Sabah notu

15.02.2019

H. Erkin Işık, CFA
+(90) 212 318 5096
hasanerkin.isik@qnbfinansbank.com

Deniz Çiçek
+(90) 212 318 5086
deniz.cicek@qnbfinansbank.com

- **Anadolu Ajansına röportaj veren TCMB Başkanı Çetinkaya gerekirse finansal istikrara yönelik likidite adımı atılabileceğini ve bunun para politikasında gevşeme işareti olmayacağını söyledi.**
- **Beklenti anketi verilerinden hesapladığımız Enflasyon Belirsizlik Endeksi, Şubat ayında bozulmaya devam etti.**
- **Sanayi üretim endeksi Aralık'ta aylık -%1.4 ve yıllık -%9.8 ile beklentimizden hızlı daraldı. Veriler son çeyrekte GSYH'nin %3 civarında daralacağına ve 2018 yılı büyümesinin %2.5 civarı olacağına işaret ediyor.**
- **2018 yılında cari işlemler açığı 27.6 milyar dolar (GSYH'nin %3.5'i) oldu. Dış finansmanın resmi rezervler ve net hata noksan kaleminden girişlerle sağlanması kırılganlıkların sürdüğüne işaret etti.**

TCMB finansal istikrara yönelik likidite adımı atabilir

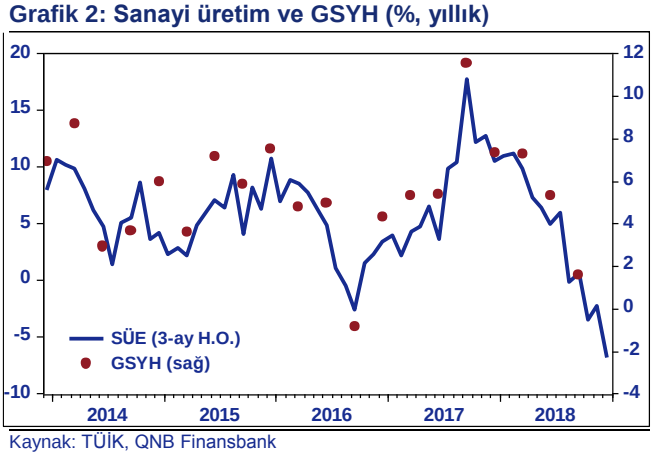
Anadolu Ajansı'na röportaj veren TCMB Başkanı Murat Çetinkaya, enflasyonda ve beklentilerde belirgin iyileşme olana kadar sıkı para politikası duruşunun korunacağı mesajını tekrarlarken, ihtiyaç duyulursa finansal istikrara katkı sağlayacak likidite adımlarının atılabileceğini bildirdi. Çetinkaya enflasyon konusunda, baz etkisi ve dışsal maliyet unsurlarının yarattığı bir seferlik etkilerin ötesinde, fiyatlama davranışlarında ve beklentilerde iyileşmeye sağlanmasının önemine vurgu yaptı; kararlılıkla uygulanan sıkı para politikasının beklentiler kanalıyla enflasyondaki düşüşü destekleyeceğini söyledi. Çetinkaya ayrıca enflasyon belirsizliğinin azalmasıyla uzun vadeli faizlerin aşağı geldiğine dikkat çekerek, mevcut politika duruşunun dengeli büyümeyi destekleyeceği mesajını verdi

Finansal istikrar konusunda ise, TCMB'nin ihtiyaç duyduğunda likidite ve zorunlu karşılık araçlarını kullandığını hatırlatan Çetinkaya, geçtiğimiz yıl atılan adımların oynaklıkların azalması ve parasal aktarım mekanizmasının güçlenmesinde etkili olduğunu söyledi.

Grafik 1: Enflasyon belirsizlik göstergesi

Kaynak: TCMB, QNB Finansbank
Grafikte kullanılan entropi göstergesi 2019/1 Enflasyon Raporu'ndaki 'Enflasyon Belirsizliğine Dair Göstergeler' çalışmasına dayanmaktadır. Entropi göstergesi, Rich ve Tracy (2010) çalışmasına atıfla şu şekilde hesaplanmıştır: $entropit = -(\sum pb,t\ [\ln(pb,t)]$; b=(1.n)). Burada n, Beklenti Anketi'ndeki enflasyon olasılık dağılımındaki toplam aralık sayısını; b, aralık numarasını, pb,t ise t anında b aralığına verilen olasılığı göstermektedir.

