘belirsizlik’ kavramını da doğurmuş oldu.**

FOMC metninde, ‘**ek kademeli faiz artırım**’ ifadesine yer verilmezken, ‘**sabırlı**’ kelimesi eklenerek önemli bir değişiklik adımı atıldı. Bilanço normalizasyon sürecine dair ‘**ayarlamaya gidileceğine yönelik hazırlık**’ atfı yapılırken, ‘**risklerin dengeli olduğu**’ cümlesine yer verilmedi. Enflasyon konusunda ise yapılan yönlendirme, ‘**anket bazlı beklentilerin değiştiği**’ şeklinde gerçekleşti.

Fed Başkanı Powell tarafından gerçekleştirilen sunumda, ekonomik genişleme ve güçlü istihdama yönelik hedeflerinde herhangi bir değişikliğin söz konusu olmadığı ve hedef doğrultusunda ilerleneceğinin altı birçok kez çizildi. 2019 yılı büyüme performansının 2018’e kıyasla bir miktar gerileyeceği ancak genişlemenin devam edeceği belirtilirken, görünümde karışık sinyallerin yer aldığı, söz konusu durumun da Çin, Avrupa Birliği, Brexit, ticaret görüşmeleri ve kısmen hükümetin kapanışı başlıklarından kaynaklandığı ifade edildi.

Dataya bağımlı duruşun sürdüğü, tüm olumsuz gelişmelere rağmen ekonomik genişlemenin korunduğu belirtilirken, yapılan değerlendirmeler doğrultusunda sabırlı olunmasının şu an için en doğru karar olduğu açıklandı. Bahse konu durumun gerçekleşmesine gerekçe olarak, küresel gelişmeler ve etkisiz kalan enflasyon öne sürüldü. Başkan Powell, konuşma sırasında birçok kez ‘**karşı akıntılar**’ ifadesine yer verirken, ağırlıklı olarak dış risklerden söz etti.

Metinde yer verilen ‘**sabırlı**’ ifadesinin açıklanması kapsamında Başkan Powell’in “**şu an için ekonomiye desteklemek adına en iyi yolun sabırlı olmak gerektiğine inanıyoruz**” cümlesini kurması dikkat çaktı.

Ekim 2017’de başlatılan ve hali hazırda devam etmekte olan ‘**bilanço normalizasyonu**’ sürecine dair ise, portföyün normalleştirilmesinin yakın zamanda tamamlanacağı, kademeli olarak yaklaşılarak sonraki toplantılarda kapsamlı değerlendirmenin yapılacağı, sürecin prensip ile belirleneceği ve rezerv taleplerinde dalgalanma olabileceği ancak federal fonlama oranı aralığının aktif politika aracı olarak kalmaya devam edeceği belirtildi. Fed bilançosunun aktif para politikası aracı olmadığı ancak gerektiği koşullarda diğer tüm araçlar gibi kullanılabileceği ifadesine de yer verildiği görüldü.

