

## Haftanın Ortası

Güncel konularla her Çarşamba

14 Aralık 2016

Bugün günlerden Fed . Yeni ABD Başkan'ı Trump'tan beklenen nevi şahsına münhasır yönetim şekliyle, belli bir ivme yakalamış ABD ekonomisi birleşince; Amerikan merkez bankasının bu akşam saatlerinde 10 yıl aradan sonra ikinci kez ve yine 25 baz puanla faiz artıracığına kesin gözüyle bakılıyor. Fakat bu faiz artışı çok muhtemel, "güvercin" mesajlı bir söylem eşliğinde gerçekleşecek. Bunun anlamı da bankanın 2017 ve 2018 tahmini faiz artış adımlarında bir değişikliğe gitmeyeceği.

Trump'tan beklenen mali yönlü destek ister düşünüldüğü gibi orta karar olsun, ister beklenenden daha radikal adımlarla olsun; önümüzdeki yılda gelişmiş ekonomilerin hisse senetleri cazip hale gelirken, cari açığı yüksek dış finansman ihtiyacı yüksek, döviz rezervleri nispeten düşük ekonomilerin para birimleri baskı altında olacak. Bu ülkeler içinde düşük faiz verenler de baskıyı daha fazla hissedecek. Şu durumda akla ilk gelen de yine TL oluyor.

### ABD'de reflasyon, peki dünyada?

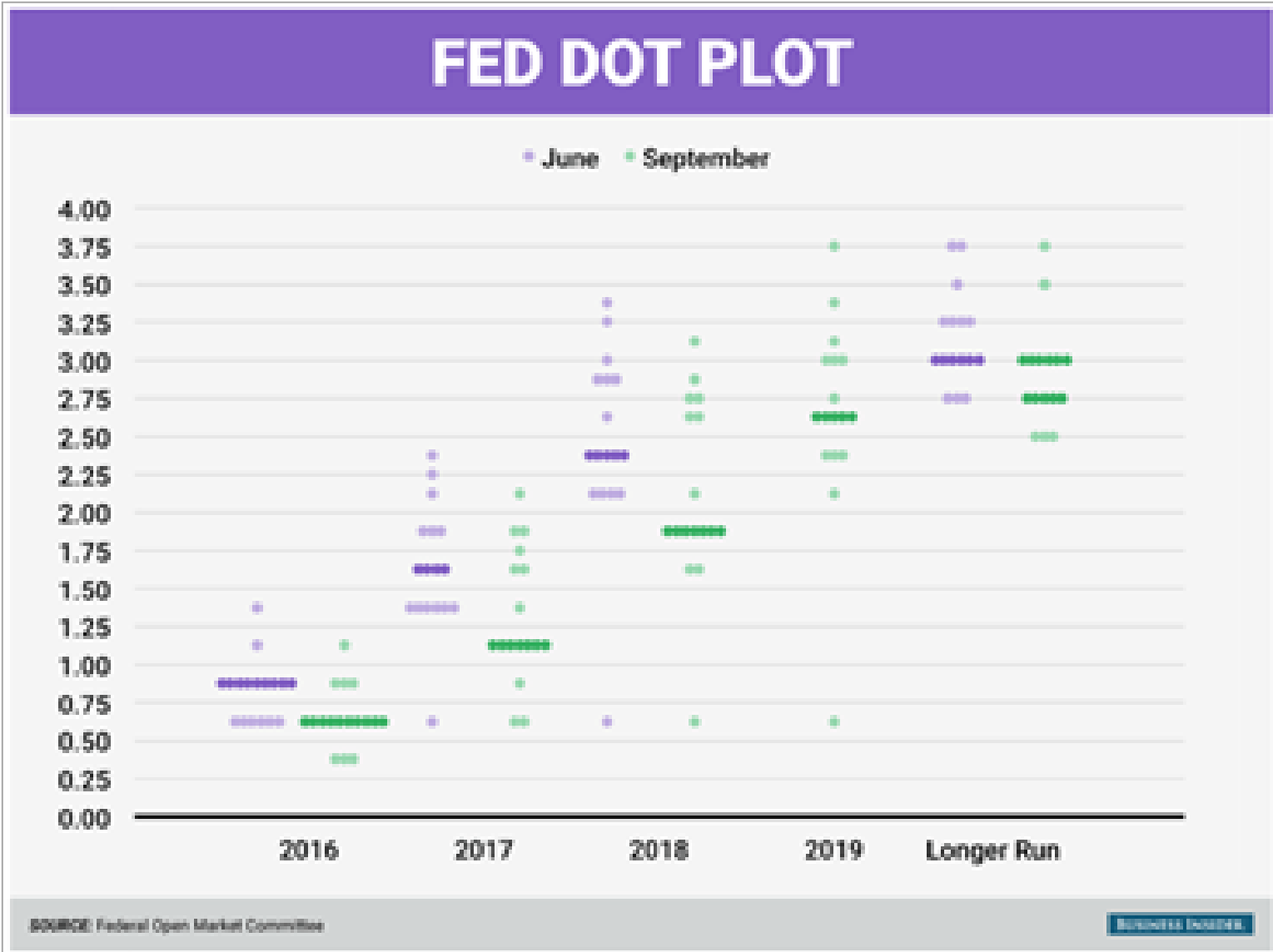
Yine korkunç bir terör saldırısında masum canların katledilişinin verdiği derin acı ve depresyon; her şeye rağmen öncelikli olduğu aşikâr başkanlık sisteminin Meclis'e gelmesi; ekonomide kaybedilen kanı durdurmaya yönelik önlemler denemesi ve sonunda GSMH'deki önemli revizyona rağmen uzun bir aradan sonra ilk kez 3Ç'de küçüldüğü tescillenen Türkiye ekonomisi. Tüm bu önemli başlıkları detaylı tartışmak üzere şimdilik bir yana koyalım.