Grafik 2: Sanayi üretim ve GSYH (%, yıllık)



Kaynak: TÜİK, QNB Finansbank

Çetinkaya dönemsel şartlar dikkate alınarak, finansal istikrara yönelik likidite adımlarının yine atılabileceğini ekledi ve bu adımların para politikası duruşuna dair bir sinyal içeriğinin bulunmadığını belirtti.

Açıklamalarda enflasyondaki düşüşün önemine ve sıkı para politikası duruşunun korunmasına vurgu yapılırken, yakın zamanda zorunlu karşılık ve/veya rezerv opsiyon katsayılarında ayarlama yapılabileceğinin işareti verilmiştir. Enflasyon açısından verilen sıkı duruş mesajına rağmen, likidite politikasında bu yönde atılacak bir adım para politikasında gevşeme olarak algılanma riskini taşımaktadır. Bu risk özellikle global risk iştahında zayıflama durumunda daha belirgin olabilir ki, bu durumda atılacak adımların finansal istikrar açısından destekleyici etkisi sınırlı kalabilir.

TCMB Enflasyon belirsizlik göstergesi yükselişte

Merkez Bankası'nın son Enflasyon Raporu'nda yayınladığı enflasyon belirsizlik endeksini, dün açıklanan TCMB'nin beklenti anketi verilerini kullanarak hesapladık. Hatırlanacağı gibi Merkez Bankası, enflasyon öngörülerindeki iyileşmeye rağmen, beklentilerin çok geniş bir aralıkta dağılıyor olmasını, fiyatlama davranışları açısından risk olarak değerlendirmişti. Bu dağılımı gösteren belirsizlik endeksi, Ocak ayında 24 ay sonrası için beklentilerde sınırlı miktarda iyileştikten sonra, Şubat ayında yükseliş göstermiştir. (Grafik 1) Ayrıca 24 ay sonrasın için enflasyon beklentisinin de önceki aya göre 0.1 puan yükselerek % 12.1 olduğu görülmektedir. 12 aylık beklentiler ise önceki aya göre 44 baz puan düşerek %15.47 olurken, beklentilerin dağılımından hesaplanan Belirsizlik Endeksi artarak Eylül ayından beri en yüksek seviyesine gelmiştir. Bu gelişmeler, enflasyon ve fiyatlama davranışlara yönelik olumsuz görünümün sürdüğüne işaret ederken, para politikasında gevşeme için henüz alan olmadığını düşündürmüştür.

Sanayi üretimi son çeyrekte sert düştü

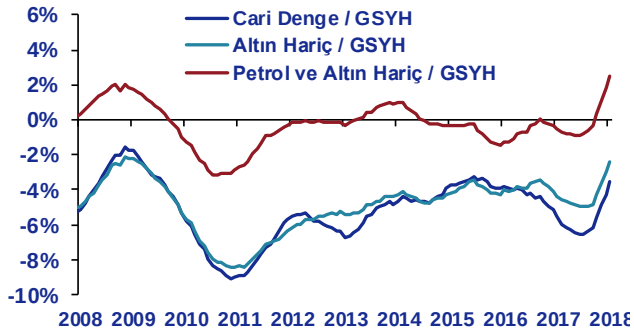
Mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış sanayi üretim endeksi aylık bazda %1.4 düştü. Takvim etkisi arındırılmış ve arındırılmamış endeksler ise önceki yılın aynı ayına göre %9.8 geriledi. Böylece Aralık sonuçları aylık bazda yatay, yıllık bazda ise %7 düşüş beklentimize göre daha kötü gerçekleşti. Yıllık oran 2009'daki küresel kriz döneminden bu yana en düşük değerleri aldı.

