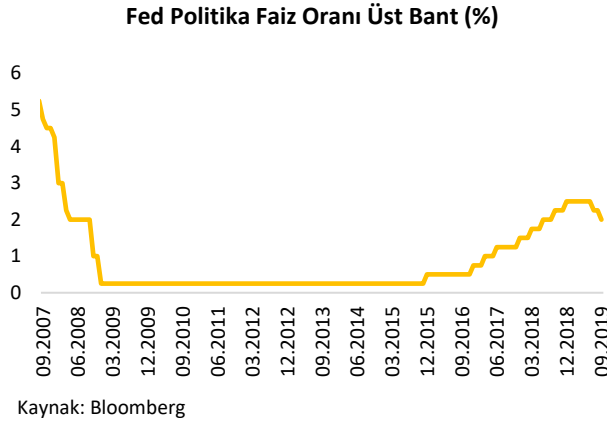


Gelişmiş Merkez Bankalarından gelen son faiz indirimleri piyasalarda yeni bir yükselişi de beraberinde getirir mi?

18 Eylül'de sona eren toplantıda Amerika Merkez Bankası (Fed) beklendiği gibi Temmuz ayının ardından ikinci kez 25 baz puan indirimine gitti. Geçen hafta da Avrupa Merkez Bankası (ECB) faiz oranlarında indirimde gitmiş ve yeni bir tahvil alım programına başlayacağını açıklamıştı. Böylece Fed'in ardından ECB de yeniden genişleyici para politikası uygulamaya başladı. Gelişmiş ülke merkez bankalarının 2008 Küresel Kriziyle mücadele etmek amacıyla uzun süre genişleyici para politikaları uyguladıktan sonra para politikasında normalleşmeye başlamışken yeniden genişleyici para politikalarına geçmeleri ne anlama geliyor? Tekrar uygulanmaya konulan genişlemeci para politikaların piyasalarda bir ralli etkisi yaratıp yaratmayacağı ele alınacaktır.

Fed'den ikinci faiz indirimi geldi.



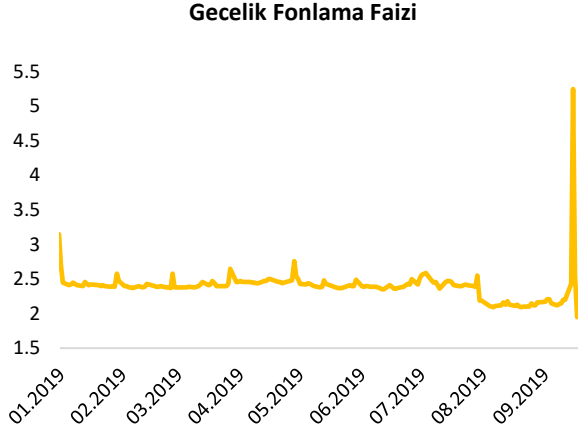
ABD Merkez Bankası (Fed) 17-18 Eylül tarihlerinde gerçekleştirdiği toplantısında faiz oranlarını 25 baz puan indirerek %1.75-2.00 aralığına çekti. Böylece Fed, 11 yıl sonra ilk kez üst üste iki defa faiz indirimine gitti. Fed, ABD ekonomisinin 2019 büyüme tahminini %2.1'den %2.2'ye yükseltirken, çekirdek enflasyon beklentisini 2019 için %1.8, 2020 için %1.9, 2021 için %2'de korudu. 2019 işsizlik oranı beklentisini ise %3.6'dan %3.7'ye yükseltti. Enflasyonun %2 hedefi altında seyretmeye devam ettiği, genişlemenin sürdürülmesini sağlamaya uygun hareket edileceği, işgücü piyasasının güçlü kaldığı,

ekonominin ılımlı hızda büyüdüğü, işsizliğin düşük kalmaya devam ettiği belirtildi. Fed Başkanı Powell, bankanın Eylül toplantısının ardından yaptığı basın açıklamasında ABD ekonomisini güçlü tutmak için faiz indirim kararı aldıklarını söyledi. Ayrıca, ticaret belirsizliklerinin büyümedeki yavaşlamanın nedeni olduğunu, ABD ekonomisinin ılımlı hızda büyümeye devam etmesini beklediklerini, küresel büyüme görünümünün geçen yıldan bu yana zayıfladığını, Fed'in gelişmekte olan risk görünümüne göre hareket edeceğini ifade etti.

