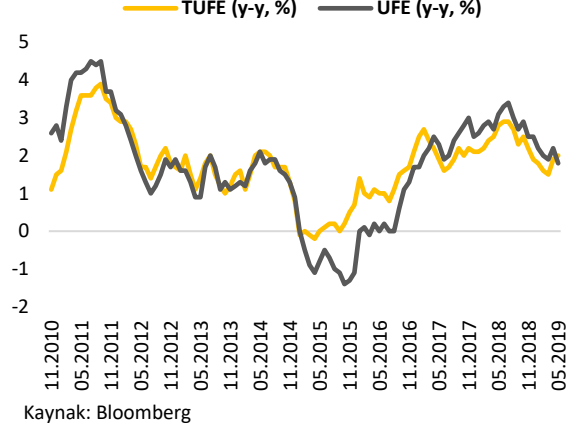
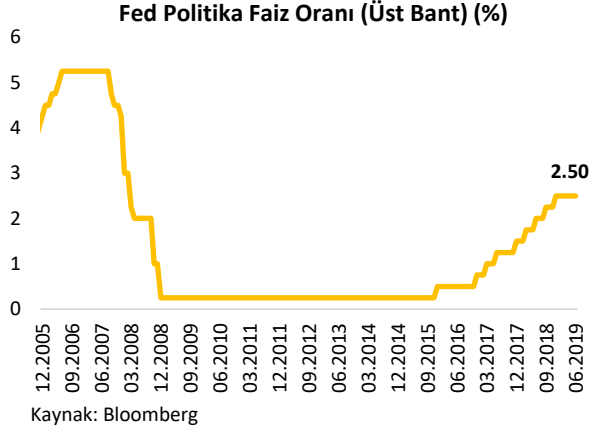


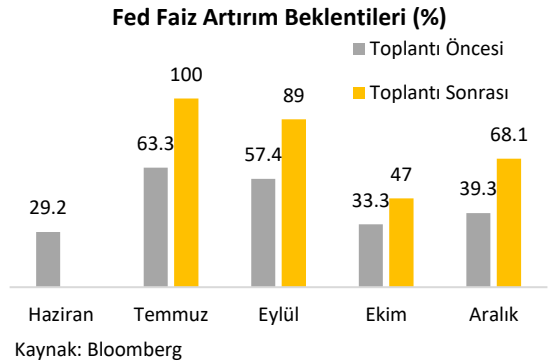
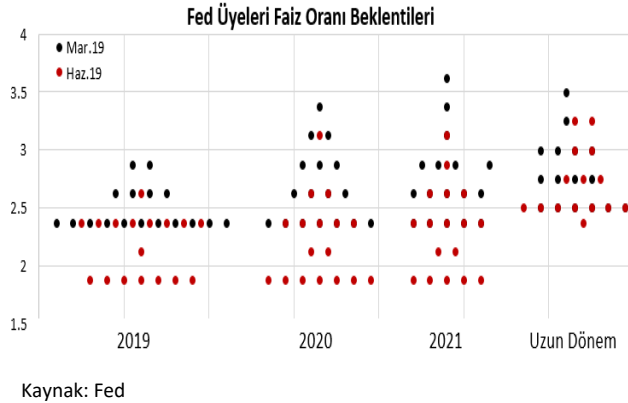
Fed'in yeniden faiz indirimine başlaması piyasalar için olumlu mu?

18-19 Haziran 2019 tarihli Fed toplantısında beklendiği gibi faiz oranlarında bir değişikliğe gidilmedi ancak önümüzdeki döneme ilişkin faiz indirimi sinyali verildi. Böylece Fed'in Temmuz ayındaki toplantısında faiz indirimine gitmesine kesin gözüyle bakılıyor. Peki ama uzun süreli düşük faiz döneminin ardından 2015 yılı Aralık ayında yeniden faiz artırımına başlayan ancak faizleri çok yükseltmeyen Fed'i yeniden faiz indirimi kararına iten nedenler neler ve bu faiz indirimi ekonomiyi nasıl etkileyecek? Bu haftaki raporumuzda Fed'in son toplantısını ve olası faiz indirimini değerlendireceğiz.



ABD Merkez Bankası (Fed) Açık Piyasa Komitesi (FOMC) Haziran ayı toplantısında politika faiz oranını piyasa beklentilerine paralel olarak %2.25 ile %2.5 aralığında sabit bıraktı. Söz konusu toplantıdan gelecek açıklamalar, faiz indirimi sinyali verilip verilmeyeceği ve ABD Başkanı Trump'ın Fed'e eleştirilerde bulunması nedeniyle merakla bekleniyordu. Fed piyasalarda da fiyatlandığı üzere 2019 yılında faiz indirimine gidilebileceği sinyali verdi. Böylece piyasada Fed'in Temmuz ayında faiz indirimine gideceği beklentisi toplantı öncesindeki %63.3'ten %100'e yükseldi. 2015 yılı Aralık ayı toplantısında faiz artırımına giderek para politikasında sıkılaştırmaya başlayan Fed'in o dönemden bu yana toplamda 225 baz puan faiz artırımını yaptıktan sonra ilk kez faiz indirim için sinyal vermesi önem arz ediyor. Fed 2018 yılı Aralık ayı toplantısında 2019 faiz artırımını tahminini 3'ten 2'ye indirirken, 2019 yılı Mart ayı toplantısında 2019 için faiz artırımını tahmini 2'den 0'a çekmişti.

Toplantı sonrasında açıklamalarda bulunan Başkan Jerome Powell, enflasyonun düşük seyretmeye devam ettiğini, birçok Fed üyesinin faiz indirimi yapılması gerektiğini düşündüğünü, küresel ekonominin gidişatı ile ilgili risklerin arttığını ve küresel büyümedeki yavaşlamanın enflasyona olumsuz yansıtılabileceğini ifade etti. Bu bağlamda, Fed üyelerinin belirsizliklere karşı uygun politika tepkisini tartıştığını belirtti.