Paradigma değişikliği aynı zamanda belirsizlik de barındırıyor

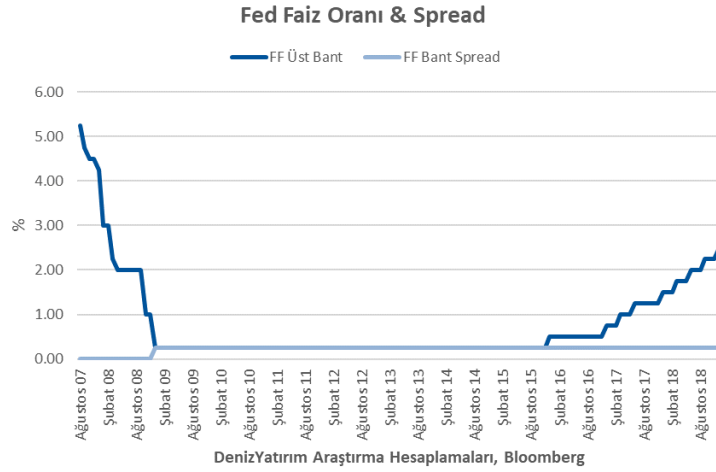
Fed Başkanı Powell'ın basın ile gerçekleştirdiği soru-cevap kısmında devam eden bilanço normalizasyonu sürecine dair kullandığı ifadeler ve yaptığı sözlü yönlendirmeler piyasa işlemleri açısından kısa vadede pozitif gelişmelere yol açma potansiyeline sahip. Nitekim, tahmin edilebileceği üzere, Amerikan dolarının zayıflaması, faizlerin gerilemesi, risk iştahının artışı, para ve sermaye piyasalarında iyimserlik katsayısının artışı ve gelişmekte olan ülke varlıklarına yönelik fon akımlarının ivmelenmesi gibi senaryoları bu kapsamda değerlendirmek mümkün. Öte yandan, **Kasım ayında yine Başkan Powell tarafından yapılan ifade değişikliğinin ardından yaşanan fiyatlama şokunun 3 ay sonra iyimser tarafta birikmeye başlayan ve bir süre daha birikeceğini düşünmenin yanlış olmayacağı yeni sürecin sonunda ciddi anlamda belirsizlik potansiyeli taşıdığını belirtmek de yanlış olmayacaktır.** Örneğin, faiz artırımı sürecine dair takınılan 'sabırlı duruş' pozisyonunun enflasyon baskısı görülene dek korunacağına dair yönlendirmenin kendi içerisinde yanlış bir bağlayıcılık ve hata barındırdığını düşünmek mümkün. Bugün, emtia fiyatlarında yaşanan hızlı düşüş kaynaklı enflasyonist baskıların kısa vadede masadan kalkmış olması, risk iştahı destekli yeni bir hareketin getirmesi muhtemel fiyat yükselişi sonucunda diğer merkez bankaları gibi Fed'i de farklı bir boyutta konumlanmak zorunda bırakabileceği yorumunu yapmak ütopyik olmayacaktır.

Aralık ayı FOMC toplantısı sonrasında paylaştığımız ana fiyatlama temamız olan Fed'e dair 2019 yılı içerisinde 2x25bp faiz artırımını olabileceği düşüncemizi 29-30 Ocak toplantılarının ardından 1x25bp şeklinde aşağı yönlü revize ediyor ve zamanlama olarak da 2019'un son çeyreğini dikkate alıyoruz. 35 gün süre boyunca kapalı durumda kalan ABD hükümetinin yıllık GSYH performansından yaklaşık 0.50-0.52 puan gibi bir götürüye neden olabileceği, dışsal faktörlerin Fed'i 'bekle-gör' duruşuna zorunluluk çerçevesinde sevk ettiği (söz konusu durumun en azından yılın ilk yarısına kadar devam edeceği düşüncesiyle) ve Fed Başkanı Powell'ın soru-cevap kısmında kullandığı "bekleme lüksümüz var" ifadesini de çıkış noktası olarak belirlediğimizde düşüncemizin tutarlı olduğuna inanıyoruz.