**Çünkü bugün günlerden Fed. Ve Fed'in alacağı kararlar, yapacağı açıklamalar bugün dünyada hemen herkesi etkileyecek.**

Yeni ABD Başkan'ı Trump'tan beklenen nevi şahsına münhasır yönetim şekliyle, belli bir ivme yakalamış ABD ekonomisi birleşince; Amerikan merkez bankasının bu akşam saatlerinde 10 yıl aradan sonra ikinci kez ve yine 25 baz puanla faiz artıracığına kesin gözüyle bakılıyor. Kısa bir hatırlatma: 2016 başında Fed faiz beklenti matriksinde izlenen dört adımlık faiz

artışı, Haziran'da ikiye inmişti. Bugün beklenen artış gelirse, Fed 2016'da aynen 2015'te olduğu gibi tek seferlik bir faiz artışı yapmış olacak.

Grafik 1: Fed Beklenti Matrisi

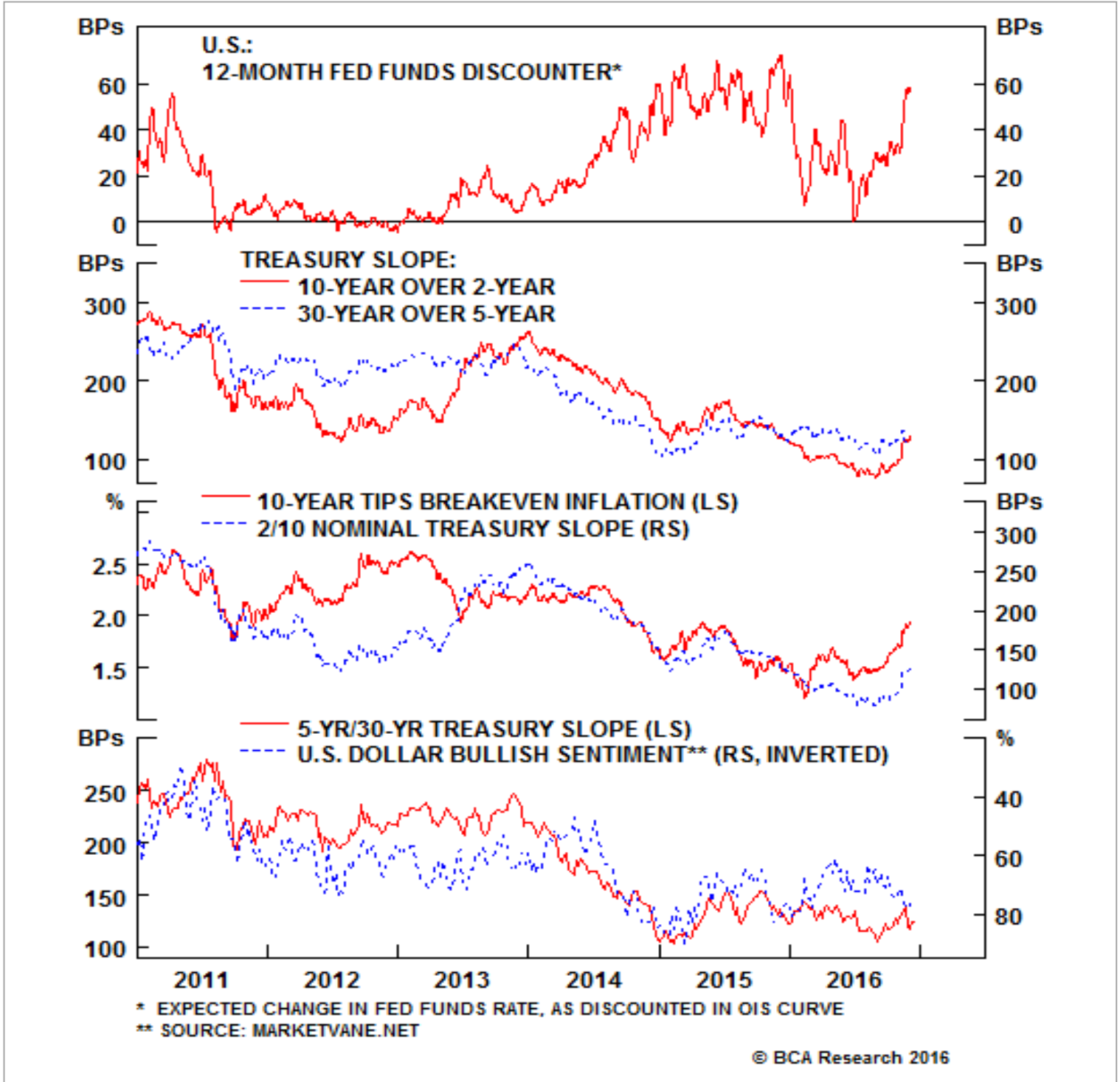


Kaynak: Business Insider, Markit , Egeli & Co.

**Bugün beklenen faiz artışından daha fazla önemsenen konu, Fed'in 2017 ve 2018 genel ekonomik beklentilerine bağlı olarak faiz projeksiyonlarının, başkanlık seçiminin ardından nasıl değiştiğinin ifadesi. Ya da değişmediğinin.** Çünkü, Trump'la birlikte yeni yönetimin ABD ekonomisini "parasal destekleme" döneminden "mali destekleme" dönemine agresif şekilde geçireceği artık neredeyse kesin. Üstelik Trump'ın gerçekliği verilerle ispatlanmış

olgulardan bağımsız ve tahmin edilemez söylemi bu köklü değişime eklendiğinde, atılacak adımların ABD içinde ve dünyada nasıl yankılar oluşacağını kestirmek bugünden imkânsız.