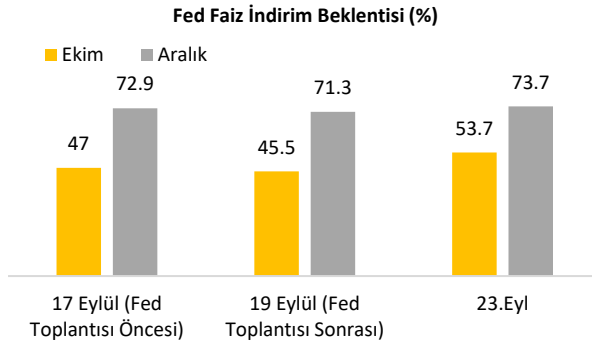
	Büyüme Oranı (%)		Enflasyon (%)		İşsizlik Oranı (%)		Politika Faizi (%)	
	Haz.19	Eyl.19	Haz.19	Eyl.19	Haz.19	Eyl.19	Haz.19	Eyl.19
2019	2.1	2.2	1.5	1.5	3.6	3.7	2.4	1.9
2020	2.0	2.0	1.9	1.9	3.7	3.7	2.1	1.9
2021	1.8	1.9	2.0	2.0	3.8	3.8	2.4	2.1
Uzun vadeli beklenti	1.9	1.9	2.0	2.0	4.2	4.2	2.5	2.5

Kaynak: FED

Fed piyasaya müdahale etti



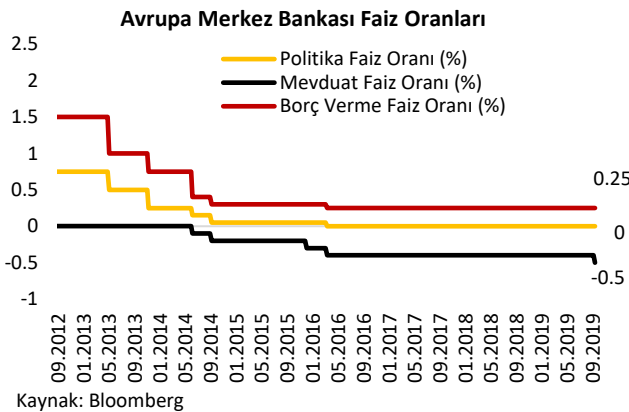
Kaynak: Bloomberg



Kaynak: Bloomberg

karşıt görüşte olması tarihsel olarak Fed'te yaşanan en büyük görüş ayrılığı açısından dikkat çekiyor. Buna karşın yandaki grafikten de görüldüğü gibi toplantı sonrasında piyasalarda Fed'in faiz indirimine devam edeceği yönündeki beklentide herhangi bir değişiklik olmadı. Diğer açıdan aynı grafik bize Ekim ayı faiz indirim beklentisinin göreceli olarak düşük kalırken, piyasaların Aralık ayında yapılacak olan yılın son toplantısında üçüncü faiz indirimine gidileceğini satın aldığını gösteriyor.

Avrupa Merkez Bankası beklendiği gibi faiz indirdi.



Kaynak: Bloomberg

Merkez bankalarından gelen genişletici adımlar zaten beklenmekle birlikte geçen hafta piyasaları şaşırtan bir gelişme yaşandı. Geçen hafta ABD'de kurumlar vergisi günü olması ve büyük bir Hazine kupon anlaşması nedeniyle piyasada likidite sıkışıklığı yaşandı ve repo faiz oranları hızlı bir şekilde yükseldi. Gecelik fonlama faizi 16 Eylül'de 23 baz puan yükselerek, Nisan 2019'dan sonraki en hızlı bir günlük artışı gerçekleştirdi. Yükseliş Salı günü ise daha hızlı bir şekilde devam etti. Bunun üzerine Fed açık piyasa işlemleriyle Salı günü 53.2 milyar dolar, Çarşamba ve Perşembe günleri de 75'er milyar dolar tutarında likidite sağladı. Benzer şekilde bu hafta da Fed'in söz konusu bu müdahalesine devam ettiği görülüyor.

