

Orkun Gödek

+90 212 348 5160

Orkun.Godek@denizbank.com

Piyasa Notu

FOMC, Mart 2019

Piyasa beklentisi ile Fed aynı noktaya geldi; riskler ön planda

Amerikan Merkez Bankası (Fed) tarafından 2019 yılının ikinci FOMC toplantısı gerçekleştirildi. 19-20 Mart tarihlerinde takip edilen toplantıya göre, federal fonlama oranı aralığı piyasa ve Deniz Yatırım Araştırma beklentimize paralel bir şekilde yüzde 2.25-yüzde 2.50 aralığında sabit tutuldu. Genel ekonomi ve dış risklere karşı değerlendirmelere yaklaşımda farklılık görülen toplantıda, gelecek döneme dair üyelerin beklentilerini yansıtan Dot Plot düzenlemesinde de “güvercin” olarak yorumlanan revizyonlar söz konusu oldu.

Kasım ayında Fed Başkanı Powell’ın nötr faiz seviyesine yakın olunabileceğine dair yönlendirmesi ile farklılaşan iletişim Aralık ve Ocak ayı FOMC toplantılarında da beklentiler ile aynı eksende gerçekleşmiş, yatırımcı kesiminde kısa vadeli kafa karışıklığı yaratmıştı. Dün sona eren toplantıyı da bu minvalde değerlendirmenin doğru olduğuna inanıyoruz. Üyelerin daha önce 2019 yılı için 2x25bp şeklinde yaptıkları –Deniz Yatırım Araştırma beklentimiz Ocak ayı toplantısının ardından 1x25bp olarak güncellenmişti- yönlendirme/beklenti paylaşımı 20 Mart itibarıyla nötr duruşun yansıması olarak 0x25bp –adım atılmayacak şekilde- olarak revize edildi. Genel piyasa ve bizlerin beklentisi 2019 yılı için tek faiz artırım ihtimalinin masada kalması ve toparlanması beklenen global büyüme dinamiklerine paralel yılın ikinci yarısında gündeme gelmesi biçiminde oluşmaktaydı.

Fed’in bir kez daha iletişim ve yönlendirme mekanizmalarında “kağıt üstünde güvercin olarak yorumlanan” güncellemesini risklerin algılanması açısından sanılan ölçekte olumlu okumakta ihtiyatlı davranmayı tercih ediyoruz. Bu noktada piyasa katılımcılarından gösterdiğimiz ayrışma, büyümeye yönelik potansiyel kaygıların ön plana çıkmasından dolayı Fed’in duruş değişikliğine gitmesi ve belki de mevcut faiz oranı aralığının tanımlanan risklerin masadan kalkmaması durumunda faiz artırım döngüsünün son noktası olabileceği ihtimalini masaya getirmesi. Apaçık ortada ki mevcut FOMC yönetimi, vergi indirimlerinin ardından potansiyelinin üzerinde bir bölgeye hızlanan ABD ekonomisinde etkilerin devreden çıkmaya başlaması ve global ekonomide artan risklere paralel resesyon tartışmalarının ortasında geride kalan 10 yıl içerisinde atılan adımların heba edilmesini önlemeye çalışıyor. Öte yandan gelecek dönem içerisinde Amerikan doları fiyatlamaları üzerinde para politikası kaynaklı ek değerlendirme baskısının azalması-belki de ortadan kalkması nedeniyle borçlanma maliyetlerinde yatay-düşük seviyeler görmemiz oldukça yüksek. Fon akımlarının gelişmekte olan ülke varlıklarına hareketliliği ise, her ülkenin ayrı hikayesine paralel değişiklik gösterecektir. Döngü karşıtı kalma riski taşıyan ülkeler ve diğerleri Fed’in duruş değişikliğinden aynı ölçekte yararlanamayabilir.