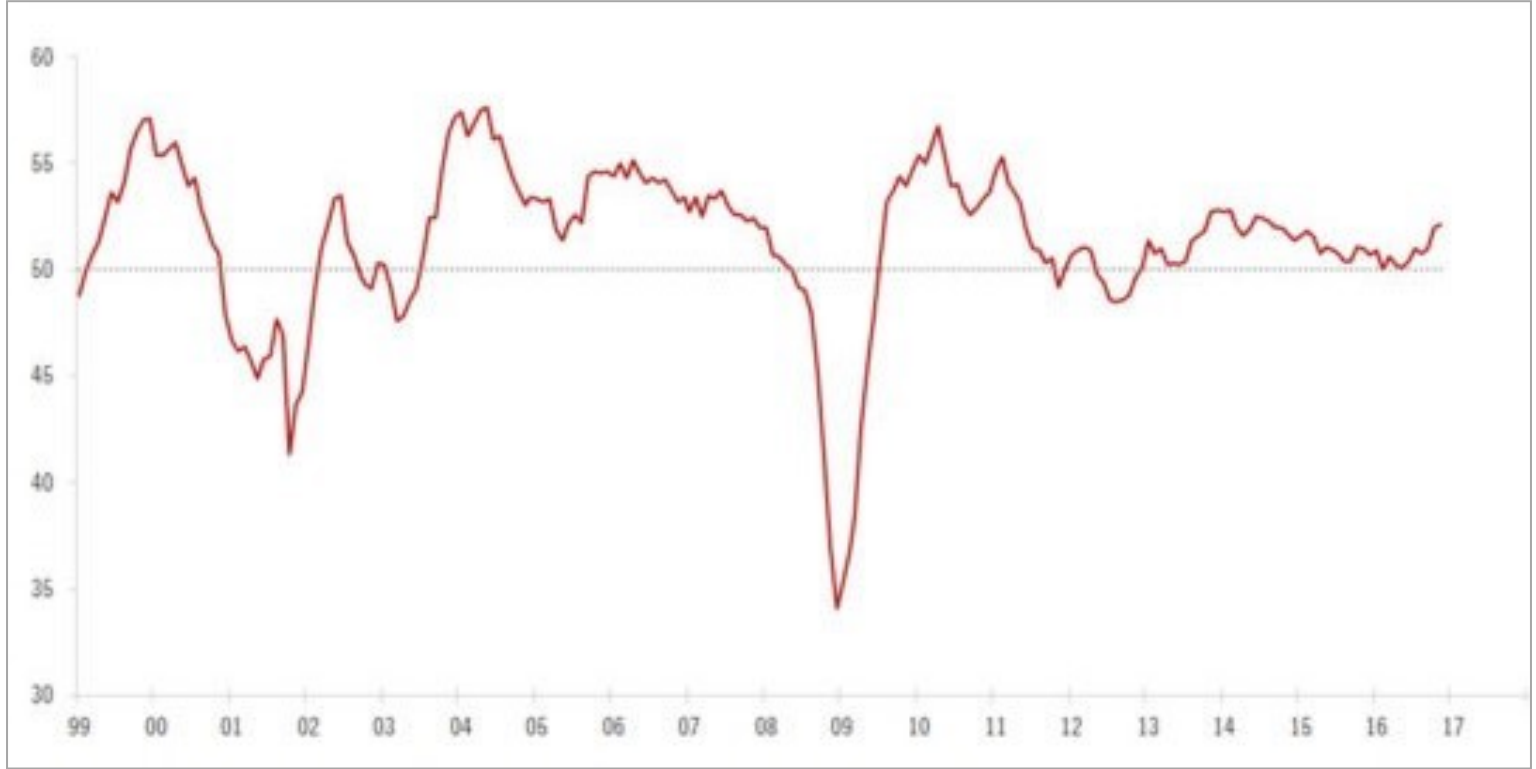
**Grafik 2: ABD Faizler**



Kaynak: BCA , Egeli & Co.

**Yine de şimdilik genel ve iyimser kanı, başkan adayı Trump ile Başkan Trump arasında fark olacağı yönünde.** Ekonomi yönetimine yansımaları açısından bu farkın anlamı, Trump'ın seçim sürecinde kullandığı aşırı korumacı politikalar retoriğini pratiğe dökmeyeceği. Korumacılık duvarlarını kaldırmak yerine, "Amerika'yı yeniden şahane" yapmak için bütçe açıklarını artırmaya ağırlık vereceği; alt yapı yatırımları ve yüksek savunma harcamaları yanında kurumlar vergisini indirerek uygulayacağı mali gevşemenin de GSMH'nin en fazla %1'ine denk geleceği. Yılların parasal gevşemesi ile mali disiplinin gevşemesi birleştiğinde de ABD ekonomisinde büyümenin hızlanması sıklıkla geçen ana tema.