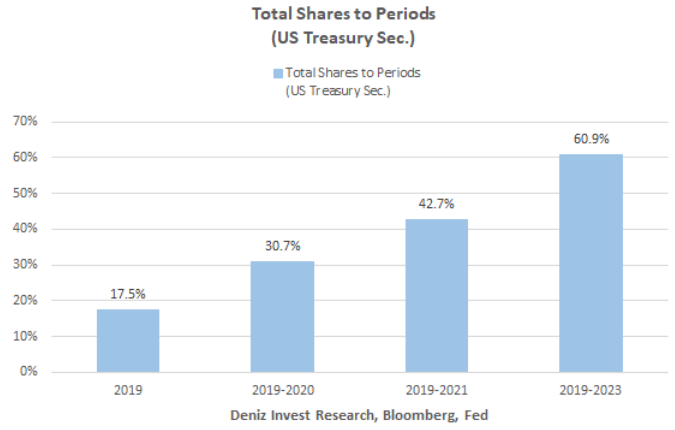
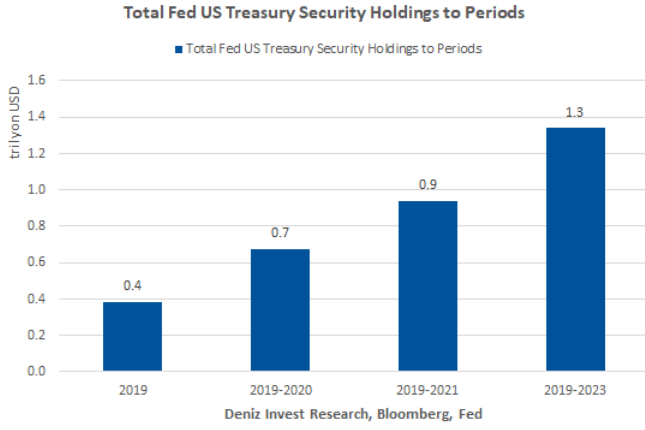
Bilanço normalizasyon sürecine dair takınılacak tavrın nasıl evrileceği konusu orta vade risk iştahının seyri açısından kritik önemde bulunuyor. FOMC katılımcılarının Ekim 2018'den bu yana aylık 50 milyar dolar düzeyinde bilanço varlığının roll edilmeme durumuna; i) Süre kısıtı (Örneğin, yılın ilk yarısında tamamlanacağı yönlendirmesi gibi) ii) Miktar kısıtı (Belki 20/30 milyar dolar düzeyinde aşağı yönlü bir revizyon ile devam edilmesi durumu) iii) Süre ve miktar kısıtı (İlk iki maddedeki durumların birlikte kullanılması) iv) Koşullu yönlendirme (Faiz artırımı için enflasyona yapılan atıf benzeri bir durumun belirtilmesi) gibi farklı yaklaşımları benimseme ihtimallerini göz ardı etmiyoruz. Öte yandan, Başkan Powell'ın kısa zaman içerisinde portföyün düzenlenmesi durumunu sona erdirmek istediklerini belirtmesi ise sürecin Mart toplantısında ana hatlarıyla kamuoyuna sunulma ihtimali oldukça yüksek tutuyor. Hatırlatmak gerekirse, hesaplamalarımıza göre, Ekim 2017'de başlatılan bilanço operasyonu süreci şayet 2019'un sonuna dek mevcut hali ile devam etmiş olursa, nette çekilecek toplam piyasa likiditesi (Ekim 2017-Aralık 2019) 186 milyar dolar düzeyinde gerçekleşecekti. Fed'in 4 trilyon doların hemen üzerinde oluşan bilançosu açısından söz konusu rakamın ciddi anlamda sıkılaşmayı ifade ettiğini düşünmemekle birlikte, sıkı duruşun korunması açısından sinyal etkisi taşıması yatırımcılarda huzursuzluğa neden oluyor.

Ocak FOMC toplantısı sonrasında kamuoyu ile paylaşılan yönlendirmelerin kısa vade için risk iştahını destekleyeceğini, orta-uzun vade açısından bu denli ciddi ifade değişikliğinin ardından ne ölçekte dönüş zemin hazırlayacağını bilmemesi nedeniyle 'belirsizlik' açısından risk unsuru olarak öne çıktığını değerlendiriyoruz. Gün sonunda Fed, dışsal faktörleri ciddi ölçekte dikkate alır tavrı takınarak global yavaşlama endişelerini listenin ilk sırasına koyarak para politikasında önemli bir ayarlama yapmış oldu. **Alınan aksiyonun tam anlamıyla 'güvercin' duruş olarak nitelendirmenin hata payı taşıdığına inanmakla birlikte, piyasa işlemcilerinin taleplerine kayıtsız kalınmadığı ve ABD ekonomisine yönelik büyüme kaygılarının Fed nezdinde tahmin edilenin ötesinde yüksek sesle tartışıldığı çıkarımına gitmenin daha sağlıklı olacağına inanıyoruz.** ABD tahvil faizleri başta olmak üzere global faiz hadlerinde riskleri bir süre için aşağı yönlü, hisse senetleri ve riskli varlıklar içinse yukarı yönlü değerlendiriyoruz. S&P 500 endeksinde 2730-2800 aralığına yönelim isteğinin gündeme gelme ihtimali oldukça yüksek ve bu da gelişmekte olan ülke varlıklarını destekleyebilecek en önemli katalizör konumunda bulunuyor. Dolar endeksinde çözülme 94.50-94.00 aralığında ivme kaybedebilir. USDTRY paritesinde 5.17 desteği 5.08 potansiyeline hareketlilik açısından yakından takip edilmeli.

FF Üst Bant & Tahvil Spreadi



Fed Bilançosu Tahvil ve MBS Varlık Dağılımı: 2019-2023



Yasal Uyarı

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 yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu içerikteki yorumlar DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.'nin görüşlerini yansıtmaktadır. Bu dokümanda sunulan materyal sağlam kaynaklardan derlenmiştir. Ancak Şirketimiz buradaki yorumların içeriği sonucu üçüncü şahıslara karşı doğabilecek sonuçlara karşı hiç bir sorumluluk kabul etmez. Buradaki içeriğin hiç bir bölümü DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.'NİN yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, hiç bir şekil ve ortamda yayınlanamaz, alıntı yapılamaz ve kullanılamaz.