Mevsimsellikten arındırılmış endeksin detaylarına bakınca, ana üretim sektörlerinin tamamında aylık düşüş görüyoruz. Endeksin başlıca belirleyicilerden ara malı üretimi art arda beşinci defa (%1.2 oranında) düştü. Tüketim vergisi indirimlerinin ve ihracatın desteğiyle geçen ay yükselen dayanıklı tüketim malı grubu üretiminin de geri gelmesi dikkat çekti.

4. Çeyrek genelinde sanayi üretimi yıllık bazda %7 düştü ve önceki çeyrekteki %0.6 artışa göre belirgin bozulma gösterdi. Bu sonuç GSYH'nin son çeyrekte daralacağına işaret ediyor. 3. Çeyrekte yıllık %1.6 olan GSYH büyümesinin 4. Çeyrekte -%3 civarına gerilemesini bekliyoruz. Bu doğrultuda biz de 2018 yılı büyüme tahminimizi 0.3 puan düşürerek %2.5 olarak revize ediyoruz.

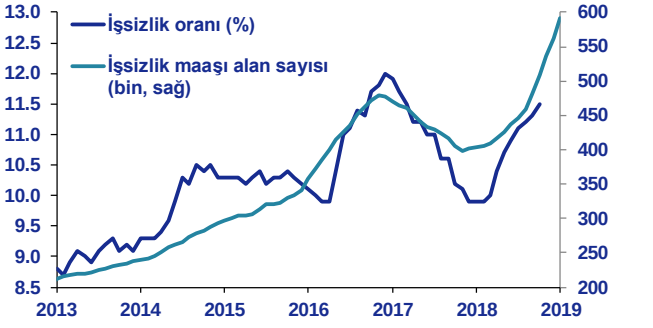
2019 yılına dair ilk göstergeler karışık işaretler veriyor. Reel sektör güven endeksi ve PMI gibi anket göstergeleri Ocak itibarıyla zayıf seyretmeyi sürdürse de mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış ara malı ithalatında artış gözlemliyoruz. Bu doğrultuda Ocak'ta üretimin aylık bazda artabileceğini düşünüyoruz. Takip eden aylarda da

Grafik 3: Cari işlemler dengesi (% GSYH)



Kaynak: TCMB, QNB Finansbank

Grafik 4: İşsizlik oranı ve işsizlik maaşı alanlar (M.A.)



Kaynak: İŞKUR, TÜİK, QNB Finansbank

toparlanma eğiliminin devam etmesi, büyük ölçüde finansal koşullardaki gidişata bağlı olacaktır. Bu gelişmelerden sonra da %1 olan 2019 yılı GSYH büyümesi tahminimizi koruyoruz.

Cari açık düşerken, dış finansmanda kırılganlık sürüyor

Aralık ayında cari işlemler dengesi 1.4 milyar dolar açık vererek, 1.7 milyar dolar açık beklentimizin biraz altında gerçekleşti. Ekonomik aktivitedeki düşüş sebebiyle ithalatın yavaşlaması ve ihracat ile turizm gelirlerinin toparlanması sonucu, Ağustos-Kasım döneminde fazla veren cari denge, Aralık'ta da geçen yıla göre 6.3 milyar dolar (%82) daha az açık verdi. Böylece Temmuz'da 55 milyar dolar olan 12 ay birikimli cari işlemler açığı 2018 sonu itibarıyla 27.6 milyar dolara (GSYH'nin %3.5'ine) geriledi. (Grafik 3)

Cari açığın bu sene başında da daralmasını ve yaz aylarında kapanma noktasına gelmesini bekliyoruz. Ekonomik aktivitede öngördüğümüz toparlanma gerçekleşirse, bu yılın sonlarında tekrar genişleyecek olan açığın yıl sonunda 22.4 milyar dolar (GSYH'nin %2.9'u) seviyesinde olacağını tahmin ediyoruz.

Finansman tarafında ise, Aralık'ta 0.5 milyar dolarlık net sermaye çıkışı gözlendi. Net hata noksan kaleminden 2.8 milyar dolar giriş olurken, resmi rezervler 0.9 milyar dolar arttı. 2018'in tamamında ise 4.1 milyar dolar net sermaye çıkışı olurken, finansmanın 10.4 milyar doları resmi rezervlerden, 21.4 milyar doları net hata ve noksan kaleminden sağlandı. Dolayısıyla, cari işlemler açığındaki daralmaya karşın, finansman kalitesi zayıf görünümünü sürdürdü.