**Grafik 3: Dünya PMI (imalat) Kasım 2016**



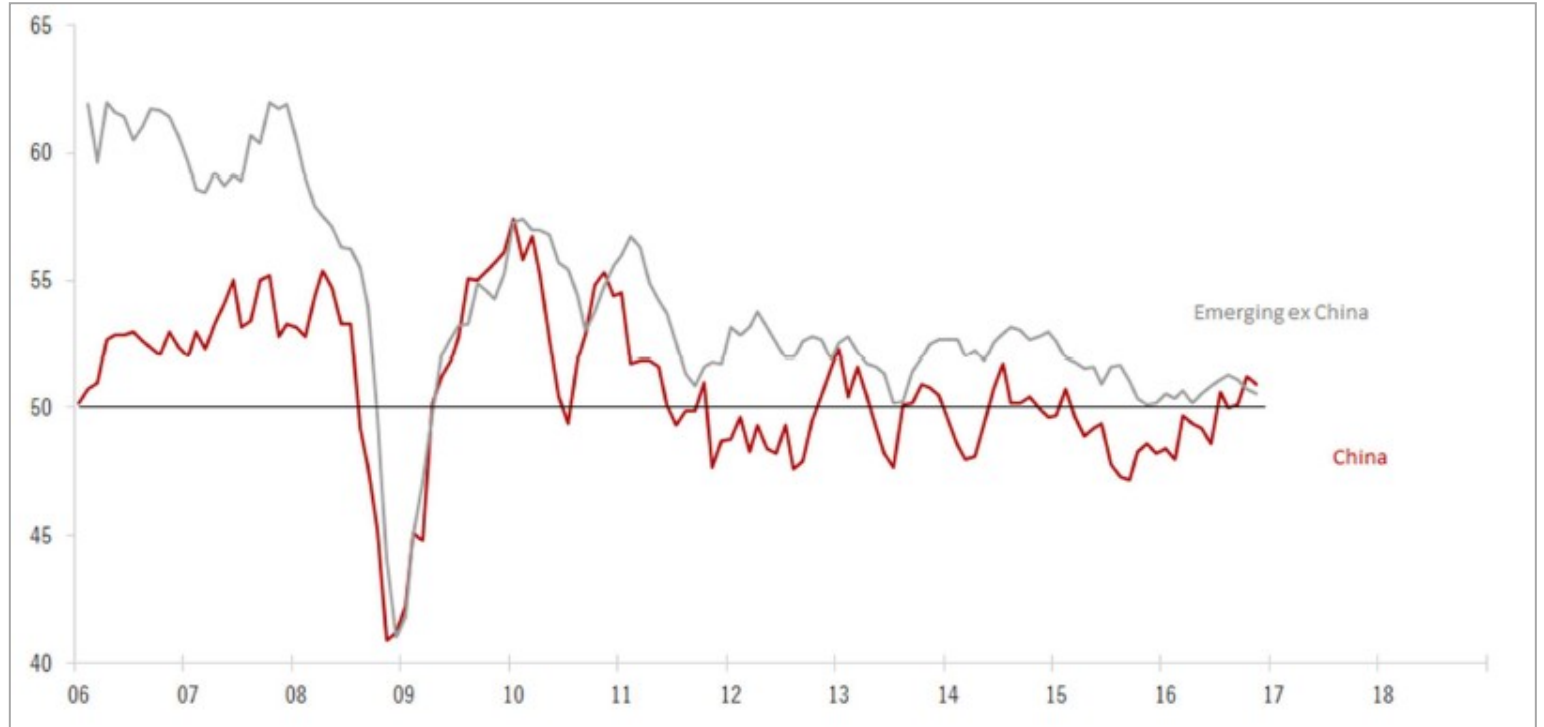
*Kaynak: Pictet, Markit, Egeli & Co.*

**Böylece, 2017'de büyüme beklentilerinde artış ile beraber enflasyon beklentilerinde yükseliş, faiz artış adımlarının fazlaşabileceği beklentisi yaratıyor. Sonuçta ABD tahvillerinde getiri eğrisi de daha dik bir şekil almaya yöneliyor.** Fakat vurgulanması gereken bir nokta, Fed'in bugün de faiz artırsa bile esasta geriden gelmekte olduğu gerçeği. Daha net bir ifadeyle, faiz artırma sürecini ağırdan alan Fed aslında halen ABD ekonomisini destekleyici bir politika izliyor. Fed'in faiz artışlarında ekonomik aktiviteyi yavaşlatıcı bir noktaya doğru

hızlanması için ise, en azından %1,7 civarında olan çekirdek enflasyonun %2'ye yöneldiğine dair somut verilerin elde olması gerekiyor.

**Bu açıdan da Trump'ın mali gevşemeyi gerçekten beklendiği gibi sulandırarak mı başlatacağı, yoksa Trumpvari bir yaklaşımla şok adımlar mı atacağı bu konuda belirleyici olacak gibi görünüyor.** Şimdilik beklentilere yansıyan Trump yönetiminde ABD ekonomisini dünyaya büyüme dalgaları yayacağı yönünde.