Fed 2019 yılı için faiz indirimi sinyali verdi. Noktasal grafiğe göre 17 politika yapıcının 8'i 2019 için daha düşük faiz öngörüsünde bulundu. Son durumda politika yapıcıların 2019 projeksiyonlarına göre 8 yetkili faiz indirimi beklerken, 8 üye 2019 yılında sabırlı olmaktan yana. 1 üye ise faiz artışı bekliyor. 9 üye 2020 sonunda daha düşük faiz bekliyor. 2019 için politika faizi medyan tahmini %2.4, 2020 için %2.1, 2021 için %2.4 oldu. Uzun vadeli medyan faiz beklentisi %2.8'den %2.5'e geriledi.

Fed Makro Ekonomik Beklentiler								
(%)	2019		2020		2021		Uzun Dönem	
	Haziran	Mart	Haziran	Mart	Haziran	Mart	Haziran	Mart
GSYH	2.1	2.1	2.0	1.9	1.8	1.8	1.9	1.9
İşsizlik	3.6	3.7	3.7	3.8	3.8	3.9	4.2	4.3
Enflasyon	1.5	1.8	1.9	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
Çekirdek Enflasyon	1.8	2.0	1.9	2.0	2.0	2.0	--	--
Faiz Oranı	2.4	2.4	2.1	2.6	2.4	2.6	2.5	2.8

Kaynak: Fed

ABD ekonomisi için 2019 büyüme tahmini %2.1'de kaldı. 2020 için büyüme tahmini %1.9'dan %2.0'ye çekildi. 2021 büyüme tahmini %1.8 seviyesinde değişmedi. 2019 için işsizlik beklentisi %3.7'den %3.6'ya geriledi. 2020 beklentisi %3.8'den %3.7'ye indi, 2021 beklentisi ise %3.9'dan %3.8'e geriledi. Ayrıca Fed 2019 yılı için enflasyon tahminini %1.8'den %1.5'e düşürdü.

Fed'in Faiz İndirim Sinyali 1995 ve 1998 Yıllarındaki Faiz İndirimine Benziyor.

Piyasalar tarafından Fed'in 1995-1998 döneminde olduğu gibi bir faiz indirimi yapması bekleniyor. Fed'in, Ocak 1994'te politika faiz oranı üst bandı %3 iken Şubat 1994'te faiz artırımlarına başlamış ve Şubat 1995'e kadar toplamda 2.75 puanlık artım yaparak politika faiz oranını %6'ya çıkarmıştı. Ancak ekonomide herhangi bir resesyon sinyali yokken Fed Temmuz 1995'te politika faiz oranında 25 baz puanlık bir indirimde gitmişti ve Aralık 1995 ile Ocak 1996'da faiz indirimlerini tekrarlamıştı. Böylece üç faiz indirimi yapmış, Mart 1997'de ise tekrar faiz artırımına gitmişti. Faizleri uzun süre sabit tutan Fed Eylül 1998 ile Kasım 1998 arasında ise yeniden 3 kez faiz indirimi yapmıştı. Böylece, Fed olası bir resesyon riskini ortadan kaldırmayı amaçlamıştı. Bugün de büyüme ve istihdamda herhangi bir yavaşlama yaşanmazken Fed'in faiz indirimine gidecek olması olası bir resesyona engellemek amaçlı görünüyor. Öte yandan bugünkü faiz oranlarının (%2.5) 1995 yılının (%6) oldukça altında olması nedeniyle faiz indiriminin 3 sefer değil bir seferlik olabileceği de konuşuluyor.

Fed'in resesyon oluşmadan faiz indirimine gitmesinde; küresel ekonomideki yavaşlama, ticaret savaşları, sermaye yatırımlarındaki düşüşün bir yavaşlamaya yol açacağı endişeleri belirleyici rol oynuyor. Ayrıca ekonomide bir durgunluk olmamasına karşın enflasyonda gerileme yaşanacağı beklentisi de doğal faiz oranının geçmiş yılların çok altında kalacağı endişesi faiz indirimi söylemini destekliyor. Çünkü faizlerin düşmediği bir ortamda reel faiz oranının yüksek kalması finansal koşullarda sıkışmaya yol açarak büyümeyi baskılayacaktır. Aynı zamanda, ABD başkanı Donald Trump'ın Fed'e faiz oranlarının yüksekliği konusunda baskı yapması da diğer sebeplerden biri arasında yer alıyor. Öte yandan henüz resesyona girilmeden faiz indirimlerinin dile getirilmiş olmasının çok önemli bir nedeni daha var. Kriz sonrası dönemde Fed'in faiz oranlarını yeterince yükseltmemiş olması, erken faiz indirimine gidilmesindeki en önemli sebeplerden biri. Çünkü hali hazırdaki düşük faiz oranlarıyla bir resesyona girilmesi durumunda çok daha sert faiz indirimleri yapılması, tıpkı ECB ve BoJ gibi negatif faize geçilmesi ihtimaline karşı Fed'in proaktif davranmak istediği görülüyor. Bu nedenle Fed 25 baz puanlık tek seferlik bir faiz indirimiyle resesyona girilmesini engellemeyi amaçlıyor.

Fed'den gelecek faiz indirimleri piyasalarda nasıl algılanır?

Fed'in son toplantısında sinyalini verdiği faiz indiriminin en önemli özelliği ekonominin henüz resesyona girmeden böyle bir karar alınacak olması. ABD'nin büyüme ve istihdam rakamlarına belirgin bir yavaşlama olmamasına karşın bir indirimle gidilecek olması bir nevi sigorta olarak adlandırılabilir. Ancak Fed'den gelecek faiz indirimi olası bir resesyonu önleyebilecek olsa da başka riskler barındırıyor. Fed'in yeniden faiz indirimine gideceğinin kesinleştiği, ECB'nin gevşek para politikasını sonlandıramadığı bir ortamda borsalar yükselir, gelişmekte olan ülkelere girişler artabilir ve bu gelişmeler varlık balonlarına yol açabilir. Ancak büyümenin yükselmediği bir ortamda gelişmekte olan ülkelere sermaye akımları geçmişteki kadar yüksek olmayabilir.