Fed'in son toplantısında yaptığı yazılı açıklamalar ve başkan Powell'ın konuşması önümüzdeki dönemde faiz indirimlerin devam etme ihtimaline işaret etti. Ancak bu toplantıda dikkat çeken asıl konu Fed üyeleri arasında belirgin bir görüş ayrılığı yaşanması oldu. Nitekim Kansas City Fed Başkanı Esther L. George ve Boston Fed Başkanı Eric S. Rosengren faiz indirimine karşı çıkarken, St. Louis Fed Başkanı James Bullard 50 bp faiz indirimi yönünde oy kullandı. Eylül toplantısında üç üyenin

Avrupa Merkez Bankası (ECB) 12 Eylül tarihli toplantısında mevduat faizi oranını beklentilere paralel olarak 10 baz puan düşürerek -%0.4'ten -%0.5'e çekti. Marjinal (gecelik) borç verme faizi %0.25, temel refinansman faizi %0.00'da bırakıldı. Banka ayrıca 1 Kasım'dan itibaren her ay 20 milyar euro tahvil alacağını ve tahvil alımlarının gerektiği müddetçe devam edeceğini açıkladı. Enflasyon görünümü iyileşene kadar faiz oranlarının uzun süre daha mevcut seviyelerde veya daha düşük seviyelerde kalabileceği belirtildi. Bankaların fazla

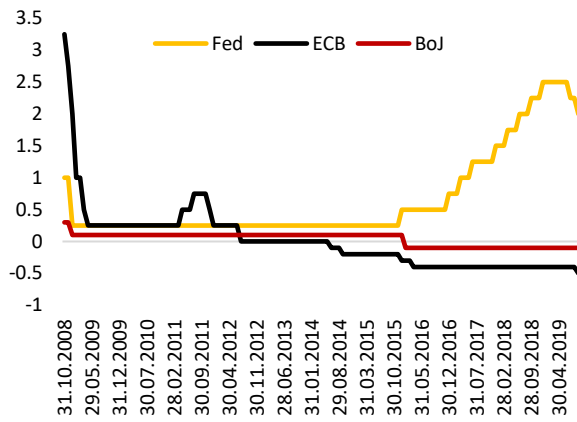
likidite için varlıklarının bir kısmının negatif faizden muaf tutulacağı belirtilerek 2 kademeli faiz sistemine geçileceği ifade edildi.

ECB Tahminleri						
	2019		2020		2021	
	Haziran	Eylül	Haziran	Eylül	Haziran	Eylül
GSYH (y-y, %)	1.2	1.1	1.4	1.2	1.4	1.4
TÜFE (y-y, %)	1.3	1.2	1.4	1.0	1.6	1.5

Kaynak: ECB

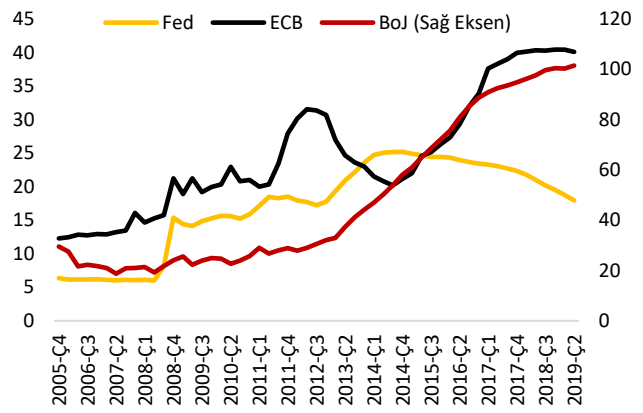
ECB, toplantı sonrası büyüme ve enflasyon tahminlerini aşağı yönlü güncellendi. 2019 yılı büyüme tahmini %1.2'den %1.1'e ve 2020 yılı büyüme tahmini ise %1.4'ten %1.2'ye indirildi. 2019 yılı Euro Bölgesi enflasyon beklentisi %1.3'ten %1.2'ye indirilirken, 2020 tahmini ise %1.4'ten %1'e çekildi.

