

09.09.2019

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

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

- Taylor kuralı hesaplamalarımız doğrultusunda, bu Perşembe günü PPK toplantısında politika faizinin 225 baz puan indirilerek %17.5 olmasını bekliyoruz. Piyasa tahminlerinin medyanı da 250 baz puan seviyesinde bulunuyor.
- Bugün açıklanacak TCMB'nin Beklenti Anketi'ndeki enflasyon beklentileri, para politikası kararı açısından önemli olacak. Cuma günü de Temmuz ayı cari dengesi ve sanayi üretimi açıklanacak.
- Hazine'nin nakit bütçesi geçen seneye göre yüksek fazla verdi. Ancak bu görünümde TCMB'den ihtiyat akçesi aktarımlarının katkısı önemli oldu.

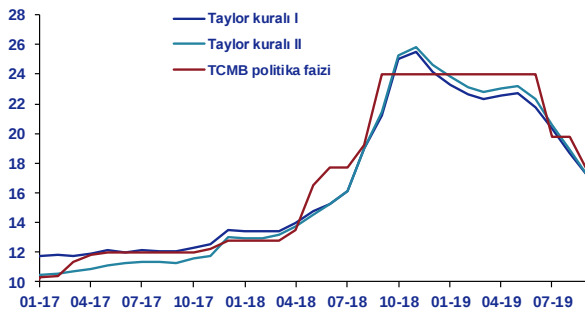
Merkez Bankası'ndan faiz indirim beklentisi

TCMB Perşembe günü yapılacak PPK toplantısında politika faizi konusundaki kararını verecek. Foreks anketindeki medyan beklenti politika faizinin 250 baz puan indirilerek %17.25 seviyesinde belirlenmesi yönündedir. Bizim Taylor kuralı yaklaşımı ile yaptığımız hesaplamaya doğrultusunda tahminimiz, buna yakın olarak 225 baz puan indirim yönündedir.

Enflasyon hedefleyen merkez bankalarının politika faizini belirlerken referans aldıkları en önemli yaklaşım Taylor kuralıdır. Amerikalı iktisatçı John Taylor tarafından geliştirilmiş olan Taylor kuralına göre merkez bankalarının kısa dönem borç verme faiz oranları, gerçekleşen ve potansiyel GSYH arasındaki fark (çıkıktı açığı) ile gerçekleşen ve hedeflenen enflasyon oranı arasındaki sapmalarla açıklanmaktadır. Ayrıca bu kural oluşturulurken, bir nötr reel faiz varsayımı da yapılması gerekmektedir.

Biz bu hesaplamayı yaparken çıkıktı açığı için, Hodrick-Prescott filtresi ile hesaplanan sanayi üretim trendi ile gerçekleşme arasındaki farkı kullandık. Enflasyon beklentileri için de TCMB'nin aylık beklenti anketindeki 12 ay sonrasının enflasyon tahminlerini

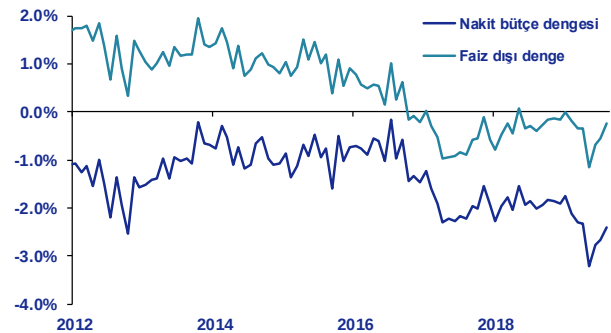
Grafik 1: TCMB politika faizi ve Taylor kuralı



Kaynak: TCMB, QNB Finansbank

Çıkıktı açığı, mevsimsel düzeltilmiş sanayi üretimi ve HP filtresi ile hesaplanan trend kullanılarak tahmin edilmiştir. Enflasyon için TCMB'nin Beklenti Anketi'ndeki 12 ay sonrası için TÜFE tahmini kullanılmıştır. Taylor kuralı I: Çıkıktı açığı ve enflasyona eşit ağırlık verilmiştir. Nötr reel faiz sabit (%2) alınmıştır. Taylor kuralı II: Çıkıktı açığına ve enflasyona eşit ağırlık verilmiştir. Reel faiz, Fed faizine eşit varsayılmıştır.