Büyüme değerlendirmesinin değişmesi, devam eden dış riskler ve bekle-gör politikası

19-20 Mart tarihlerinde gerçekleştirilen FOMC toplantısından büyümeye dair değerlendirmelerde yapılan fikir değişiklikleri ve risk başlıklarının ön planda değerlendirilmesi unsurları dikkat çekti. Hane halkı ve yatırım harcamalarında bir önceki çeyreğe kıyasla azalış olması, devam eden dış riskler ve enflasyonun yüzde 2 olan hedeften yıl içerisinde düşük seyreden petrol fiyatları kaynaklı uzaklaşacak olması nedeniyle Fed'in beklentilerin ötesinde güvercin duruşa geçtiğini düşünüyoruz. Federal fonlama oranı aralığının 2019 yılı için yüzde 2.25-yüzde 2.50 düzeylerinde sabit tutulacağına dair yapılan yazılı ve sözlü yönlendirme ise gerek ABD ekonomisi açısından gerekse global ekonominin sağlığına yönelik tartışmaların yüksek sesle tartışıldığı bu dönemde Fed'in oyun bozucu faktör olmama isteğinin davranış karşılığı olarak yorumlanabilir.

Merakla beklenen ve bir süredir yönlendirmesi yetkili ağızlar tarafından yapılan bilanço normalizasyon sürecine dair ise artık daha somut yönlendirmelerin olduğunu belirtmek gerekiyor. Buna göre, Fed, Mayıs ayından itibaren tahvillerde mevcutta 30 milyar dolar düzeyinde gerçekleştirilen azaltım rakamını Eylül ayına dek 15 milyar dolar seviyesinde sürdürecektir ve söz konusu tarihte sona erecek. Ekim ayı ile birlikte ise portföyde yer alan mortgage tabanlı kağıtlar ile –MBS- tahvillerin değişim süreci başlatılacak. Yani, MBS miktarı azaltılmaya devam ederken, Hazine kağıtlarına ağırlık artırılarak verilecek. Vade konusundaki dağılım ise Başkan Powell'un basın toplantısında da belirttiği üzere henüz net değil ve FOMC katılımcılarının önündeki bir diğer önemli başlık olarak konumlanmakta.

Bir klasik haline gelen, çeyrek sonlarında kamuoyu ile paylaşılan makro projeksiyon değerlendirmelerinde ise ağırlıklı piyasa beklentileri ile paralellik gösterir şekilde revizyonlar gerçekleştirildi. Aralık ayı FOMC toplantısında 2019 yılı için tahmin edilen GSYH büyümesi Mart ayı ile birlikte yüzde 2.3'ten yüzde 2.1'e revize edilirken, benzer şekilde 0.2 puanlık artış işsizlik oranı cephesinde yüzde 3.7 ile gerçekleşti. 2019 yılında beklenen PCE enflasyonu 0.1 puan düşüyle yüzde 1.8, çekirdek PCE ise sabit kalarak yüzde 2 olarak açıklandı. 2020 yılı GSYH büyüme beklentisi yüzde 2'den yüzde 1.9'a çekilirken, işsizlik oranı beklentisi 0.2 puan artışla yüzde 3.8, PCE enflasyonu ise 0.1 aşağı güncelleme ile yüzde 2 olarak paylaşıldı. Uzun dönemli beklentilerde büyüme ve enflasyon rakamları değişikliğe uğramazken, işsizlik oranı yüzde 4.4'ten yüzde 4.3'e çekildi.