Merkez Bankaları Faiz Oranları (%)



Kaynak: Bloomberg

Merkez Bankaları Bilanço Büyüklüğü/GSYH (%)



Kaynak: Bloomberg

ECB'nin faiz indirimi ile beraber tahvil alım programını yeniden ve süresiz olarak başlatma kararı yılbaşında ECB ile ilgili beklentiler göz önüne alındığında önemli bir değişim olduğu dikkat çekiyor. Buna göre, yılbaşında dünya ekonomilerinde olumlu atmosferle birlikte piyasalar Fed'ten faiz artırımlarına devam edeceğini, ECB'nin ise ekonomide toparlanma beklentileri ile birlikte negatif faizlerde yukarı yönlü güncelleme yapacağını ve tahvil alım programını sonlandıracağını fiyatlıyordu. Ancak Mart'tan sonra dünyada ABD-Çin ticaret gerilimlerinin yarattığı belirsizlikle piyasalar Fed'in faiz artırımından vazgeçip aksine faiz indirimini satın almaya başlarken, dış ticaretin büyümede önemli rol oynadığı AB'de başta Almanya olmak üzere bir çok ülke ekonomisinde ticaret savaşları sebebiyle yavaşlama yaşandı. Resesyon tehlikesinin artmasıyla birlikte ECB söylem değiştirerek faiz indirimi ve tahvil alım programına süresiz devam etme kararı ve bankalara LTRO üzerinden finansman desteği verme kararı aldı.

Gelişmiş Merkez Bankalarından gelen faiz indirim kararını temellendiren unsurlardaki ayrışmalar dikkat çekici.

Amerikan ve Avrupa Merkez Bankalarından geçen haftalarda gelen faiz indirimlerinin önümüzdeki dönemde piyasalarda devam edeceği beklentisi bulunuyor. Ancak Fed'ten gelen faiz indirimi ile ECB'nin yaptığı faiz indiriminin arkasındaki kararların belirleyici unsurlarının farklı olduğunu düşünüyoruz. Fed, yaptığı faiz indirimi ekonominin yavaşlamasından ziyade küresel belirsizliklere (ABD-Çin anlaşmazlıkları, Brexit) karşı bir sigorta olarak görmekte iken, ECB'den gelen faiz indiriminin arkasında başta Almanya olmak üzere ekonomik yavaşlamanın resesyona dönme ihtimaline karşı yapılan bir faiz indirimi olduğunu belirtmekte yarar görüyoruz. Makro ekonomik olarak PMI verileri başta olmak üzere özellikle Almanya'da PMI imalatın 50'nin altında 42 seviyelerinde

seyrediyor olması, dünya imalat sanayisi açısından en büyük ihracatçı olan Almanya'da ekonominin giderek yavaşladığını göstermesi açısından önemli görünmektedir. Çin ve ABD arasındaki ticaret savaşlarının yarattığı belirsizliklerden etkilenen ülke olan Almanya'da büyümenin sifıra yakın olması, imalat sanayindeki olumsuz görünüme karşın, iç tüketimi gösteren hizmet sektörünün (Ağustos PMI hizmet 52.5) olumlu desteğini göstermektedir. Ancak ticaret belirsizliklerinin devam etmesiyle birlikte iç tüketimin de bundan etkilenmesi durumunda iki çeyrek üst üste negatif büyüme olarak tanımlanan teknik resesyona ihtimali bulunmaktadır.

Gelişmiş merkez bankaları tarafından faizlere ilişkin atılan indirim adımları sonuç olarak aynı gibi gözükse de sonuca etki eden nedenlerdeki belirgin ayrışmanın dikkate alınarak analiz yapılmasının faydalı olacağı görüşündeyiz. Fed'in yaptığı indirimleri büyüme döngüsünün sonuna yaklaşmış olmasından ziyade, daha çok küresel büyüme endişelerine yönelik yapıyor oluşu 1998 dönemindeki gibi faiz indirimlerine devam edeceği ve yapılan faiz indirimlerinin sürekli olmayacağını hatta belirli bir süreden sonra Fed'in faiz indirimlerine son vereceği piyasalar tarafından satın alınmaktadır. Makro ekonomik veriler de şu an için Fed'in sürekli bir faiz indirimi yapması için gerekli bir ortamın olmadığına işaret etmektedir. Son dönemde açıklanan ISM, PMI, perakende satışlar, konut satışları ve fiyatları gibi önemli verilerin göreceli olarak bir yavaşlamaya işaret etse de büyümenin Fed'in eşik değer olarak kabul ettiği %2 seviyelerinde olduğu göz önünde bulundurulduğunda ABD'de Avrupa'daki gibi bir resesyona endişesi barındırmadığına işaret ediyor. Bununla birlikte enflasyonun da Fed'in eşik değeri olan %2'nin üzerinde seyrediyor olması, işsizliğin tarihi düşük seviyelerine yakın ve ücretlerdeki artışların da olumlu görünüm baz alındığında Fed'in halihazırda yaptığı indirimlerin asıl belirleyicisinin yurtdışı piyasalardaki belirsizlik ortamında finansal piyasalarda oluşabilecek olası sert satışları engelleme isteği olduğu görülüyor.