Piyasalarda bugün

Bugün yurtiçinde **Kasım ayı işsizlik oranı** ve **Ocak ayı merkezi yönetim bütçe gerçekleşmeleri** açıklanacak. Ekim'de mevsimsellikten arındırılmış işsizlik oranının %11.5, tarım dışı işsizlik oranının %13.5 olduğunu göstermişti. İŞKUR işsizlik maaşı başvurularındaki artışın da işaret ettiği gibi işsizlik oranındaki yükseliş önümüzdeki dönemde sürecektir. (Grafik 4) Merkezi yönetim bütçe dengesinin ise, önceden nakit bütçenin işaret ettiği gibi, geçen yıla göre biraz daha olumlu bir görünüm ortaya koymasını bekliyoruz. Ancak nakit bütçe, harcamalarda geçen yıla göre 34.3 milyar TL'lik belirgin artış olduğunu, bu artışın da TCMB'den 33.7 milyar TL'lik kar transferi ile karşılandığını yansıtmıştı. Bu açıdan, harcamalardaki artışın hangi kalemlerde olduğu takip edilecektir. Bu doğrultuda, program tanımlı bütçe verilerinde de belirgin bozulma olacaktır.

Ayrıca bu gece **S&P** Türkiye tahvillerinin kredi notuna dair değerlendirmesini yayınlayacak. S&P'nin Türkiye notu B+ ile yatırım yapılabilir seviyenin üç kademe altında bulunuyor. Notun görünümü ise durağan. Son dönemde finansal piyasaların istikrar kazanmasının ardından, piyasada kredi notuna dair iyimserlik oluşmuş olabilir. Ancak makroekonomik koşullarda belirgin ve kalıcı bir iyileşme sağlanana kadar, derecelendirme kuruluşlarının notlarında bir değişikliğe gideceğini düşünmüyoruz.

ABD'de perakende satışlar Ocak ayında, aylık %1.2 düşerek, %0.2 artış beklentisine göre bir hayli zayıf kaldı. Euro Bölgesinde ise GSYH büyümesi yıllık %1.2 olarak beklentiye paralel geldi. Dün sabah saatlerinde dolardaki küresel güçlenmeyle beraber yükselen **USD/TL** 5.30'un üstüne gelse de daha sonra zayıf ABD verisi nedeniyle biraz gevşedi. Kur bu sabah 5.29'da başladı. **EUR/USD** ise dün sabaha paralel 1.1280'den işlem görüyor.

10 yıllık tahvil faizi dün 24 baz puan yükselerek %15.04 olurken, **2 yıllık tahvil faizi** 6 baz puan yükselip %18.53'ten son işlem geçti. 5 yıllık Türkiye **CDS**'i ise 3 baz puan artışla 315 oldu.

Piyasalara Bakış

Döviz Piyasası

Spot	Son fiyat	Günlük değ.	Haftalık değ.
USDTRY	5.2887	0.1%	0.8%
EURTRY	5.9694	0.3%	0.5%
SEPET	5.6286	0.5%	0.4%
EURUSD	1.1286	0.1%	-0.3%
GBPUSD	1.2798	-0.4%	-1.1%
USDJPY	110.310	0.5%	-0.5%
EURCHF	1.1347	0.2%	-0.2%
CNHUSD	6.7862	0.0%	0.0%

TL Reel Kur Endeksi (2003=100)

Global Hisse Senetleri

	Son	Günlük	Haftalık
VIX	16.2	3.6%	-0.9%
S&P 500	2745.7	-0.3%	1.5%
DJ Ind.	25439.4	-0.4%	1.1%
DAX	11089.8	-0.7%	0.6%
FTSE	7197.0	0.1%	1.5%
NIKKEI	20890.5	-1.2%	0.7%
IMKB 100	102130.0	0.5%	-0.6%

Emtia

	Son	Günlük	Haftalık
Brent	64.9	2.1%	4.6%
WTI	54.7	1.4%	3.7%
Bakır	48330	0.4%	0.2%
Altın	1313	0.5%	-0.1%
Gümüş	15.6	0.1%	-1.5%
Buğday	510.5	-2.9%	-1.7%
Mısır	382.8	-1.0%	0.1%