2008 küresel krizi sonrası uygulanan düşük faiz politikalarına karşın dünyada büyüme oranları kriz öncesi seviyelere ulaşamadı. Özellikle gelir dağılımındaki bozulmanın da etkisiyle gelişmiş ülkelerde siyasi alanda radikal görüşlerin yükselişine geçmesi ekonomide popülist uygulamalara yol açtı. Popülist yaklaşımlarla birlikte maliye politikalarının ön plana çıkması kaynakların daha etkin ve verimli kullanılması konusunda sorun yaşandığı algısını güçlendiriyor. Böyle bir durumda Fed, ECB, BoJ gibi gelişmiş ülke merkez bankalarının büyümeyi desteklemek için yeniden faiz indirimlerine gitmesi, önümüzdeki dönemde piyasalar tarafından hali hazırda satın alınmayan enflasyonda yükseliş riskini de beraberinde getirebilir. Varlık balonlarının giderek artabileceği bir ortamda enflasyonda beklenmeyen yükselişin özellikle bono piyasalarında ciddi negatif etkileri olabilir. [26 Mart tarihli raporumuzda](#) da değindiğimiz üzere negatif getirili tahvil – bono büyüklüğünün toplam tahvil – bono büyüklüğünün %25'ine ulaştığı bir ortamda Fed ve ECB'nin faiz indirimlerine gitmesi negatif getirili tahvil – bono büyüklüğünü artıracaktır. Böyle bir durumda enflasyonda ve takiben faiz oranlarında yaşanacak bir yükseliş tahvil – bono piyasasında ciddi zararlara yol açabilir. Bu nedenle önümüzdeki dönem için özellikle tahvil – bono piyasasında oluşan balonların yakından takip edilmesi gerektiğini ve olası bir krizin hisse senedi veya gayrimenkul piyasası kaynaklı değil tahvil – bono piyasası kaynaklı olabileceğini düşünüyoruz.

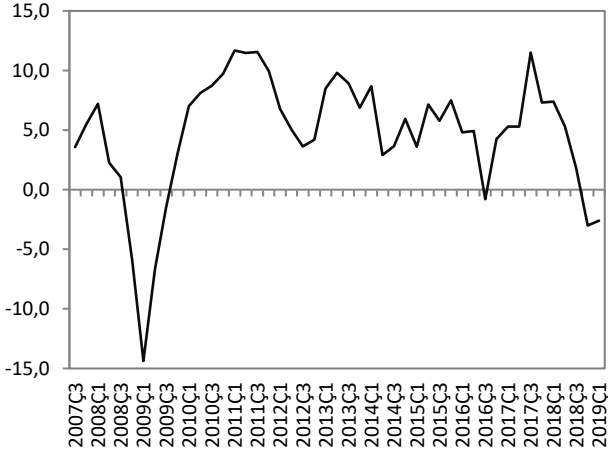
Haftalık Veri Takvimi (24 Haziran – 28 Haziran 2019)

Tarih	Ülke	Açıklanacak Veri	Önceki	Beklenti
24.06.2019	Türkiye	Reel Kesim Güven Endeksi (Haziran)	98.9	102.5 (Açıklandı)
		Kapasite Kullanım Oranı (Haziran)	%76.3	%77.1 (Açıklandı)
	ABD	Chicago Fed Aktivite Endeksi (Mayıs)	-0.45	0.1
		Dallas Fed İmalat Endeksi (Haziran)	-5.3	-1
Almanya	IFO İş Dünyası Güven Endeksi (Haziran)	97.9	97.2	
25.06.2019	ABD	Case Shiller Konut Fiyat Endeksi (Nisan, y-y)	%3.72	--
		Tüketici Güven Endeksi (Haziran)	134.1	131
		Yeni Konut Satışları (Mayıs, a-a)	-%6.9	%1.8
		Richmond FED İmalat Endeksi (Haziran)	5	2
26.06.2019	ABD	Dayanıklı Mal Siparişleri (Mayıs, öncül, a-a)	-%2.1	-%0.1
		Öncü Mal Ticaret Dengesi (Mayıs)	-72.1 milyar \$	-71.9 milyar \$
	Almanya	Tüketici Güven Endeksi (Temmuz)	10.1	10
	27.06.2019	ABD	GSYH (1. çeyrek, yıllıklandırılmış, ç-ç)	%3.1
Kişisel Tüketim Harcamaları (1. çeyrek)			%1.3	%1.3
Haftalık İşsizlik Başvuruları (Haziran)			216 bin kişi	219 bin kişi
Bekleyen Konut Satışları (Mayıs, y-y)			%0.4	--
Almanya	TÜFE (Haziran, öncül, y-y)	%1.4	%1.4	
Euro Bölgesi	Tüketici Güven Endeksi (Haziran)	-7.2	-7.2	
28.06.2019	Japonya	İşsizlik Oranı (Mayıs)	%2.4	%2.4
		Sanayi Üretim Endeksi (Mayıs, öncül, y-y)	%-1.1	%-3.0
	Türkiye	Dış Ticaret Dengesi (Mayıs)	-3 milyar \$	--
	ABD	Michigan Tüketici Güven Endeksi (Haziran)	112.5	--
Chicago PMI Endeksi (Haziran)		54.2	54	
Kişisel Gelirler (Mayıs, a-a)		%0.5	%0.3	
Kişisel Harcamalar (Mayıs, a-a)		%0.3	%0.5	
Euro Bölgesi		TÜFE (Haziran, öncül, y-y)	%1.2	%1.2
İngiltere		GSYH (1. çeyrek, y-y)	%0.5	%0.5

TÜRKİYE

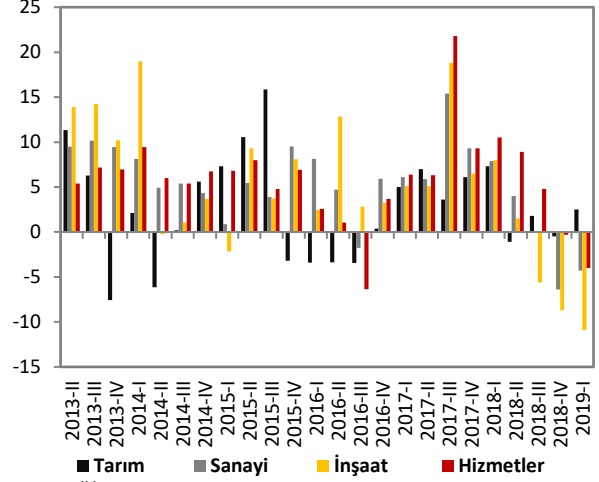
Türkiye Büyüme Oranı

Reel GSYH (y-y, %)