**Grafik 4: Gelişmekte Olan Ekonomiler PMI (imalat) Kasım 2016**

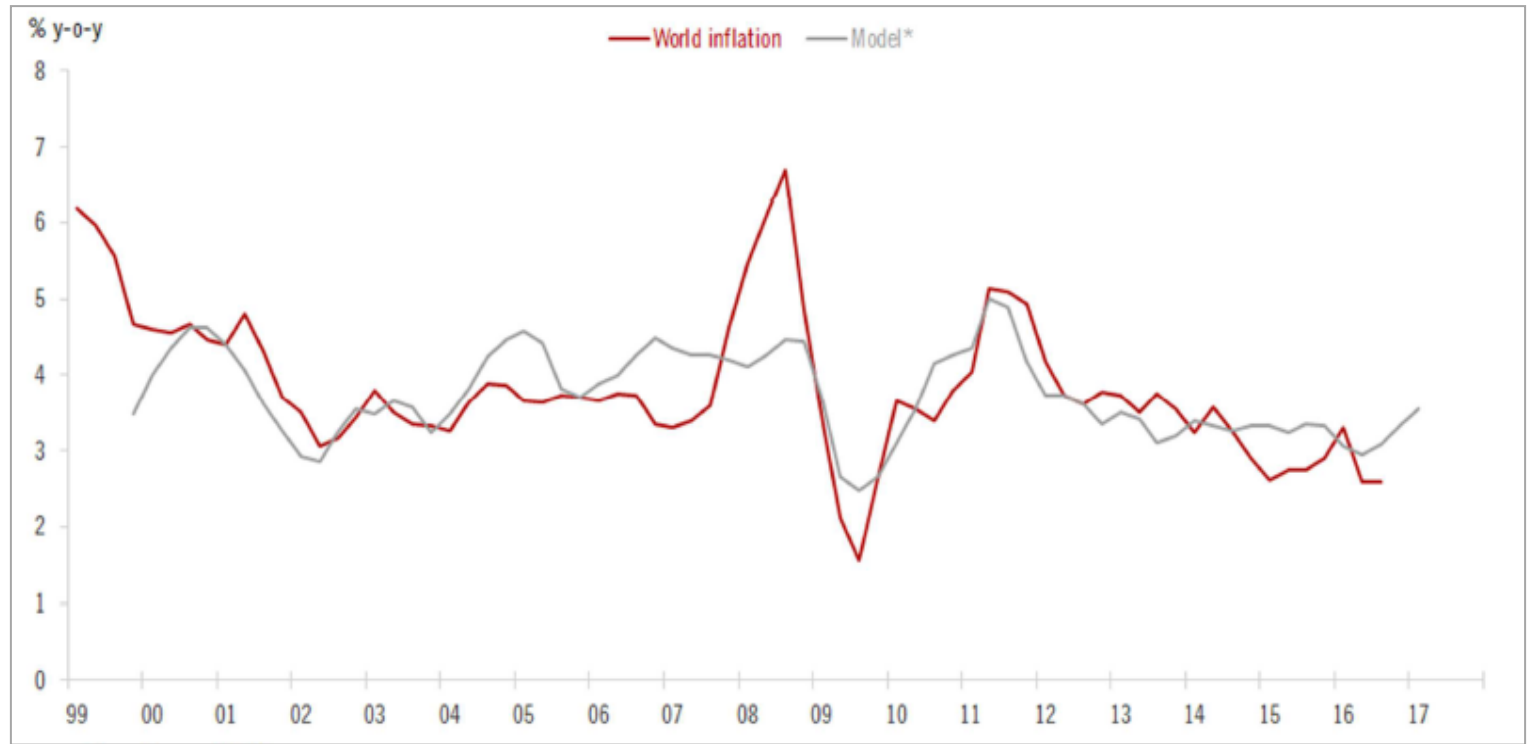


*Kaynak: Pictet, Markit, Egeli & Co.*

**Markit tarafından her ay yayınlanan Satın Alma Yöneticileri Endeksi (PMI) detaylarında gelişmiş ülkeler öncülüğünde bir güçlenme dikkat çekiyor.** Hem de son üç aydır üst üste gelen verilerle. AB için de, Euro bölgesi için de ve özellikle 8 Kasım seçimlerinden sonra daha da kuvvetlendiği şekliyle ABD tarafında da bu gidişat izlenmekte. Tabii tahmin edilebileceği gibi, gelişmekte olan ekonomilerde beklentiler aynı iyimserliği yansıtmıyor. Son 10 yılda artan borçluluk oranları Türkiye dâhil dünyanın hemen her gelişmekte olan ekonomisini Fed'in faiz artışlarına karşı kırılğan bir durumda tutuyor.

**Gelişmiş ekonomilerin dünya ekonomisindeki payı göz önüne alındığında, PMI verilerinden istikrarlı şekilde gelen sinyaller, 2017'nin ikinci yarısında dünya ekonomisinde büyümenin %2,8-3,0 civarından %3,0-3,3 seviyelerine doğru yükselebileceği yönünde.** Gelişmekte olan ekonomilerde önemli durgunluklar oluşacağı düşünülürse (ki Çin'in kabaca %6 civarında büyüme hızını veri olarak) gelişmiş ekonomilerde hareketlenmenin gerçek ölçüsü daha kolay anlaşılabilir. PMI verilerindeki ana trendin aksine, Rusya ve Hindistan hariç gelişmekte olan ülkelerin mevcut durumu, elbette Fed'in geçişlerini yumuşak tutmaya devam etmesine yol açıyor; açmaya da 2017 boyunca devam edecek gibi görünüyor.

**Grafik 5: PMI Anketlerine Göre Enflasyon -Dünya**



Kaynak: Pictet, Markit , Egeli & Co.

**2008'den bu yana Fed başta olmak üzere gerçekleştirilen parasal genişleme tarihte daha önce görülmeyen ölçüde olunca, büyüme deyince tabi hemen ikinci cümle de enflasyon oluyor.** Çünkü bir süredir ABD'de dip yapan işsizlik oranına ücret artışlarının gümbür gümbür eşlik etmesi an meselesi olabilir. Pictet'nin kendi hesaplamalarına göre PMI'da yükselme, ardından enflasyonu da mutlaka getiriyor. Üstelik, istenen bir miktar enflasyonla beraber nominal GSMH'nin

artacak olması küresel borç dinamiklerini düzeltici etkisi açısından da neredeyse dört gözle bekleniyor.