Grafik 2: Nakit bütçe dengesi (son 12 ay, % GSYH)



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı

kullandık. Nötr reel faiz olarak bir hesaplamaımızda %2 sabit değeri kullanırken, başka bir hesaplamaıda bunu Fed'in politika faizine eşitledik. Eylül ayında enflasyon beklentilerinin bir miktar iyileştiğı, çıktı açığının da ölçülü şekilde kapandığını varsaydık. Ayrıca ikinci hesaplama için piyasa beklentileri ile uyumlu olarak Fed'in bu senenin geri kalanında 3 faiz indirimi yapacağını varsaydık. Her iki Taylor kuralı da Eylül ayı için 225 baz puanlık faiz indirimi için alan olduğunu düşündürmektedir. (Grafik 1)

Swap getiri eğrisinden hesapladığımız, PPK tarihi vadeli 1 haftalık faiz ise %15.1 ile çok daha belirgin bir düşüş fiyatlamaktadır. Ancak burada, son dönemde TCMB'nin swap işlemlerinin ve yurtdışında TL'de uzun pozisyon alma eğilimi ile bollaşan TL likiditesi sonucunda, swap faizlerinin aşağı yönde baskılanmış olmasının da etkisi vardır. Örneğin gecelik swap faizi de Cuma günü itibarıyla %18 ile politika faizi olan %19.75'in belirgin olarak altındadır. Bu faiz ile karşılaştırıldığında, Eylül toplantısında politika faizinde 300 baz puan civarında yine daha yüksek boyutta bir indirim fiyatlandığı anlaşılmaktadır.

Ağustos ayında 5.7 milyar TL bütçe fazlası

Nakit bütçe Ağustos ayında, beklentimizden biraz daha olumsuz gelerek 16.9 milyar TL faiz dışı fazla, 5.7 milyar TL de nakit fazla verdi. Bunlar yine de, geçen senenin aynı ayındaki 4.1 milyar TL faiz dışı fazla ve 3.7 milyar TL'lik bütçe açığına göre belirgin iyileşme olduğu anlamına geliyor. Ancak bütçe dengesindeki yıllık 9.4 milyar TL'lik iyileşmenin, 20 milyar TL civarındaki TCMB kâr transferi ile alakalı olduğunu düşünüyoruz ki bunu hariç tuttuğumuzda bütçenin temel performansının bozulmaya devam ettiği anlaşılmaktadır. TCMB kâr transferinin etkisi ile son 12 aylık bütçe gelirlerinin GSYH'ye oranı önceki aya göre 0.4 puan artışla %21.8'e çıkmıştır. Buna karşılık, faiz dışı giderlerin oranı da Ağustos ayında 0.1 puan, son iki ayda da 0.5 puan yükselerek %22.0 olmuştur. Ayrıca faiz harcamaları da, YEP bütçe projeksiyonu ile uyumlu olarak kademeli artış eğilimini sürdürerek, Ağustos ayında %2.3'e çıkmıştır. Sonuç itibarıyla, 12 aylık bütçe açığının GSYH'ye oranı bu ay 0.3 puan düşüşle %2.4 olurken, yılın tamamındaki bütçe açığının %2.8 olması yönündeki tahminimizi koruyoruz.

Haftanın veri gündemi

Bugün TCMB, Eylül ayı **beklenti anketini** açıklayacak. Burada özellikle enflasyon beklentilerindeki gelişmeler önemli olacaktır. Ağustos enflasyonunun beklentilerden daha olumlu gelmesi (ayrıntılar için [link](#)) ve yıllık enflasyon oranının 1.6 puan düşüşle %15.0'e gelmesi sonrasında, son ankette %12.8 ve %10.3 seviyesinde bulunan 12 ve 24 ay sonrası için enflasyon beklentilerinin aşağı gelmesini bekliyoruz.

Cuma günü açıklanacak Temmuz ayı **cari dengesinin** 1.3 milyar dolar fazla vermesini bekliyoruz. Bununla birlikte, son 12 aylık toplam cari fazla Temmuz ayında 4.0 milyar dolar ile önceki ayki 0.5 milyar dolara göre artacaktır. Yıllık cari dengenin önümüzdeki aylarda tepe yaptıktan sonra yılı dengede tamamlamasını beklemeye devam ediyoruz.

Cuma günü ayrıca Temmuz ayı **sanayi üretimi** açıklanacak. Önceki ay teknik sebeplerle oldukça zayıf gelen sanayi üretiminin (ayrıntılar için [link](#)) mevsimsel düzeltilmiş verilere göre aylık %3.5 artış göstermesini bekliyoruz. Yıllık olarak da %3.5 düşüş bekliyoruz. Geçen sene Ağustos ayından sonra aktivitedeki belirgin düşüşün yarattığı baz etkisinin de desteğı ile sonraki aylarda yıllık karşılaştırmada artış görme ihtimali artacaktır.

Küresel piyasalarda bu hafta Perşembe açıklanacak **ECB faiz kararı** açıklanacak. Euro Bölgesine dair makroekonomik tahminlerini güncelleyecek olan ECB'nin, mevduat faizi olan -%0.40 oranında 10 baz puanlık indirim yaparak parasal teşviki artırması bekleniyor.

