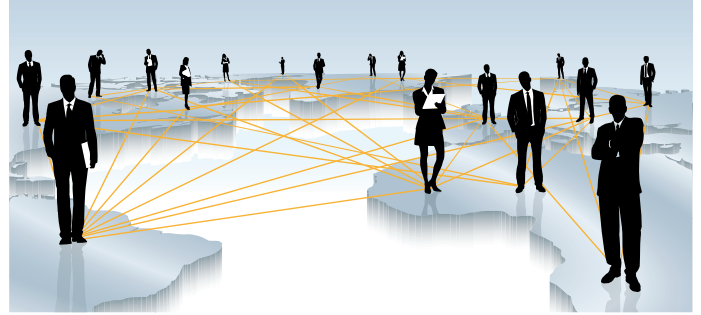


PIYASALARDA YAŞANAN GELİŞMELER

Fed'in yazın faiz artırma ihtimalini, zayıf istihdam verisi frenledi.

Nisan ayı sonuna kadar, gelişmekte olan ülke borsalarında ortalama olarak ABD doları bazında %6 getiri, tahvil faizlerinde 65 baz puan gerileme ve para birimlerinde %5,4 değer kazancı oluşması, Mayıs ayının mevsimsel trendlere uygun bir şekilde küresel olarak satışların ve kâr realizasyonlarının yaşandığı bir ay olma özelliğini bu yıl da korumasına zemin hazırladı. Bu pozisyon azaltma motivasyonunun yanında, küresel risk iştahının başta Fed'in faiz artırımının öne çekilmesi olmak üzere haber akışı sebebiyle zayıflaması da gelişmekte olan piyasalarda satışları hızlandırdı. Yurtiçinde siyasi gelişmeler, piyasa göstergelerindeki olumsuz performansın diğer gelişmekte olan ülkelere daha belirgin olmasına yol açtı.

Gelişmekte olan ülke borsaları Mayıs ayında ABD doları bazında %3,9 gerilerken, BİST100 dolar bazında %13,9 ve Türk lirası olarak %8,8 değer yitirdi. Tahvil faizleri gelişmekte olan ülkelerde 27 baz puan ile sınırlı kalan bir yükseliş



yaşarken, yurtiçinde ortalama 45 baz puan ile daha belirgin bir artış vardı. Türk lirası ise %5,5 değer kaybı ile Mayıs ayında gelişmekte olan ülke para birimlerinden %1 daha zayıf kaldı. Ocak-Nisan döneminde yurtiçi tahvil ve hisse senedi piyasalarına park eden 4,6 milyar dolarlık yabancı sermaye girişinin 0,4 milyar doları Mayıs ayında tersine döndü. Ancak yabancıların daha hızlı giriş-çıkış yapabildikleri para piyasası işlemlerinde çok daha sert satış yaptıkları hesaplanmaktadır. Bu döviz talebi ise yurtiçi yerleşiklerin döviz mevduatlarındaki 7 milyar dolara ulaştığını hesapladığımız satış ile karşılanmış, Türk lirasında daha sert oynaklıklar oluşması engellenmiştir.

Fed'in Nisan ayında yaptığı toplantısında faiz artırımlarında temkinli olunacağı mesajı verilmiş olmasına karşın, Mayıs ayında bu toplantıya ait tutanaklar yayınlandığında, Fed üyelerinin çoğunluğunun ekonomide hızlanma görülmesi durumunda Haziran ayında faizin artırılmasını savunduğu anlaşılmıştır. Mayıs ayı boyunca Fed yetkililerinin konuşmaları da bu mesajı teyit eder nitelikte olmuş, son olarak Fed Başkanı Yellen önümüzdeki aylarda faiz artırımı olabileceğini söylemiştir. Böylece, daha önceden sene sonuna doğru yoğunlaşan faiz artırım beklentileri Temmuz ayına doğru geri çekilmiştir. Buna karşın, küresel risk algısı açısından takip edilen VIX ve MOVE gibi sırasıyla ABD'de hisse senedi ve tahvil piyasası oynaklıklarını ölçen endekslerde çok sınırlı yükselişler olmuş, ABD'de 10 yıl vadeli tahvil faizlerinde %1,72'den %1,85'e doğru çok sınırlı bir hareket oluşmuştur. Bu durum, Fed'in faiz artırım sürecinin eskisinden farklı olarak piyasalarda çok negatif bir karşılık





bulmayabileceğini düşündürmektedir.