**Fed "gerçekten" enflasyona müdahale edene kadar geçecek sürede hareketlenen ekonomi-canlanan enflasyon denkleminde çeşitli gelişmiş ülkelerde şirket karlarının artacak olması da, herhalde 2017'nin en önemli dinamiklerinden birisi olacak.**

### Uzun lafın kısıası...

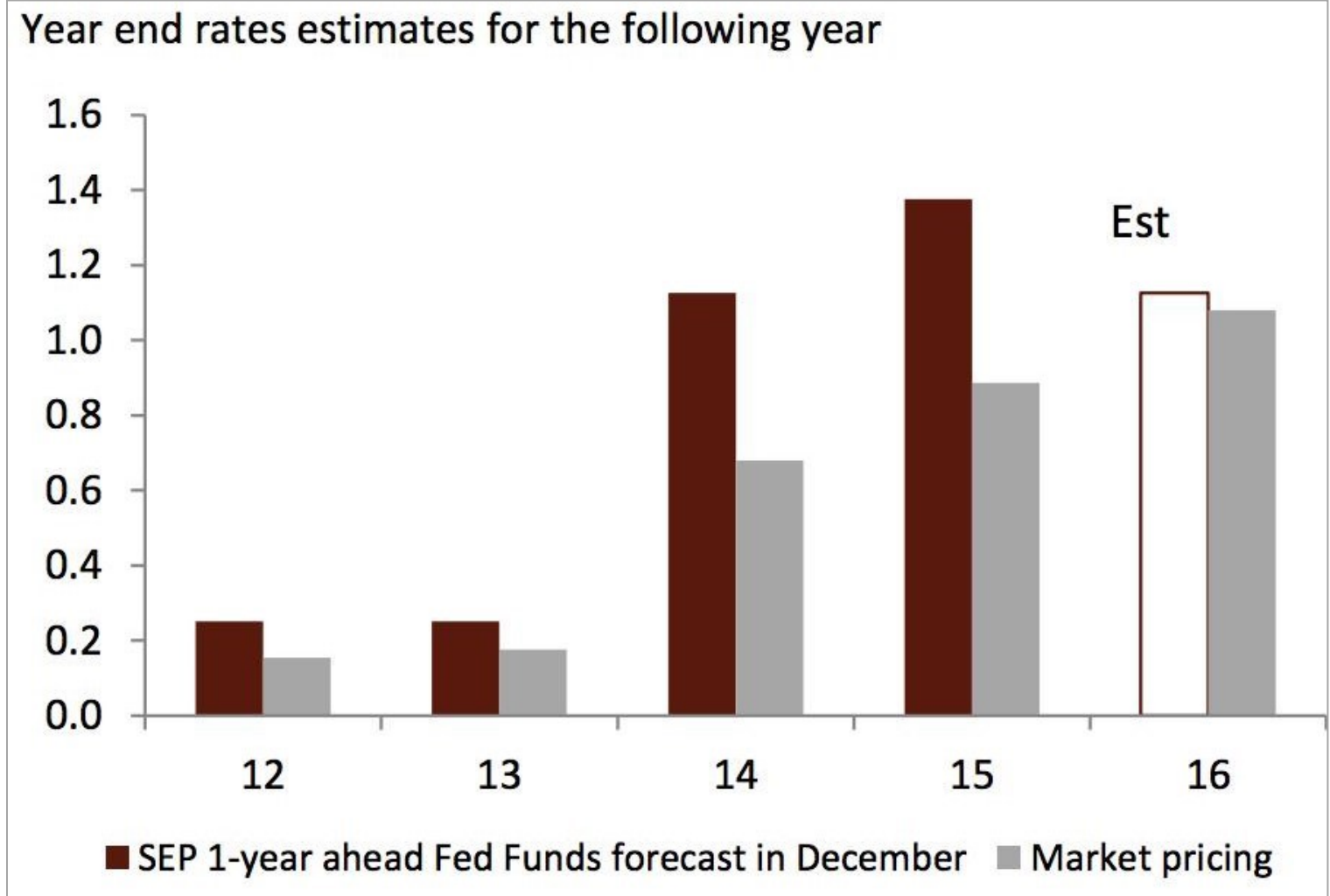
Fed hem ABD ekonomisine hem dünya ekonomisini kollamaya devam ediyor. ABD'de ve dünyada büyümeyi destekleyerek enflasyonist baskıları yönetmeye çalışırken, dolar endeksinin güçlenmesinden darbe yiyen gelişmekte olan ekonomileri de hala her şeye rağmen erkenden boğmamaya çalışıyor.

**Şu durumda, dünya bu akşam Fed'den çok muhtemel "güvercin" mesajlı bir faiz artışı görecektir.** Bunun anlamı, Fed'in sınırlı faiz artışını yumuşak bir söylemle gerçekleştireceği; daha da önemlisi 2017 ve 2018 tahmini faiz artış adımlarında bir değişikliğe gitmeyeceği.

Bunun ilk etkisi, dolar endeksinde bir gevşeme olarak yansıyabilir. Seviye vermek nafile bir çaba ancak, TL'nin de bu süreçte sınırlı bir değer kazanması mantıklı. Gerçi, Türkiye özelinde başkanlık sistemi geri sayımının yarattığı polemikler, potansiyel yeni terör saldırıları gibi gündem maddeleri olursa, TL'deki değer kazancının oldukça oldukça sınırlı kalacağını düşünmek gerek. **Fakat, Fed'in faiz artırmaya devam edeceği gerçeği, bu eğilimin 2018'de daha da ciddiye binmesinin beklenmesi ve bir de Trump'ın yarattığı bilinmezlik faktörü, doların küresel ölçekte değer kazanmasında daha alınacak yol olduğuna işaret ediyor.** Bu da tabii eş zamanlı olarak bir süre ara verse de, TL'nin değer kaybının son bulmadığı ve 2017 ikinci yarıda bir tur daha hızlanacağı anlamına geliyor.