Öte yandan Fed ve ECB'nin faiz indiriminin arkasında yatan nedenlerdeki bir diğer ayrışma Fed'in faiz indirimi ile ilgili hâlâ elinin güçlü olmasına karşın, ECB'nin negatif faiz nedeniyle faiz indirim alanının görece daha dar olmasıdır. Nitekim ECB'nin tahvil alım programına yeniden ve süresiz olarak başlaması bu durumu destekliyor. Ayrıca ECB tarafından uygulanan para politikasının belli sınırlara ulaşması sebebiyle Başkan Draghi'nin para politikası dışında özellikle maliye politikasının devreye sokulmasına ilişkin yaptığı çağrının önemli olduğunu düşünüyoruz. Mali genişleme ile ilgili söz konusu çağrıda İtalya gibi bütçe açığı yüksek bölge ekonomilerinde değil cari ve bütçe fazlası olan Almanya, Hollanda gibi ekonomilerin önemli rol oynaması gerektiği görülüyor. Önümüzdeki dönemde faiz indirimlerinde eli giderek daha kısıtlı hale gelecek olan ECB'nin daha fazla maliye politikasına odaklanacağı rahatlıkla söylenebilir.

Peki, Gelişmiş Merkez Bankalarının tekrar uygulanmaya konulan genişlemeci para politikaları piyasalarda bir ralli etkisi yaratır mı?

Piyasalarda halihazırda en çok dile getirilen söylem, gelişmiş merkez bankalarından gelen faiz indirimlerinin göreceli olarak yüksek faiz veren gelişmekte olan ülkeler için olumlu olacağı, özellikle de sermaye akımlarının yüksek olacağı yönünde bulunmaktadır. Biz bu görüşe katılmıyoruz. 2008 finansal kriz sonrası gelişmiş merkez bankalarının uyguladıkları para politikası göz önünde bulundurularak oluşan bu algının 2009'dan oldukça farklı dinamiklere sahip şu anki koşullarda geçerli olmadığı görüşündeyiz. 2008 krizi sonrası gelişmiş merkez bankaları tarafından uygulanan genişlemeci para politikalarıyla birlikte GOÜ'lere yönelik sermaye akımlarındaki artışı etkileyen en önemli etmen gelişmekte olan ülkelerin gelişmiş ülkelere göre daha yüksek büyüme oranlarına sahip olması idi. Ancak halihazırda var olan ABD-Çin arasındaki gerilim, Brexit belirsizlikleri ve jeopolitik riskler düşünüldüğünde başta Çin olmak üzere bir çok ülkenin büyüme oranlarının geçmiş yıllarla karşılaştırıldığında çok düşük olduğu görülüyor. Örneğin 2009'da %13 civarı büyüyen Çin ekonomisindeki büyüme yaklaşık %6.2 civarlarına geriledi. Nitekim diğer GOÜ'lerin büyüme oranlarına da bakıldığında aynı durumun yaşandığı görülüyor. Bun durum göz önüne alındığında küresel büyümede önemli rolü olan GOÜ'lerin geçmişe göre daha yavaş büyümesi ve küresel ticarete yaşanan belirgin daralma GOÜ'lere 2009'da olduğu gibi büyük bir sermaye akımı olmayacağına işaret ediyor. Bununla birlikte küresel piyasalardaki risk alma iştahının ana belirleyicisi olan ABD'de göreceli olarak yavaşlama olmasına karşın resesyona tehlikesinin henüz uzak olması Fed'in yaptığı

indirimlerin ardından bir süre sonra faiz indirimi yapmaması için önemli bir unsur. Halihazırda küresel piyasalarda risk alma iştahının genel olarak düşük seyretmesinin GOÜ'lere yönelik kalıcı sermaye girişi önündeki önemli bir engel olduğunu hatırlatalım.