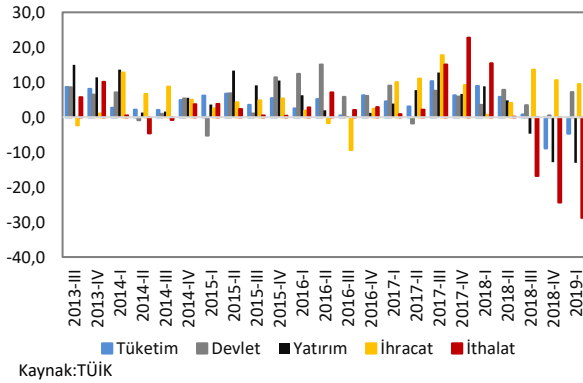
Sektörel Büyüme Hızları (y-y, %)

Sektörel Büyüme Hızları (y-y, %)



Harcama Bileşenlerinin Büyüme Hızları (y-y, %)

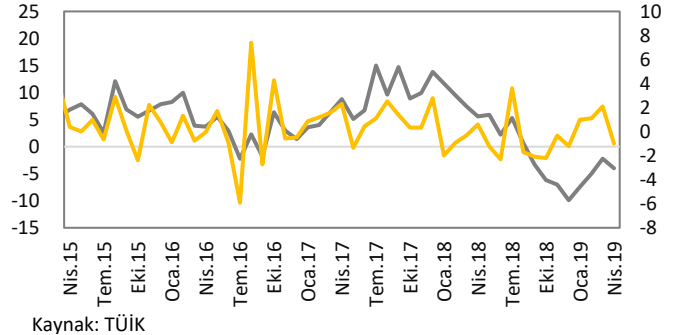
Harcama Bileşenleri Büyüme Hızları (%)



Sanayi Üretim Endeksi

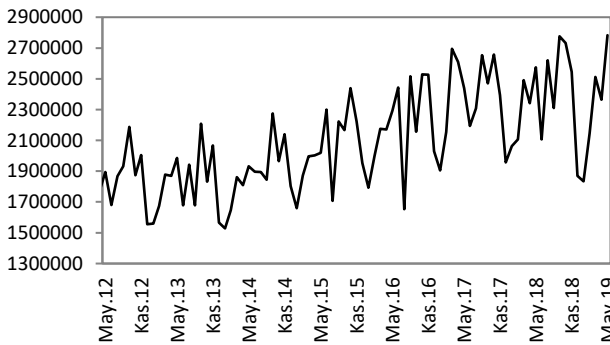
Takvim Etkisinden Arındırılmış Sanayi Üretim Endeksi (y-y, %)

Mevsim ve Takvim Etkisinden Arındırılmış Sanayi Üretim Endeksi (a-a, %) (Sağ Eksen)



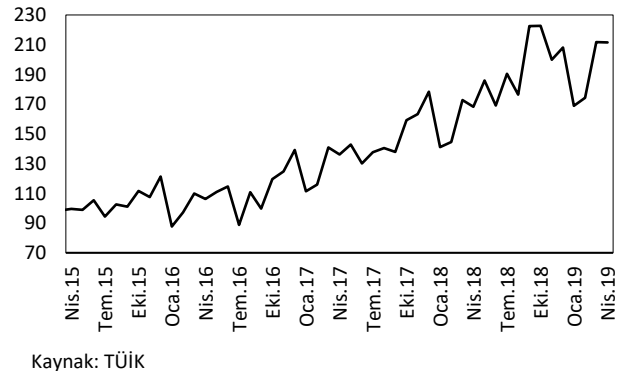
Beyaz Eşya Üretimi

Beyaz Eşya Üretimi (Adet)

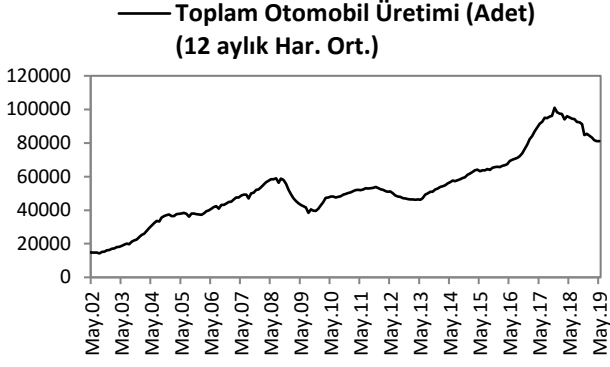


Sanayi Ciro Endeksi

Aylık Sanayi Ciro Endeksi (2015=100)