Düşük bir olasılık olsa da, Fed'in bugün daha sert mesajlarla, tahminlerini yukarı yönde revize ederek faiz artışı gerçekleştirmesi de mümkün. Bu da tabii, Trump'ın sert adımlarla ilerleme

Grafik 6: Fed ve Piyasanın Faiz Artışı Beklentileri (bir sonraki seneye için)



Kaynak: Renaissance Macro Research, Haver Analytics , Egeli & Co.

olasılığının yükseldiğine ve akabinde doların pek de soluk almadan yoluna devam edeceğine işaret. Fakat şimdilik bu senaryo genel beklentilerin dışında.

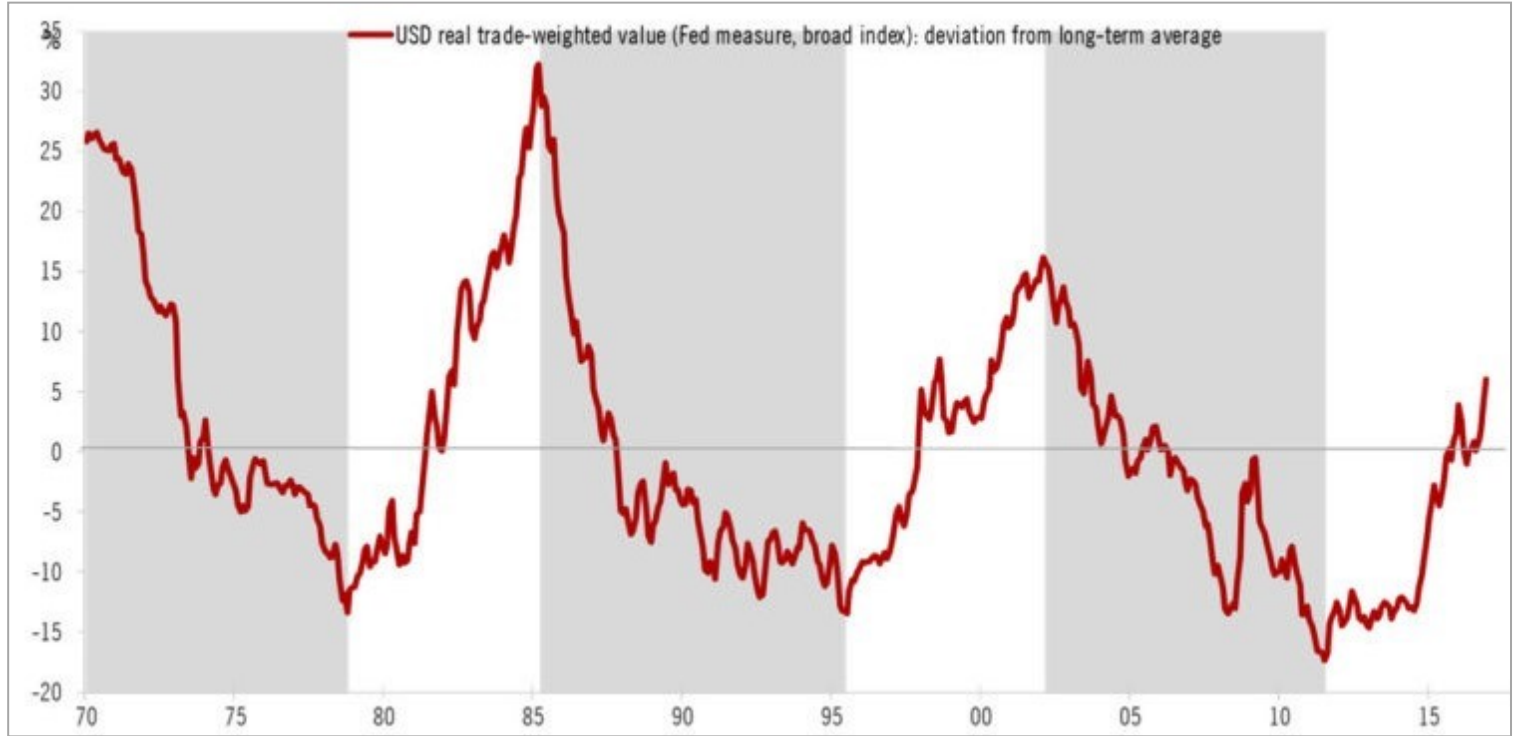
**Kısaca, bugün Fed gerçekleştirmesi beklenen faiz artışını yumuşak bir söylemle, 2017 faiz artış tahminlerinde bir değişikliğe gitmeden gerçekleştirecek büyük olasılıkla.**

Uzunca bir süredir ilk kez Fed'in bir sonraki yıla ait faiz tahminleriyle piyasanın beklentisi tam olarak örtüşmekte zaten. **Bu senaryoda, dolar endeksinin geçmiş dönem artışları da göz önüne alındığında 2018'de mevcut depremin bitmiş olması ve doların uzun soluklu bir dinlenme dönemine geçmesi gerekli.**



**Fakat diğer yandan, Trump düşünülenden daha radikal şekilde ekonomiye mali destek atmaya başlarsa, ya da işler o veya bu şekilde beklenenden iyi giderse; 2017’de Fed faiz yönlü riskler ciddi oranda beklenenden daha fazla faiz artışı yönünde. Bu senaryoda dolar 2018’de de güçlenmeye devam eder. Gelişmekte olan ekonomiler daha fazla daha uzun süre zorlanırlar.** Bugünden bakınca beklentilerin içinde olmayan bu senaryoya kayma olup olmadığı konusunda 2017 boyunca uyanık kalmak çok önemli.