Küresel oynaklık dönemlerinde bir sigorta görevi görmesi için tasarlanan geniş faiz koridoruna olan ihtiyacın azaldığını değerlendiren Merkez Bankası, küresel para politikalarının normalleşme sürecini (Fed'in faiz artırım süreci) Mart ayından bu yana yurtiçi para politikası mekanizmasında bir sadeleşme fırsatı olarak değerlendirmektedir. Bu kapsamda, Fed'in faiz artırım sürecinin piyasaları sarsmayacağı algısı ve yurtiçinde enflasyonun düşük seviyeleri, Merkez Bankası'nın faiz indirimlerine ve para politikasında sadeleşmeye Mayıs ayında devam etmesine olanak vermiştir. Mayıs ayındaki 50 baz puan ilave indirim ile bu yılki toplam faiz indirimleri 125 baz puana ulaşmış, indirimler sadece Merkez Bankası'nın faiz koridorunun üst bandında geçerli olmuştur. Sene başında, faiz koridorunun alt ve üst sınırları sırasıyla %7,25 ve %10,75 iken, Mayıs ayında üst bant %9,5'e gerilemiştir. Merkez Bankası'nın bankacılık sistemine verdiği fonlamanın ortalama maliyeti ise sene başında %9'a yakın seviyelerdeyken, Mayıs ayında %8,3-8,4 seviyelerine gerilemiştir. Mayıs ayında ortalama fonlama maliyetindeki düşüş ise 20 baz puan olmuştur.

Nisan ayında göreve gelen Merkez Bankası Başkanı Murat Çetinkaya'nın döneminde iletişimi iyileştirmeyi hedefleyen Merkez Bankası yetkilileri, faiz indirimlerine devam edileceği ancak indirim alanın daraldığı yönünde mesaj verdiler. Önümüzdeki dönemde, faiz koridorunun üst bandının toplam 50 baz puanlık ilave indirim ile %9 seviyesine, ortalama fonlama maliyetinin ise %8'e kadar gerilemesi mümkün görünmektedir. Ancak, Merkez Bankası'nın nihai hedefi sadece faiz indirmek değil, aynı

zamanda para politikasındaki çoklu faiz sistemini sonlandırmaktır. Bu başarılsa, ekonomide hissedilecek faiz indirimi 50 baz puandan çok daha fazla olacaktır.

Merkez Bankası için asıl test, Fed faiz artırmaya başladığında yaşanabilir. Beklendiği gibi Fed'in artırımını piyasalarda sert oynaklıklara sebep olmaz ise, bu test kolay geçilebilir. Ayrıca, son dönemde yurtiçi enflasyon görünümünde oluşan iyileşmenin korunması da Merkez Bankası'nın daha düşük faiz ortamını sürdürebilmesi için önemli olacaktır. Mayıs ayında TÜFE enflasyonu %6,6 ile Nisan ayına kıyasla yatay kalmış, ancak dipten yükselişin başlayacağı yönündeki beklentilerle kıyaslandığında daha olumlu bir gerçekleşme olmuştur. Çekirdek enflasyonun %9,4'ten %8,8'e gerileme hızı da beklentileri olumlu yönde şaşırtan bir faktör olmuştur. Haziran ayında enflasyonun bir miktar yükselebileceğini ancak çekirdek enflasyonun yataya yakın kalabileceğini düşünüyoruz. Yılın kalanında ise, manşet enflasyonda %7,9'a doğru yükseliş, çekirdek enflasyonda ise %7,5'e doğru düşüş görmeyi bekliyoruz. Ancak, gıda enflasyonunun tarihsel olarak istisnai olarak değerlendirilebilecek düşük seviyelerini koruması durumunda TÜFE enflasyonun sene sonunda %7,5 civarında kalması da mümkün olabilir. Yukarıda bahsettiğimiz faiz senaryosunun bu enflasyon beklentileri ile uyumlu olduğunu düşünüyoruz.