Piyasalarda bugün

Cuma günü açıklanan verilerde, ABD Ağustos ayı tarım dışı istihdamı 130 bin ile 158 bin olan piyasa beklentisinin altında, 3 ayın düşük seviyesinde arttı. İşsizlik oranı ise %3.7 açıklanarak 2018 2. çeyrekte beri süregelen istikrarlı yatay trendini devam ettirdi ve 50 yılın düşüşüne yakın seviyelerde kaldı. Ücret artışları aylık %0.4 artarak ile beklentinin üstünde geldi ve yıllık artış oranı da %3.2 oldu. İstihdam artışı yavaşlarsa da hala makul seviyelerde bulunuyor. Ücretlerde de belirgin bir trend değişimi yok. Bu haliyle veri Fed'in politika duruşunda belirgin değişikliğe yol açmayacaktır.

Euro bölgesinde 2. çeyrek GSYH'deki büyüme piyasa beklentisine paralel olarak %0.2 açıklanırken, yıllık büyüme %1.2 oldu. Büyük ölçüde tüketim ve yatırım harcamaları kaynaklı olan 2. çeyrek büyümesinde ihracatçıların payı zayıflayan küresel talepten dolayı azaldı. Çin'de ise merkez bankası tüm bankalar için zorunlu karşılık oranlarını 50 baz puan düşürdü. Bazı ticari bankalara ise 15 Ekim ve 15 Kasım'da kademeli olarak uygulanmak üzere zorunlu karşılıklarda ek 100 baz puan daha indirimde gideceğini

açıkladı. Böylelikle piyasaya 900 milyar yuan (126 milyar dolar) likidite akışı sağlanacağı belirtildi. Bu karar neticesinde Fed'in 17 Eylül'deki toplantısı için faiz indirimi beklentisi hafifçe yükseldi.

Geçen hafta küresel piyasalarda risk iştahındaki toparlanmayla beraber yukarı gelen **ABD 10 yıllık tahvil faizi** Cuma yataya yakın seyretti ve %1.56'dan son işlem geçti. Yükselişini sürdüren **Brent** petrol fiyatı da 62 doların üstüne geldi. **EUR/USD** ise ECB kararı öncesi yataya yakın seyretti ve bu sabah itibarıyla 1.1025 seviyelerinde işlem gördü.

Geçen hafta başında küresel risk iştahındaki artışın ve yurtiçindeki olumlu büyüme ve enflasyon verilerinin yarattığı iyimserlikle toparlanan TL, haftanın sonunda bu hareketi kısmen geri aldı. **USD/TL** bu sabah itibarıyla geçen hafta başına göre %1.7 aşağıda, 5.71 seviyesine yakın seyreliyor.

2 yıllık gösterge faiz Cuma 18 baz puan daha yükselerek %15.81 olsa da, haftanın tamamında 68 baz puan geriledi. **1 yıllık swap faizi** %14.70'e yakın seviyelere geldi. 5 yıllık Türkiye **CDS**'i ise Cuma 4 baz puan artsa da haftanın tümünde 39 baz puan düştü ve 385 baz puan seviyesine geldi.

Haftalık Veri Gündemi

Tarih	Ülke	Gösterge	Dönem	QNB FB Beklentisi	Piyasa Beklentisi	Önceki
9 Eyl	Türkiye	Enflasyon beklentisi - yılsonu (%)	Eyl			14.4
	ABD	Tüketici kredileri (milyar USD)	Tem		16.0	14.6
11 Eyl	ABD	ÜFE - yıllık (%)	Ağu		1.7	1.7
	ABD	ÜFE - aylık (%)	Ağu		0.1	0.2
	ABD	Toptan eşya stokları aylık (%)	Tem		0.2	0.2
12 Eyl	Euro Bölgesi	Sanayi üretimi - aylık (%)	Tem		0.1	-1.6
	Euro Bölgesi	Sanayi üretimi - yıllık (%)	Tem		-1.1	-2.6
	Türkiye	TCMB haftalık repo faizi (%)	Eyl	17.50	17.25	19.75
	Türkiye	TCMB gecelik borç verme faizi (%)	Eyl			21.3
	Türkiye	TCMB gecelik borçlanma faizi (%)	Eyl			18.3
	Türkiye	TCMB geç likidite penceresi faizi (%)	Eyl			22.8
	Euro Bölgesi	ECB refinansman faizi (%)	Eyl		0.0	0.0
	Euro Bölgesi	ECB mevduat faizi (%)	Eyl		-0.5	-0.4
	ABD	Çekirdek TÜFE - yıllık (%)	Ağu		2.3	2.2
	ABD	TÜFE - aylık (%)	Ağu		0.1	0.3
	ABD	TÜFE - yıllık (%)	Ağu		1.8	1.8
	ABD	Haftalık işsizlik maaşı başvuruları (bin)	Haftalık			217.0
	Türkiye	Sanayi üretimi - yıllık (MTEA, %)	Tem	-3.5		-3.9
	Türkiye	Cari işlemler dengesi (milyar USD)	Tem	1.3		-0.5
	ABD	İthalat fiyatları (%)	Ağu		-0.4	0.2
	ABD	Perakende satışlar - aylık (%)	Ağu		0.3	0.7
	ABD	Stok değişimleri (%)	Tem		0.1	0.0
	ABD	Michigan Üniv. güven endeksi	Eyl		94.0	89.8

