

# Global Görünüm ve Beklentiler



**2018**

**Okan Ertem, FRM**

# 2018 yılında global enflasyon artışı gündeme gelebilir...

1. 2018 yılı gelişmiş ülkelerde «enflasyon» un varlığını yeniden duyabileceğimiz bir yıl olabilir.
2. Artan petrol fiyatlarının üretici maliyetlerini artırması ve bunun tüketici fiyatlarına yansması global ölçekte enflasyonist baskı yaratabilir.
3. **ABD 2008 yılından bu yana ilk defa potansiyelinin üzerinde büyüyebilir.** Artan ücret enflasyonu en geç Nisan ayından itibaren çekirdek fiyat artışlarına yansiyabilir.
4. Fed enflasyondaki artışa karşı **3 veya daha fazla faiz artırımını** yapabilir.
5. Avrupa tarafında Almanya-Fransa-İtalya kaynaklı büyüme 2018 yılında da (İtalya hariç) devam edebilir.
6. Avrupa Merkez Bankası (ECB) Mart ayındaki İtalya seçimleri dışında önemli bir sorunla karşılaşmadan parasal genişleme programında azaltıma gidebilir.
7. Avrupa ekonomisinin olumlu görünümü **Euro/Dolar** paritesini ilk çeyrekte yukarı yönde etkileyebilir. Ancak ikinci çeyrekte itibaren ABD enflasyonunda hızlanan seyir ve seri faiz artırımları pariteyi olumsuz etkileyebilir. Avrupa tarafında ABD ile aynı hızda bir enflasyon artışı öngörmüyoruz. **Parite yıl içerisinde 1,20 üstü fiyatlamalar görebilir ancak yılı 1,15-1,17 aralığında tamamlayabilir.**
8. ECB bilanço büyüme hızı %7-10 civarında kalabilecekken, Fed %10 civarında bilanço küçültebilir.
9. Japonya da diğer merkez bankalarına ayak uydurarak 10 yıl vadeli tahvil alımlarını azaltarak faiz oranını 10-20 baz puan artırabilir. Japonya'da enflasyon görünümünde belirgin iyileşme olabilir.

# 2018 yılı ikinci yarısı Fed faiz artırımları hızlanabilir...

10. 2018 yılında **ABD doları ve Yen** güçlü kalabilir.
11. Petrol fiyatlarında (Brent) 65-70 dolar aralığına yerleşilebilir. Burada global arz-talep dengesinin 300 bin varil arz yönünde fazla vermesi beklense de, artan global büyüme (pozitif global çıktı açığı) nedeniyle fiyatlarda artış beklentimiz sürüyor.
12. Global büyüme ve şirket karlılıklarında artış hisse senetleri için pozitif görünüme işaret edebilir. **DAX ve S&P500**, ABD faiz artırımlarına hassas gelişen ülke endekslerine göre güçlü kalabilir. Petrol fiyatlarındaki artıştan yararlanan **Rusya Micex** ve global şoklara karşı hassasiyeti az olan **JCI/Endonezya** ön plana çıkacak hisse senedi endeksleri olabilir.
13. Dolar/TL tarafında reel olarak ucuz kalan TL, gelişen ülkelere göre gücünü avantajlı olabilir. Ancak pozitif çıktı açığı, artan enflasyonist baskı nedeniyle Fed'in beklentilerin üzerinde faiz artırımını yapma olasılığı doları global ölçekte güçlendirebilir. Bu durum TL'nin yaklaşık olarak beklenen enflasyon (%9) kadar değer kaybetmesine neden olabilir. Dolar/TL 2018 yıl içerisinde 3,75 civarlarına doğru gerileyebilir, yılı 4,15 civarında kapatabilir.