Önümüzdeki dönemde, gelişmiş merkez bankalarından gelen faiz indirimlerinin GOÜ'lere yönelik sermaye akımlarını hızlandıracağı algısındaki yanılığın temellendirecek olursak;

- Küresel piyasalarda özellikle GOÜ'lere ve riskli varlıklara yatırım yapma süreci "risk alma iştahı (Risk Appetite)" olarak adlandırılan dönemde gerçekleşmektedir. Risk alma iştahının arttığı dönemler ise ekonomik aktivitenin yüksek, küresel ticaretin de canlı olduğu dönemlerdir. Bu duruma örnek olarak 2000-2008 ve 2009-2013 arası dönemleri verebiliriz.
- Yatırım sürecinin 2.aşaması olan risk alma iştahındaki azalma (risk-off) süreci ise daha çok ekonomik aktivitedeki yavaşlama ve bu durumun tetiklediği belirsizliklerin artmasıyla yatırımcıların daha temkinli yatırım kararlarını aldığı dönemi ifade eder. Bu dönemde ekonomik büyümenin geçmiş dönemlere göre potansiyelinin altında olması sebebiyle ekonomik durgunluğu önlemek için merkez bankalarının faiz indirimine gittikleri ve genişlemeci para politika uyguladıkları bir dönemdir. Özellikle böyle bir ortamda yatırımcıların daha temkinli davranmaları GOÜ'lere yönelik sermaye akımlarının düşük kalmasında belirleyici olmaktadır.
- Son olarak yatırım sürecinin 3.aşaması olarak "riskten kaçış (Risk Aversion)" dönemi ise başta ABD gibi öncül ekonomilere ilişkin resesyon ihtimalinin giderek arttığı, sermaye piyasalarına sert satışların geldiği ve riskli varlıklardan kaçışın olduğu dönemi barındırır. Bu dönemde yatırımcı davranışı riskli varlıklardan kaçıp, altın, yen, ABD tahvili veya İsviçre frangı gibi güvenli limanlara yönelim şeklinde belirir. Bu duruma en iyi örnek ABD borsalarının sert düşüş yaşandığı, ABD tahvillerine sert alım gelirken, gelişmekte olan ülke para birimlerinin ciddi değer kaybettiği, borsalarına sert satış geldiği 2008 küresel krizidir.

Sonuç olarak 2008 Küresel Kriziyle mücadele amacıyla geleneksel olmayan para politikaları uygulayan, bu yolla piyasaya bol miktarda likidite süren ve faiz oranlarını tarihi düşük seviyelere indiren gelişmiş ülke merkez bankaları Fed öncülüğünde 2015 yılı sonunda para politikasında normalleşmeye başlamışlardı. Ancak ticaret savaşı geriliminin küresel ekonomi üzerinde yarattığı baskının ardından yeniden genişleyici para politikasına dönüldü. ABD'de Fed'in temel amacı olan işsizlik ve enflasyon rakamları hedeflere yakın seyrederken büyüme saikleriyle bir başka ifade ile siyasi baskılar sonucu faiz indirimine başladı. Avrupa Merkez Bankası'ndan ise Fed'in faiz indireceği sinyalinin gelmesiyle birlikte faiz indirimi beklentileri artmıştı. ECB'nin yeniden bir parasal genişleme programına başlaması da bekleniyordu. Ancak miktarın daha yüksek olacağı düşünülüyordu. Bu nedenle 20 milyar euroluk tahvil alınacağına açıklanması ilk başta piyasaların beklentisini karşılamasa da tahvil alımlarının belli bir süreyle kısıtlanmaması ilk baştaki hayal kırıklığını tersine çevirdi.

Son dönemde gelişmiş merkez bankalarından gelen genişlemeci para politikalarının piyasalarda yarattığı olumlu hava ile riskli varlıklarda bir ralli yaşanacağı beklentisinin şu an için pek doğru olmadığını düşünüyoruz. Bu düşüncemizin temelinde yukarıda üç aşama olarak değindiğimiz sürecin halihazırda ikinci aşamasında olduğumuz yani bir diğer ifadeyle merkez bankalarının faiz indirim adımlarının ekonomilerin resesyona girmelerini engelleme amaçlı olduğu ve bu sebeple yatırımcıların bu durumu riskli varlıklar yaparak yatırım yapmak için bir fırsat olarak değerlendireceği görüşünün miyop bir bakış açısı olarak değerlendiriyoruz. Yapılan bu faiz indirimlerinin küresel ekonomide büyüme oranlarını yukarı çekmeye bir diğer ifadeyle öncül göstergelerin ekonomilerin toparlandığına dair kalıcı bir sinyal vermeden piyasalarda oluşabilecek herhangi bir yükselişin kalıcı olmayacağını düşünüyoruz. Önümüzdeki dönemde ticaret savaşlarının nasıl bir seyir izleyeceğini, Brexit sürecinin nasıl yönetileceği özellikle jeopolitik gelişmelerin dünya ekonomilerinde küresel resesyona dönüşüp dönüşmeyeceğinin yakından takip edilmesi gerektiği kanaatindeyiz. Küresel belirsizliklerin resesyona dönme algısının piyasalarda giderek derinleşmesi ve halihazırda risk alma iştahının azaldığı ikinci aşamadan risk almadan kaçış olan üçüncü aşamaya geçilmesinin piyasalarda sert satışlara yol açması riskinin göz ardı edilmemesi gerektiği düşüncesindeyiz. Bu