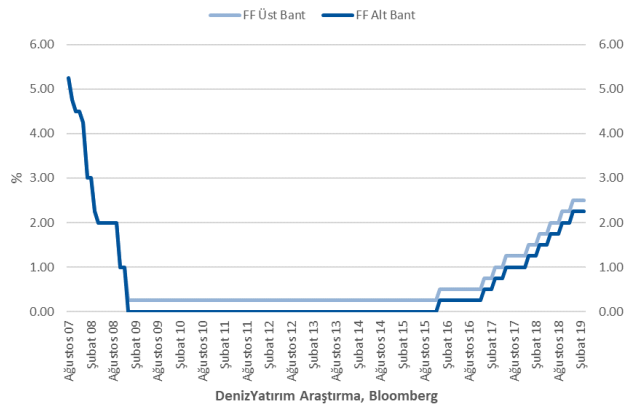
Makro projeksiyonlardaki güncelleme federal fonlama oranı aralığı yönlendirmesinin de değişmesi ile desteklendi. 2019 yılı için faiz adımı olarak nötr duruş tercih edilirken, 2020 yılı 1x25bp şeklinde açıklandı. Dot Plot'a göre, fonlama oranı aralığı 2020 ve 2021 yıllarında yüzde 2.6 seviyesinde sabit kalacak. Uzun dönemli faiz oranı seviyesi ise yüzde 2.8 düzeyinde sabit tutularak Aralık ayı değerlendirmesine göre değişiklik göstermedi.

Başkan Powell'ın bilanço normalizasyon sürecine dair yöneltilen bir soruya verdiği cevaptan aldığımız bilgilere göre, GSYH'nin yüzde 17'si düzeyinde, 3.5 trilyon dolar seviyesinin bir miktar üzerinde yeni bilanço oluşumu söz konusu olacak. Bahse konu rakam, bir süredir –yaklaşık 6 aydır- yaptığımız değerlendirmelerimizde yer verdiğimiz bir rakam olarak öne çıkmaktaydı. Rezervlerin düzeyi ile bilanço arasındaki yakın ilişkiden dolayı yönlendirmeyi şaşkırtıcı bulmadığımızı belirtmek isteriz.

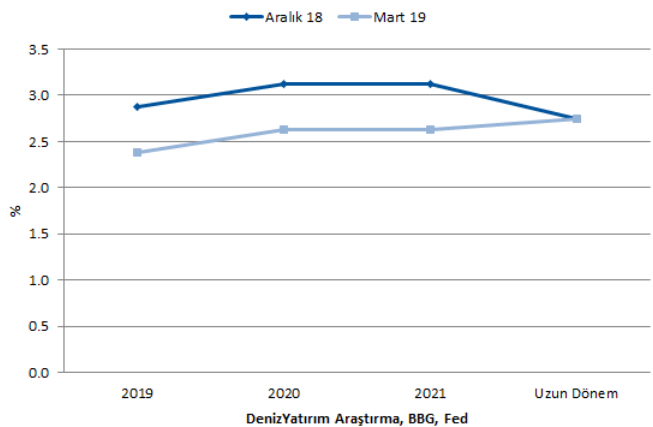
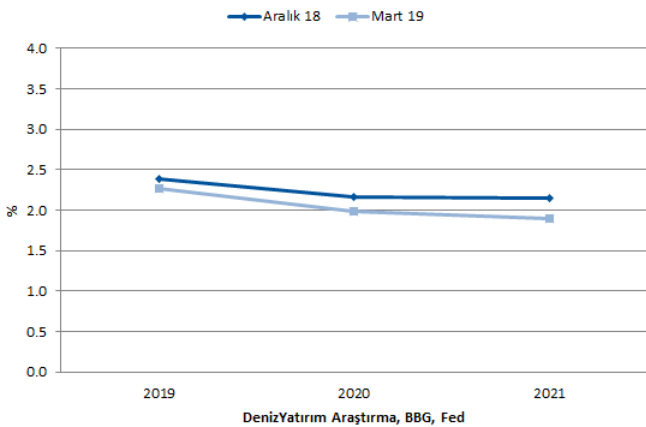
Fed'in "daha güvercin" bir tonda algılanması beklenen güncellenmiş yeni yönlendirmesini kısa vadeli risk iştahı açısından olumlu okurken, orta-uzun vade risklerin ne denli önemli olduğu gerçeğini gözleterek ilk işlemlerin ardından ihtiyatta kalarak süreci gözlemlenmenin mantıklı yatırımcı davranışı