Kaynak: Reuters

Piyasalara Bakış

Döviz Piyasası

	Son	Günlük	Haftalık	TL Reel Kur Endeksi (2003=100)
Spot	fiyat	değ.	değ.	
USDTRY	5.7095	0.3%	-1.7%	
EURTRY	6.2976	0.1%	-1.2%	
SEPET	6.0025	0.2%	-1.4%	
EURUSD	1.1026	-0.1%	0.5%	
GBPUSD	1.2276	-0.5%	1.7%	
USDJPY	106.900	0.0%	-0.7%	
EURCHF	1.0906	-0.1%	-0.4%	
CNHUSD	7.1240	0.2%	1.0%	

Global Hisse Senetleri

	Son	Günlük	Haftalık
VIX	15.0	-7.8%	-16.1%
S&P 500	2,979	0.1%	1.9%
DJ Ind.	26,797	0.3%	1.7%
DAX	12,192	0.5%	2.1%
FTSE	7,282	0.2%	1.0%
NIKKEI	21,310	0.5%	3.3%
BIST 100	98,987	-1.3%	2.3%

Emtia

	Son	Günlük	Haftalık
Brent	62.1	1.9%	5.9%
WTI	57.1	1.5%	3.7%
Bakır	47,350.0	0.8%	1.3%
Altın	1,510.3	-0.6%	-1.2%
Gümüş	18.1	-3.0%	-2.1%
Buğday	463.8	-0.5%	0.3%
Mısır	356.8	-0.6%	-3.5%

Tahvil ve Eurobond Piyasaları

Gösterge devlet tahvilleri (% bileşik)	Son	Günlük	Haftalık	Türkiye eurobondları	Fiyat	Getiri	Spread
2 yıllık	15.81	0.18	-0.68	05/06/20	102.2	3.61	170.3
5 yıllık	15.38	-0.84	-1.01	24/10/28	96.2	6.64	521.9
10 yıllık	15.64	0.15	-0.62	16/04/43	78.7	6.65	507.9
				14/05/47	84.3	7.02	544.7

Para ve swap piyasaları

TCMB ort.	19.59	-0.01	-0.02
ON swap	18.50	0.00	0.17
1 ay swap	16.29	-0.06	-0.14
1 yıl swap	14.69	-0.08	-0.65

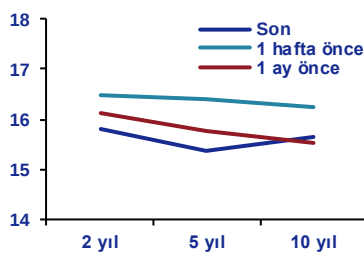
Şirket tahvilleri

Garanti22	98.0	5.89	446.1
YKB24	92.9	7.55	617.8
Akbank25	92.3	6.74	536.5

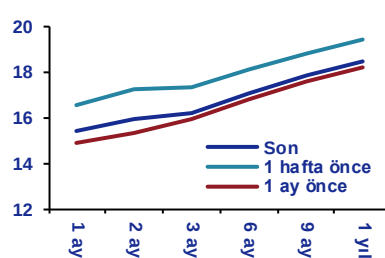
Global 10-Yıllık Faiz Oranları

	Son	Günlük	Haftalık
ABD	1.56	0.00	0.07
Avr. Birliği	-0.64	-0.04	0.06
İngiltere	0.43	0.01	0.03
İtalya	0.87	-0.07	-0.09
Japonya	-0.26	0.00	0.01

Tahvil Faizleri



Dolar/TL Opsiyon Volatilitesi



Kredi Riski

	Son	Günlük	Haftalık
EMBI+	415.0	-11.7	-22.1
5Y CDS Spreadleri			
Türkiye	384.7	4.4	-38.5
Rusya	84.8	-0.6	-12.8
Brezilya	123.6	-2.2	-10.6
G.Afrika	163.5	-1.6	-14.7

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 bulundururken 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.