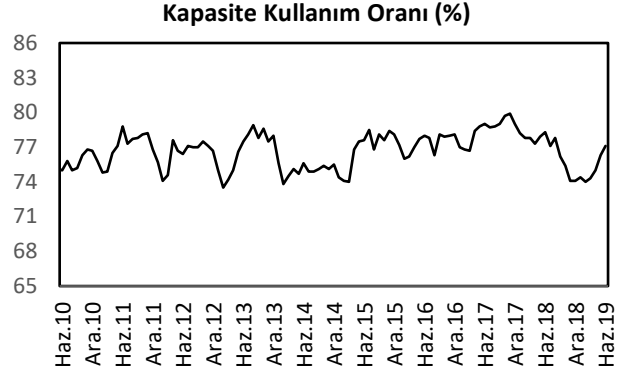


Toplam Otomobil Üretimi



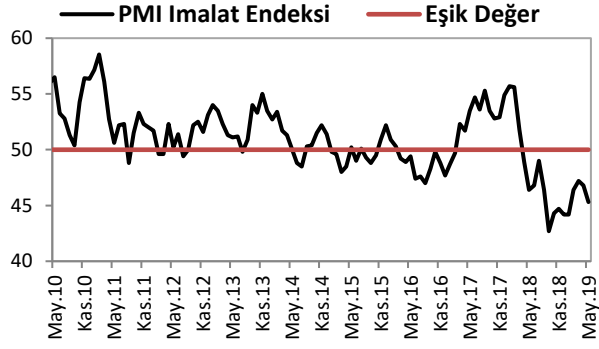
Kaynak: OSD, VakıfBank

Kapasite Kullanım Oranı



Kaynak: TCMB

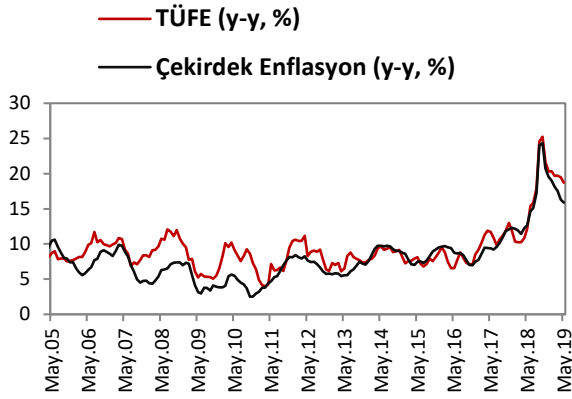
PMI Endeksi



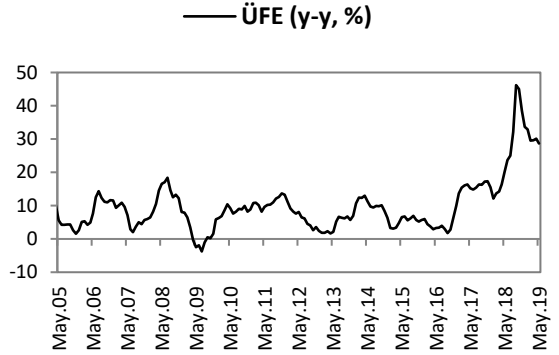
Kaynak: Reuters

ENFLASYON GÖSTERGELERİ

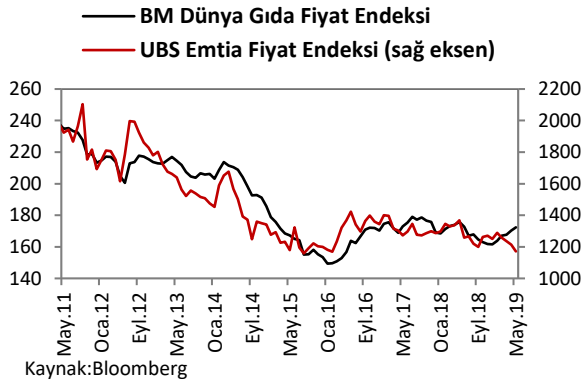
TÜFE ve Çekirdek Enflasyon



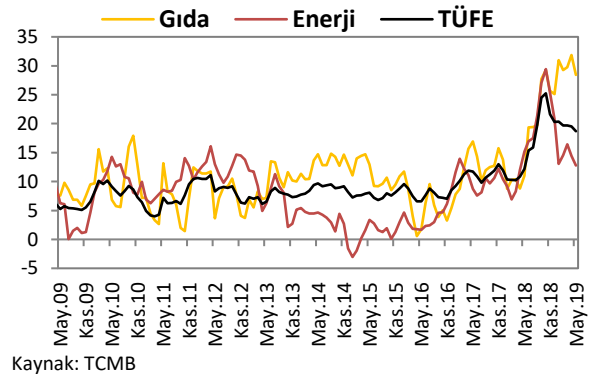
ÜFE



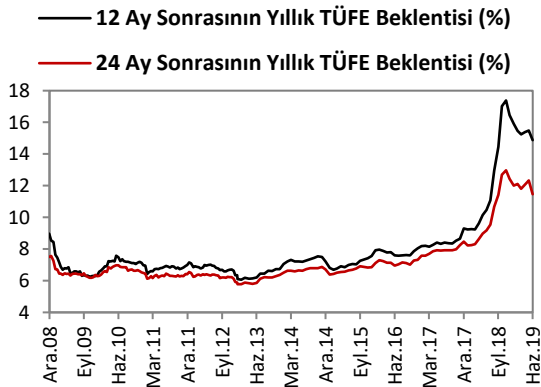
Dünya Gıda ve Emtia Fiyat Endeksi



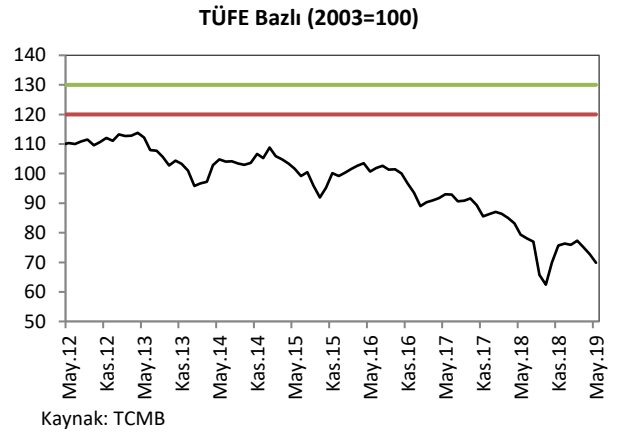
Gıda ve Enerji Enflasyonu (y-y, %)