**Grafik 7: Dolar Endeksinde Güçlenme Ortalama 6,5 Yıl**



Kaynak: Pictet, Markit , Egeli & Co.

Trump’tan beklenen ekonomik destek ister düşünül­düğü gibi yılın ikinci yarısında ve orta karar olsun, ister beklenenden daha radikal adımlarla hemen olsun; önümüzdeki yılda gelişmiş ekonomilerin hisse senetleri cazip hale gelirken, cari açığı yüksek dış finansman ihtiyacı yüksek, döviz rezervleri nispeten düşük ekonomilerin para birimleri baskı altında olacak. Bu ülkeler içinde düşük faiz verenler de baskıyı daha fazla hissedecek. Şu durumda ilk akla gelen de elbette TL oluyor. Fakat Türkiye para biriminin zayıflaması açısından lider potansiyeli taşısa da aslında tek başına değil. Yüksek faizi vermeyen diğer Asya para birimleri de benzer bir baskı altında kalacak. Faizini yükseltebilen ülkeler ise, ilk başta girdikleri yavaşlama evresini iyileşen küresel büyüme

beklentileri, artan risk iştahı ve beraberinde toparlanan küresel ticaret sayesinde tempolu şekilde atlatabilecekler.

**Türkiye’de önümüzdeki altı ayda öncelik başkanlık sisteminin referandumda onaylanması olduğuna göre, TL’nin seviyesini korumak amaçlı faiz artışlarını görmek kolay olmayacak. Şu durumda da, TL’nin değer kayıplarının devamını izlemek olası görünüyor.**

**Fakat bugün günlerden Fed olduğuna göre, önce Fed’in kodlarını çözmek, ardından Türkiye’de olan biteni taze bir perspektifle anlamlandırmaya çalışmaya geri dönmek gerekiyor.**

-0-

10 Aralık günü yaşanan terör olayında hayatını kaybedenlere rahmet, geride bıraktıkları sevenlerine de sabır diliyoruz.

## İletişim:

**Güldem Atabay Şanlı**  
Direktör, Araştırma ve Strateji

+90 532 347 82 06  
guldem.atabaysanli@egelico.com

Bu doküman Egeli & Co. Portföy Yönetim A.S. ("Egeli & Co." Mersis No: 0-3254-1422-0400018) tarafından hazırlanmıştır. Egeli & Co. SPK düzenlemelerine tabi ve SPK tarafından düzenlenen yetki belgesine sahip, kendine değer yaratmaya adanmış bağımsız bir portföy yönetim şirketidir. (Yetki belgeleri: 03.11.2010 PYS./PY. 35/946 ve 03.11.2010 PYS./YD. 15/946). Portföy yönetimi ve yatırım danışmanlığı hizmeti veren Egeli & Co. 2002 yılından bu yana, dürüst ve seçkin yaklaşımı ile yerli ve yabancı kurumsal yatırımcılara, aile şirketlerine ve özel bireysel portföylere hizmet etmektedir. Başarısı, yatırımcıları için yurtiçi ve yurtdışında geliştirdiği finansal ürünler ile değer yaratma becerisinden gelmektedir. Egeli & Co.'yu diğerlerinden ayıran fark alternatif varlık sınıflarına ve yatırım temalarına odaklanmasıdır. Egeli & Co. Türk sermaye piyasalarındaki alternatif yatırım temaları alanında bulunan geniş bilgi, tecrübe ve geçmiş performansı ile yatırımcıları için uzun vadeli yatırımlarla önemli getiriler yaratmaktadır.

## YASAL UYARI:

Bu rapor ve yorumlardaki yazılar, bilgiler ve grafikler, ulaşılabilen kaynaklardan iyi niyetle ve doğruluğu, geçerliliği, etkinliği velhasıl her ne şekilde, suret ve nam altında olursa olsun herhangi bir karara dayanak oluşturması hususunda herhangi bir teminat, garanti oluşturmadan, yalnızca bilgi edinilmesi amacıyla derlenmiştir. Bu belgedeki bilgilerin doğruluğu, güvenilirliği ve güncelliği hakkında gerekli özeni göstermekle birlikte bu bilgilerin güvenilirliği, doğruluğu, güncelliği ve eksiksizliği hakkında hiçbir garanti vermemektedir. (Varsa) Yürürlükteki herhangi bir yasa veya düzenleme ile sorumluluğun sınırlandırılması ölçüde tasarruf olarak, Egeli & Co., yöneticileri, çalışanları, temsilcileri ve ajansları bu belgenin içeriği, hatası veya eksiklerinden ya da bu bilgilere dayanılarak yapılan işlemlerden doğacak her türlü maddi/manevi zararlardan (ihmal olup olmadığı ya da başka bir şekilde olursa da) ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı sorumlu tutulamaz. Herhangi bir şirket, sektör, hisse veya yatırım için detaylı ve tam bir analiz değildir. Egeli & Co. her an, hiçbir şekilde ve surette ön ihbara ve/veya ihtaraya gerek kalmaksızın söz konusu bilgileri, tavsiyeleri değiştirebilir ve/veya ortadan kaldırabilir. Bu rapor hangi amaçla olursa olsun çoğaltılamaz, dağıtılamaz ve yayımlanamaz.