Haziran ayının ilk haftasında ABD’de yayınlanan tarım dışı istihdam verisinin beklentilerin ve geçtiğimiz ayların ortalama trendinin belirgin şekilde altında kalması, Fed’in planladığı gibi kısa vadede faiz artırılabileceği konusunda yeniden soru işaretleri yaratmıştır. ABD’de tüketim harcamalarının ikinci çeyrekte canlanacağına işaret eden bazı veriler dışında, öncü büyüme göstergelerinin geriliyor olması da Fed’in en azından Haziran ayını pas geçmeyi tercih edeceğine dair beklentileri desteklemiştir. Ancak, 14-15 Haziran’da yapılacak Fed toplantısı yine de piyasalarda trendi belirlemek açısından kritik olacaktır. Fed, her üç ayda bir yayınladığı faiz projeksiyonları ile bu yıl içinde iki faiz artırımı konusunda ısrarcı olduğu mesajını verirse, Türkiye gibi gelişen piyasalar açısından negatif etkisi olabilir. Fed politikalarına dair belirsizliğin yanında, İngiltere’nin 23 Haziran’da Avrupa Birliği üyeliğini sürdürüp sürdürmeme konusunda yapacağı referandum öncesinde de yatırımcıların daha temkinli oldukları izlenebilir. Diğer yandan, gelişmiş ülkelerde düşük faiz ortamının devam etmesi, kısa vadeli oynaklıklar olsa dahi, gelişmekte olan ülkeler açısından destekleyici

rolünü sürdürmektedir.

Yurtiçinde ise, Haziran ayında veri akışının büyüme, enflasyon ve cari açık tarafında olumlu kalmasını bekliyoruz. Dolayısıyla, küresel gelişmeler risk iştahını zayıflatmadığı sürece, yurtiçi makroekonomik dinamikler yatırım ortamı açısından destekleyici olmaya devam etmektedir. Faiz indirimlerinin ve sadeleşmenin ise özellikle tahvil piyasasında olumlu yansımaları sürebilecektir. Risk olarak ise, anayasa değişikliği ve muhtemel bir referandum gibi konuların siyasi takvimde yarattığı belirsizlik ön plana çıkmaktadır. Ayrıca, bankacılık sisteminde kredi büyümesinin yavaş seyri ve kredi kalitesindeki bozulma, orta vadeli yansımalar açısından yakından takip edilmektedir. Kredilerde faiz indirimleri paralelinde beklenen canlanmanın oluşmaması durumunda ilave tedbirlerin gelip gelmeyeceği piyasa performansı açısından önemli olacaktır. Son olarak da, Nisan ayı ortalaması olan 43,3 dolardan 47,6 dolara yükselen Brent petrol fiyatı, bizce şimdilik enflasyon ve cari denge açısından tehdit yaratmamaktadır. Ancak, yükselişin 50-55 dolar bandını aşmaması önemli olacaktır.

Bu raporda yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum ve istatistiki şekil ve değerler hazırlandığı tarih itibarıyla mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan derlenerek hazırlanmıştır. Raporda sunulan görüş, bilgi ve veriler, yatırımcılara kendi oluşturacakları yatırım kararlarında yardımcı olmayı hedeflemekte olup, herhangi bir menkul kıymetin alım-satım teklifi ve/veya taahhüdü anlamına gelmemektedir. Yatırımcıların verecekleri yatırım kararları ile bu raporda sunulan görüş, bilgi ve veriler arasında bir bağlantı kurulamayacağı gibi, burada yer alan bilgi, değerlendirme, yorum ve istatistiki şekil ve değerlendirmelerin kullanımı sonucunda ortaya çıkacak doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan İş Portföy’ün ya da çalışanlarının herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır. Raporda yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Geçmişteki performanslar gelecekteki performansın bir göstergesi ya da garantisi olarak kabul edilmemelidir. İşbu rapor, Fikir ve Sanat Eserleri Kanunu ve Türk Ceza Kanunu uyarınca koruma altındadır; İş Portföy’ün yazılı izni olmadıkça değiştirilemez, kopyalanamaz, çoğaltılamaz, yayımlanamaz veya bilgisayar sistemlerine aktarılamaz. Aksi davranışlara karşı her türlü yasal yola başvurma hakkımız mahfuzdur.