Enflasyon Beklentileri



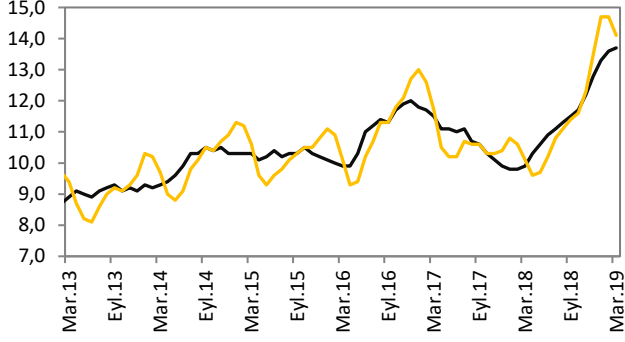
Reel Efektif Döviz Kuru



İŞGÜCÜ GÖSTERGELERİ

İşsizlik Oranı

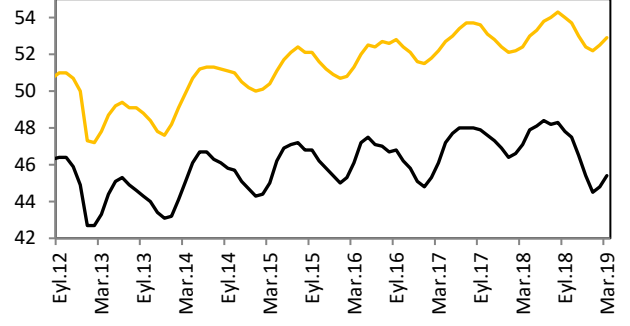
— Mevsimsellikten Arındırılmış İşsizlik Oranı (%)
— İşsizlik Oranı (%)



Kaynak: TÜİK

İşgücüne Katılım Oranı

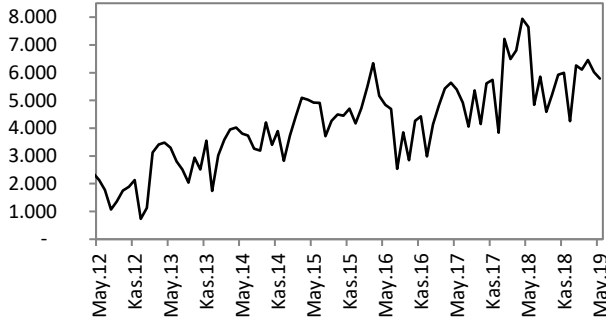
— İşgücüne Katılma Oranı (%)
— İstihdam Oranı (%)



Kaynak: TÜİK

Kurulan-Kapanan Şirket Sayısı

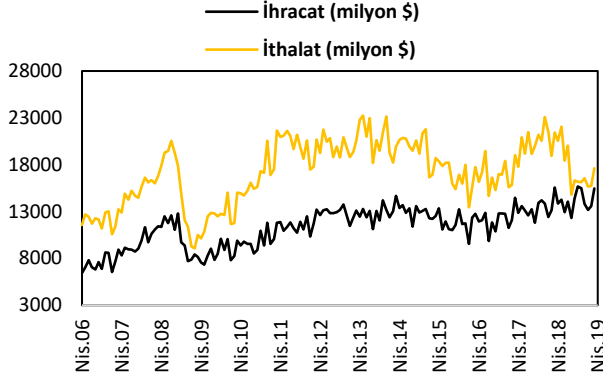
— Kurulan-Kapanan Şirket Sayısı (Adet)