## Peki riskler neler olabilir?

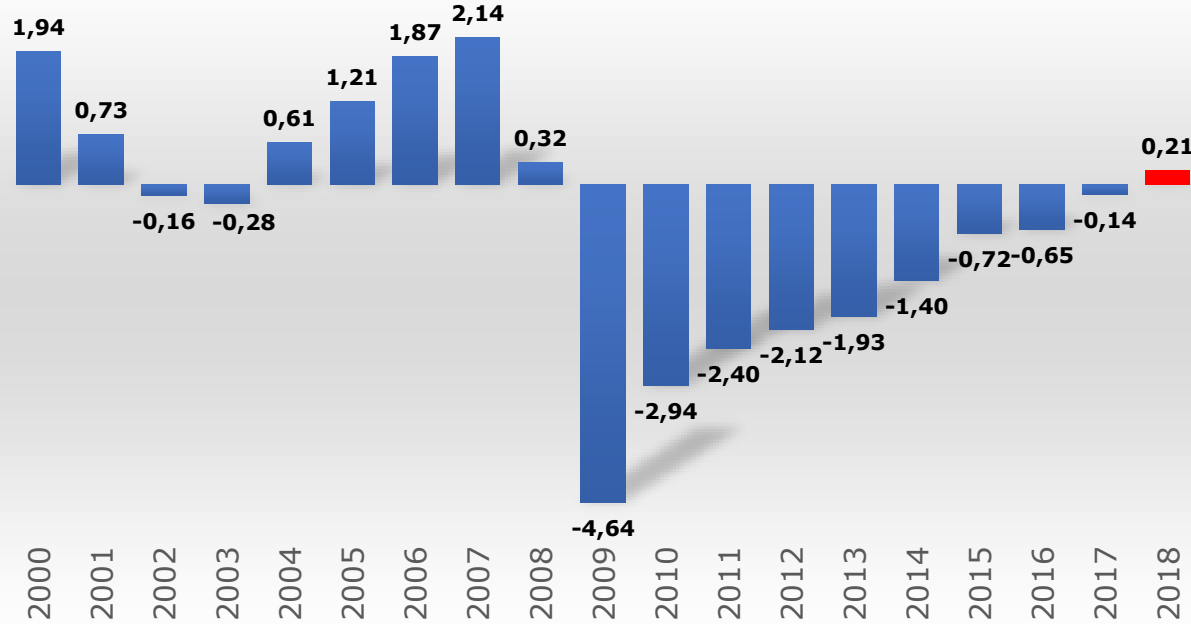
1. Global ölçekte petrol fiyatlarında (Brent) 70 dolar ve üzerinde seviyeler Türkiye'nin de içinde bulunduğu enerji ithalatçısı ülkelerin cari açığının artmasına neden olabilir. Buna ilaveten global ölçekte Merkez Bankalarının faiz artırımlarını hızlandırabilir. Gelişen ülke piyasalarından çıkışlar yoğunlaşabilir.
2. Ortadoğu ve Kuzey Kore'de bölgesel riskler yine gündeme gelebilir.
3. ABD Başkanı Trump'ın Rusya ile olan ilişkileri kapsamında süren soruşturmalarda yeni bilgiler ortaya çıkabilir. Global ölçekte hisse senedi satışları görülebilir.

## Beklentilerimiz

	2017	2018 1Ç	2018 2Ç	2018 3Ç	2018 4Ç
ABD 10 yıllık faiz oranı	%2,40	%2,70	%3,2	%3,4	%3,4
Alman 10 yıllık faiz oranı	%0,41	%0,50	%0,7	%0,75	%0,75
FED faiz oranı (üst bant)	%1,5	%1,75	%2	%2,25	%2,50
Euro/Dolar	1,18	1,25	1,23	1,18	1,20
Sterlin/Dolar	1,33	1,38	1,35	1,32	1,35
Ons Altın (\$)	1310	1360	1340	1360	1400
Brent Petrol	65	67	67	70	70
S&P500	2650	2800	2600	2800	3000
DAX	13000	13500	14000	14500	15000
Gelişen ülke endeksleri (MXEF)	1190	1300	1250	1350	1400
Türkiye TÜFE (%)	%11,7	%10	%10,13	%9,9	%9,3
\$/TL (yıl sonu)	3,80	3,75	3,99	4,08	4,15
€/TL (yılsonu)	4,50	4,55	4,65	4,73	4,95
Türkiye 10 yıllık tahvil	%11,6	%10,5	%11,2	%11,4	%11,6

## 2018'de global büyüme ve enflasyon yeniden bir arada mı?

G7 ülkeleri Çıktı açığı/GSYİH (%)



2018 yılında 2009 yılından bu yana ilk defa G7 ülkelerinde potansiyel üzerinde büyüme yaşanabilir.