bağlamda son dönemde görülen gelişmiş merkez bankaları tarafından yapılan faiz indirimlerinin piyasalarda temkinli olarak izlenmesi gerektiği görüşündeyiz.

Haftalık Veri Takvimi (23-27 Eylül 2019)

Tarih	Ülke	Açıklanacak Veri	Önceki	Beklenti	
23.09.2019	ABD	İmalat PMI (Eylül, öncül)	50.3	50.2	
		Hizmet PMI (Eylül, öncül)	50.7	51.8	
		Chicago Fed Aktivite Endeksi (Ağustos)	-0.36	--	
	Almanya	İmalat PMI (Eylül, öncül)	43.5	--	
		Hizmet PMI (Eylül, öncül)	54.8	--	
	Fransa	İmalat PMI (Eylül, öncül)	51.1	--	
Hizmet PMI (Eylül, öncül)		53.4	--		
24.09.2019	Türkiye	Reel Kesim Güven Endeksi (Eylül)	102.5	98.8 (açıklandı)	
		Kapasite Kullanım Oranı (Eylül)	%76.6	76.3(açıklandı)	
	ABD	Conference Board Tüketici Güven Endeksi (Eylül)	135	134	
		Richmond FED İmalat Endeksi (Eylül)	1	--	
		Case- Shiller Konut Fiyat Endeksi (Temmuz, y-y)	%3.1	--	
	Almanya	IFO İş Dünyası Güven Endeksi (Eylül)	94.3	--	
	Japonya	Nikkei İmalat PMI (Eylül, öncül)	49.3	--	
	25.09.2019	ABD	Yeni Konut Satışları (Ağustos, a-a)	-%12.8	%1.2
		Almanya	Tüketici Güven Endeksi (Ekim)	9.7	--
	26.09.2019	ABD	Bekleyen Konut Satışları (Ağustos, y-y)	%1.7	--
Haftalık İşsizlik Başvuruları (Eylül)			--	--	
GSYH (2. çeyrek, y-y)			%2	%2.1	
Kişisel Tüketim Harcamaları (2. çeyrek)			%4.7	--	
Çekirdek Kişisel Tüketim Harcamaları (2. çeyrek)			%1.7	--	
Öncü Mal Ticaret Dengesi (Ağustos)			-72.3 milyar \$	--	
27.09.2019	ABD	Michigan Ün. Tük. Güven Endeksi (Eylül)	92	--	
		Dayanıklı Mal Siparişleri (Ağustos, öncül, a-a)	%2	--	
		Çekirdek Kişisel Tüketim Harcamaları (Ağustos, a-a)	%0.2	%0.2	
		Kişisel Gelirler (Ağustos, a-a)	%0.1	%0.4	
		Kişisel Harcamalar (Ağustos, a-a)	%0.6	%0.3	
	Euro Bölgesi	Tüketici Güven Endeksi (Eylül)	--	--	
	Almanya	Perakende Satışlar (Ağustos, y-y)	%4.4	--	
	İngiltere	Tüketici Güven Endeksi (Eylül)	-14	--	
	23.09.2019	ABD	İmalat PMI (Eylül, öncül)	50.3	50.2
			Hizmet PMI (Eylül, öncül)	50.7	51.8
Chicago Fed Aktivite Endeksi (Ağustos)			-0.36	--	
Almanya		İmalat PMI (Eylül, öncül)	43.5	--	
		Hizmet PMI (Eylül, öncül)	54.8	--	
Fransa		İmalat PMI (Eylül, öncül)	51.1	--	
	Hizmet PMI (Eylül, öncül)	53.4	--		