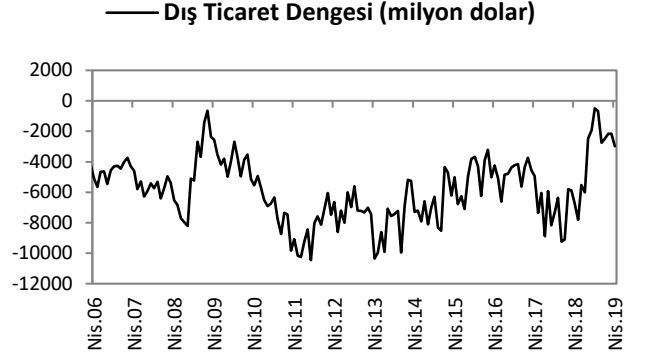
Kaynak: TOBB

DIŞ TİCARET GÖSTERGELERİ

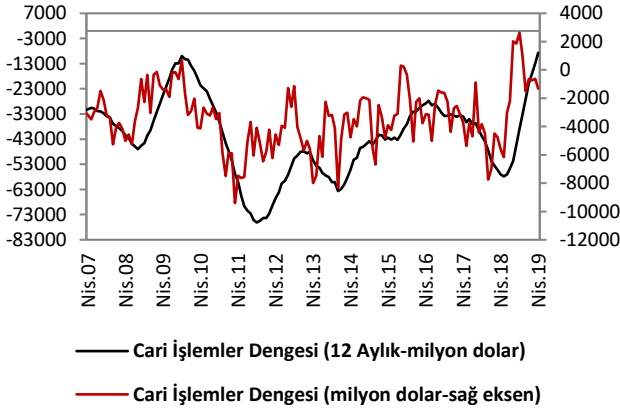
İthalat-İhracat



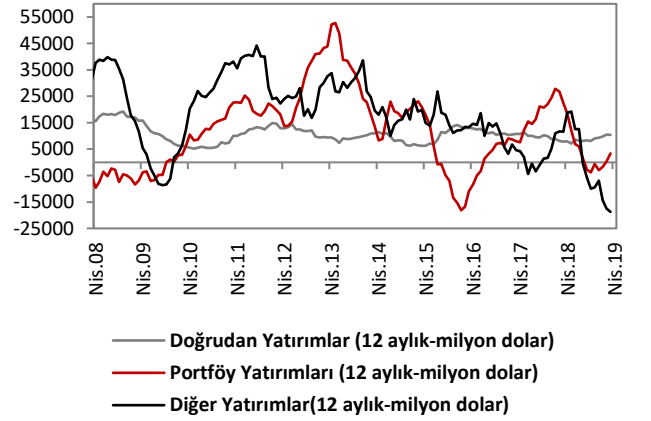
Dış Ticaret Dengesi



Cari İşlemler Dengesi

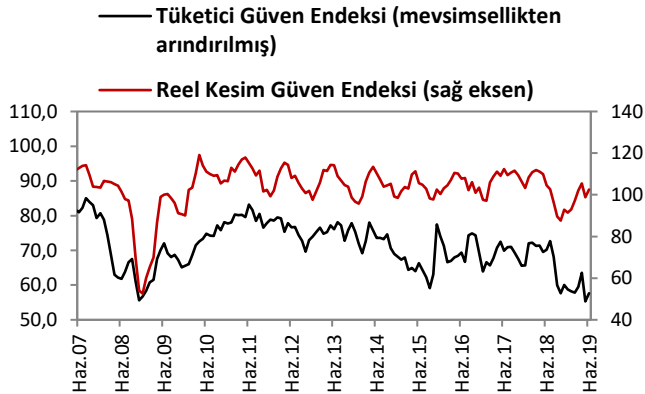


Sermaye ve Finans Hesabı



TÜKETİM GÖSTERGELERİ

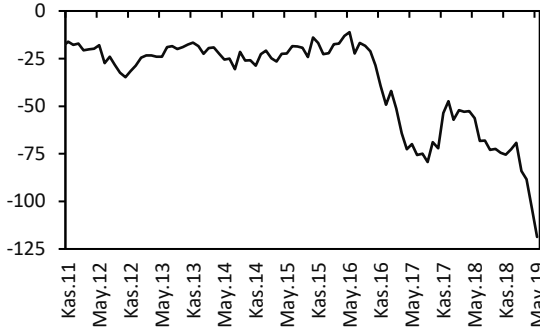
Tüketici Güveni ve Reel Kesim Güveni



KAMU MALİYESİ GÖSTERGELERİ

Bütçe Dengesi

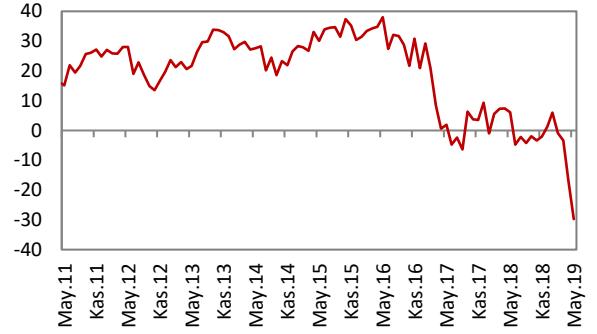
— Bütçe Dengesi (12 aylık toplam-milyar TL)



Kaynak: TCMB

Faiz Dışı Denge

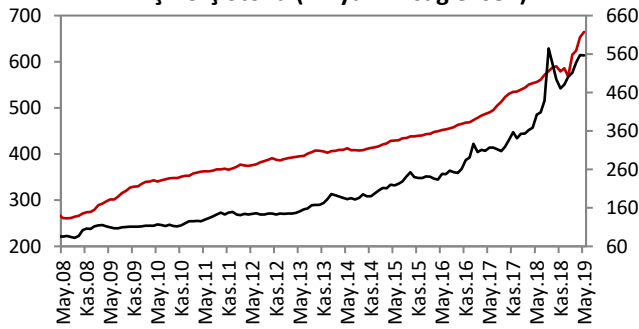
— Faiz Dışı Denge (12 aylık-milyar TL)



Kaynak:TCMB

İç ve Dış Borç Stoku

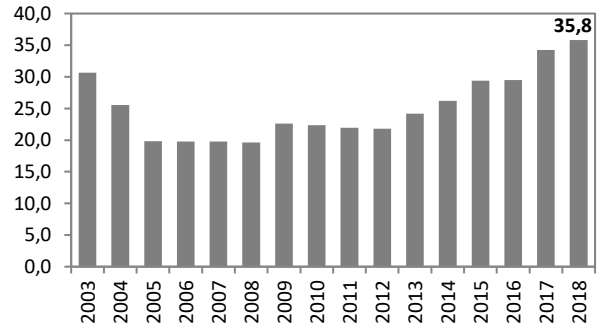
— İç Borç Stoku (milyar TL)
— Dış Borç Stoku (milyar TL-sağ eksen)



Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

Türkiye'nin Net Dış Borç Stoku

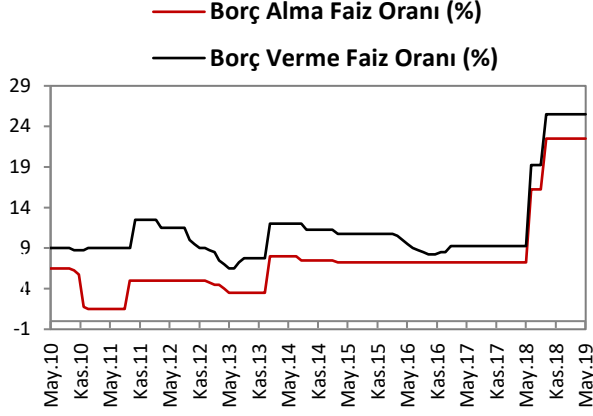
■ Türkiye'nin Net Dış Borç Stoku/GSYH (%)