olması gerektiğine inanıyoruz. Evet, şüphesiz ki yabancı para borçlanma maliyetlerinde ve Amerikan doları fiyatlamalarında 2018 yılı ölçeğinde ek baskılanma ihtimali azalacak olsa da global ekonomiye dair risklerin gözetilerek bu tarz bir adımın atıldığı gerçeğini de zihinlerden çıkarmamanın doğru olduğu kanaatindeyiz. BİST 100 endeksi için 12 ay vadeli hedef fiyat seviyemiz olan 125 bin için henüz güncellemeye gitme ihtiyacı duymuyoruz. Genel GOÜ grubu para birimlerinde stresin azalabileceğini düşünmekle birlikte, yerelde liranın performansı açısından yerel seçimler sonrasındaki beklenen reform başlıklarının dikkate alınması, TCMB'nin konsensüs haline gelen faiz indirim sürecini ne zaman ve hangi adımla başlatacağı ve enflasyon görünümü gibi üç önemli konunun diğer gelişmelerin ötesinde etkiye sahip olacağını değerlendiriyoruz. Dolar/lira kuru için yıl sonu kapanış rakamı beklentimiz olan 6.30 düzeyi şu an için korunmakta.

FED faiz oranları



OIS & DOTS faiz oranları



Fed dashboard

Makro Projeksiyonlar	2018	2019	2020	2021	Uzun Dönem
GSYH					
<i>Mart 18</i>	2.7	2.4	2.0		1.8
<i>Haziran 18</i>	2.8	2.4	2.0		1.8
<i>Eylül 18</i>	3.1	2.5	2.0	1.8	1.8
<i>Aralık 18</i>	3.0	2.3	2.0	1.8	1.9
<i>Mart 19</i>	-	2.1	1.9	1.8	1.9
<i>Bir önceki toplantıya göre değişim</i>	-	▼ -0.2	▼ -0.1	▬ 0.0	▬ 0.0
İşsizlik Oranı					
<i>Mart 18</i>	3.8	3.6	3.6		4.5
<i>Haziran 18</i>	3.6	3.5	3.5		4.5
<i>Eylül 18</i>	3.7	3.5	3.5	3.7	4.5
<i>Aralık 18</i>	-	3.5	3.6	3.8	4.4
<i>Mart 19</i>	-	3.7	3.8	3.9	4.3
<i>Bir önceki toplantıya göre değişim</i>	-	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.1	▼ -0.1
PCE					
<i>Mart 18</i>	1.9	2.0	2.1		2.0
<i>Haziran 18</i>	2.1	2.1	2.1		2.0
<i>Eylül 18</i>	2.1	2.0	2.1	2.1	2.0
<i>Aralık 18</i>	-	1.9	2.1	2.1	2.0
<i>Mart 19</i>	-	1.8	2.0	2.0	2.0
<i>Bir önceki toplantıya göre değişim</i>	-	▼ -0.1	▼ -0.1	▼ -0.1	▬ 0.0
Çekirdek PCE					
<i>Mart 18</i>	1.9	2.1	2.1		
<i>Haziran 18</i>	2.0	2.1	2.1		
<i>Eylül 18</i>	2.0	2.1	2.1	2.1	
<i>Aralık 18</i>	2.0	2.0	2.0	2.0	
<i>Mart 19</i>	-	2.0	2.0	2.0	
<i>Bir önceki toplantıya göre değişim</i>	-	▬ 0.0	▬ 0.0	▬ 0.0	
F.F. Oranı					
<i>Mart 18</i>	2.1	2.9	3.4		2.9
<i>Haziran 18</i>	2.4	3.1	3.4		2.9
<i>Eylül 18</i>	2.4	3.1	3.4	3.4	3.0
<i>Aralık 18</i>	2.4	2.9	3.1	3.1	2.8
<i>Mart 19</i>	-	2.4	2.6	2.6	2.8
<i>Bir önceki toplantıya göre değişim</i>	-	▼ -0.5	▼ -0.5	▼ -0.5	▬ 0.0

DenizYatırım Araştırma, Bloomberg

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 dayanarak 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 yayımlanamaz, alıntı yapılamaz ve kullanılamaz.