Tahvil ve Eurobond Piyasaları

Gösterge devlet tahvilleri (% bileşik)

	Son	Günlük	Haftalık
2 yıllık	18.53	0.06	0.13
5 yıllık	15.73	0.11	0.09
10 yıllık	15.04	0.24	0.42

Türkiye eurobondları

	Fiyat	Getiri	Spread
05/06/20	102.6	4.73	204.3
24/10/28	94.9	6.81	414.7
16/04/43	76.2	6.89	409.5
14/05/47	83.2	7.12	433.0

Para ve swap piyasaları

TCMB ort.	24.00	0.00	0.00
ON swap	22.75	-0.12	-0.07
1 ay swap	22.82	-0.07	-0.27
1 yıl swap	21.56	-0.09	-0.31

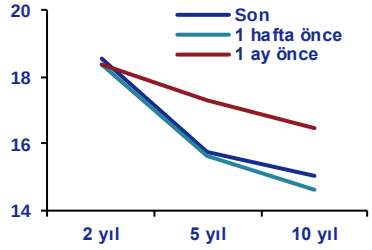
Şirket tahvilleri

Garanti22	97.0	6.10	352.7
YKB24	92.1	7.59	501.5
Akbank25	90.5	6.98	439.5

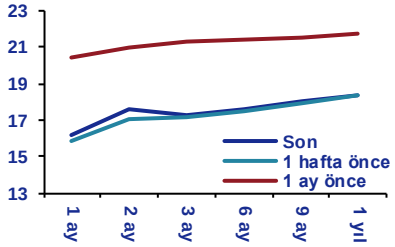
Global 10-Yıllık Faiz Oranları

	Son	Günlük	Haftalık
ABD	2.65	0.00	0.02
Avr. Birliği	0.10	-0.03	-0.01
İngiltere	1.15	-0.03	-0.02
İtalya	2.80	-0.04	-0.15
Japonya	-0.02	-0.01	0.01

Tahvil Faizleri



Dolar/TL Opsiyon Volatilitesi



Kredi Riski

	Son	Günlük	Haftalık
EMBI+	391.0	1.6	4.3
5Y CDS Spreadleri			
Türkiye	315.0	3.3	-2.2
Rusya	149.4	9.0	10.4
Brezilya	167.9	-4.2	-5.2
G.Afrika	195.5	4.7	10.2

Kaynak: Bloomberg, TCMB, QNB Finansbank

Bu rapor, QNB Finansbank Hazine Bölümü ekonomistleri tarafından müşterilerini bilgilendirmek amacıyla düzenlenmiştir. Raporun QNB Finansbank ile ilişkili bir kuruluşun müşterisi tarafından kullanılabilirliği, alan kişi ve bu kuruluş arasındaki akdi ilişkiye tabi olacaktır. Bu raporda sunulan bilgi, yorum ve tavsiyeler raporu hazırlayanların görüşlerini yansıtmakta olup yatırım danışmanlığı hizmeti kapsamında değildir. Mali durum ile risk ve getiri tercihlerinin çeşitliliğini göz önünde bulundurunca sadece bu raporda yer alan görüşlere dayanarak verilecek yatırım kararları beklentilere uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu rapordaki bilgilerin derlenmesinde güvenilirliğine inanılan sağlam kaynaklardan faydalanılmıştır; ancak bilgilerin doğruluğu bağımsız olarak teyit edilmemiştir. QNB Finansbank bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda garanti vermemekte ve doğabilecek hatalarda sorumluluk üstlenmemektedir. Raporda sunulan bilgiler üzerinde önceden belirtilmeksizin değişiklik yapma hakkı saklıdır. QNB Finansbank ve ilişkili kuruluşlar ile bu kurumlarda çalışan personel araştırma raporlarında sözü edilen menkul kıymetlere yatırım yapabilir ve zaman içerisinde pozisyonlarını değiştirebilir. Bu raporda yer alan bilgilerin bir kısmı ya da tamamının kopyası çıkarılamaz ya da dağıtılamaz.