Kaynak: Hazine Müsteşarlığı, TÜİK

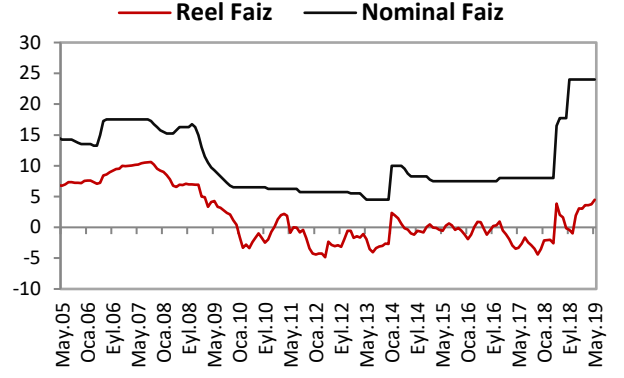
LİKİDİTE GÖSTERGELERİ

TCMB Faiz Oranı



Kaynak:TCMB

Reel ve Nominal Faiz



Kaynak:TCMB, VakıfBank

Dünya Piyasalarında Son Açıklanan Ekonomik Göstergeler

	Reel Büyüme (y-y, %)	Enflasyon (y-y,%)	Cari Denge/GSYH (%)*	Merkez Bankası Faiz Oranı (%)	Tüketici Güven Endeksi
ABD	3.20	1.80	-2.31	2.50	134.1
Euro Bölgesi	1.20	1.20	3.0**	0.00	-7.20
Almanya	0.70	1.30	7.36**	0.00	99.00
Fransa	1.20	1.10	-0.57	0.00	-9.50
İtalya	-0.31	0.90	2.79	0.00	111.80
Macaristan	5.30	3.90	0.49**	0.90	-7.00
Portekiz	1.80	0.30	0.45	0.00	-9.00
İspanya	2.40	0.80	1.84	0.00	-3.70
Yunanistan	1.30	0.60	-2.39	0.00	-29.50
İngiltere	1.80	2.00	-3.86**	0.75	-10.00
Japonya	0.90	0.70	3.50**	0.10	39.40
Çin	6.40	2.70	0.37**	4.35	125.30
Rusya	0.50	5.10	2.11	14.00	--
Hindistan	5.30	8.33	-2.52**	5.75	--
Brezilya	0.46	4.66	-0.35	6.50	114.30
G. Afrika	0.00	4.50	-2.37	6.75	2.00
Türkiye	-2.60	18.71	-3.60	24.00	57.60

Kaynak: Bloomberg. *Cari denge verileri IMF'den alınmaktadır ve 2017 yılı verileridir. ** 2018 yılı verileridir.

Türkiye Makro Ekonomik Görünüm

Reel Ekonomi					
	GSYH (Cari Fiyatlarla, milyon TL)	GSYH Büyüme Oranı (zincirleşmiş hacim endeksi, y-y, %)	İşsizlik Oranı (%)	Sanayi Üretim Endeksi (y-y, %) (takvim etkisinden arındırılmış)	Kapasite Kullanım Oranı (%)
2016	2,608,526	3.2	10.9	1.6	78.1
2017	3,106,537	7.4	10.9	8.7	79.0
Son Yayınlanan	914,699 (2019Ç1)	-2.6 (2019Ç1)	14.1 (Mart)	-4.0 (Nisan)	77.1 (Haziran)
Fiyat Gelişmeleri (y-y, %)					
	TÜFE	Çekirdek TÜFE	Yİ - ÜFE		
2017	11.92	12.30	15.47		
2018	20.30	19.53	33.64		
(2019 Mayıs)	18.71	15.87	28.71		
Parasal Göstergeler (Milyon TL)					
	M1	M2	M3	Emisyon	TCMB Brüt Döviz Rezervleri (Milyon \$)
2017	449,632	1,624,675	1,675,831	119,198	84,110
2018	521,524	1,940,590	1,988,305	123,371	71,980
Son Yayınlanan (14.06.2019)	588,303	2,153,688	2,260,480	130,441	75,755
Faiz Oranları (%)					
	TCMB O/N (Borç Alma)	TCMB O/N (Borç Verme)	TCMB Haftalık Repo	TRLIBOR O/N	
2017	7.25	9.25	8.00	13.38	
2018	22.50	25.50	24.00	24.38	
Son Yayınlanan (21.06.2019)	22.50	25.50	24.00	24.15	
Mal Ticareti ve Cari Denge (Milyar \$)					
	Cari İşlemler Dengesi	İthalat	İhracat	Dış Ticaret Dengesi	
2017	-47.3	233.8	157.0	-76.8	
2018	-27.8	223.0	168	-55.1	
Son Yayınlanan	-1.33 (Nisan)	17.5 (Nisan)	14.5 (Nisan)	-3.0 (Nisan)	
Borç Stoku Göstergeleri (Milyar TL)					
	Merkezi Yön. İç Borç Stoku	Merkezi Yön. Dış Borç Stoku	Kamu Net Borç Stoku		
2016	468.6	291.3	219.2		
2017	563.4	341.0	262.2		
Son Yayınlanan	664.5 (Mayıs)	556.6 (Mayıs)	506.9 (2018Ç4)		
Kamu Maliyesi (Milyar TL)					
	Bütçe Giderleri	Bütçe Gelirleri	Bütçe Dengesi	Faiz Dışı Denge	
2017 (Mayıs)	51.1	57.5	6.4	10.0	
2018 (Mayıs)	67.3	70.0	2.7	8.7	
2019 (Mayıs)	83.6	71.6	-12.1	-4.1	
Rasyolar (%)					
	Bütçe Açığı/GSYH	Brüt Dış Borç Stoku/GSYH	Cari Açık/GSYH		
	2.3 (2019 Ç1)	56.7 (2018 Ç4)	1.7 (2019 Ç1)		

	GSYH (yıllık, %)	TÜFE (y-y, %)	Cari Açık (yıllık, milyar \$)	İşsizlik (%)
2019 Beklentilerimiz	2.30	15.90	16.00	12.10

Cem Erođlu	Müdü	cem.eroglu@vakifbank.com.tr	0216-724 30 80
Fatma Özlem Kanbur	Müdü Yardımcısı	fatmaozlem.kanbur@vakifbank.com.tr	0216-724 30 83
Naime Dođan Eriř	Uzman	naimedogan.eris@vakifbank.com.tr	0216-724 30 82
Bilge Pekçađlayan	Uzman	bilge.pekcaglayan@vakifbank.com.tr	0216-724 30 84
Elif Engin	Uzman	elif.engin@vakifbank.com.tr	0216-724 30 85
Sinem Ulusoy Kasap	Uzman	sinemulusoy.kasap@vakifbank.com.tr	0216-724 30 86
Pınar Cansu Akargöl	Uzman Yardımcısı	pincarcansu.akargol@vakifbank.com.tr	0216-724 30 87
Seval Çelik	Yetkili Yardımcısı	seval.celik@vakifbank.com.tr	0216-724 30 88

Bu rapor Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan sağlanan bilgiler kullanılarak hazırlanmıştır. Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. bu bilgi ve verilerin doğruluğu hakkında herhangi bir garanti vermemekte ve bu rapor ve içindeki bilgilerin kullanılması nedeniyle doğrudan veya dolaylı olarak oluşacak zararlardan dolayı sorumluluk kabul etmemektedir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmış olup, hiçbir konuda yatırım önerisi olarak yorumlanmamalıdır. Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. bu raporda yer alan bilgilerde daha önceden bilgilendirme yapmaksızın kısmen veya tamamen değişiklik yapma hakkına sahiptir.