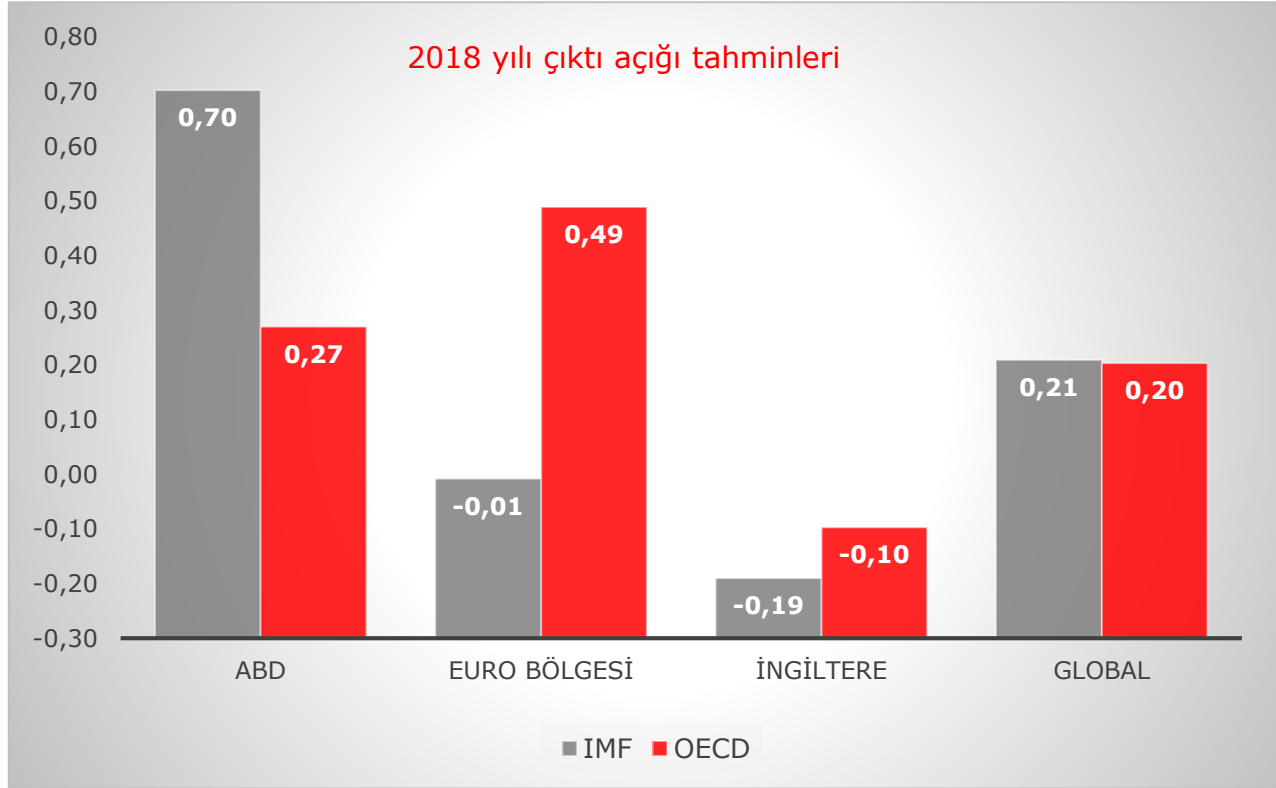
Potansiyelin üzerinde büyüme enflasyonist baskının olduğu bir döneme işaret edebilir.

2018 yılında IMF tahminlerine göre ABD ve Çin'de potansiyelin üzerinde büyüme görülebilir.

Çıktı açığı: Ülke ekonomik aktivitesinin ülke potansiyel büyümesinden farkı olarak tanımlanır. Pozitif çıktı açığı, ülke ekonomisinin mevcut olanakları (sermaye, işgücü) ile üretebileceğinin üzerinde bir üretim miktarına ulaştığına işaret eder.

Kaynak: IMF, OECD, Bloomberg

## 2018'de global büyüme ve enflasyon yeniden bir arada mı?



IMF ve OECD çıktı açığı tahminleri ABD ekonomisinin 2018 yılında potansiyelinin üzerinde büyüme göstereceğine işaret ediyor.

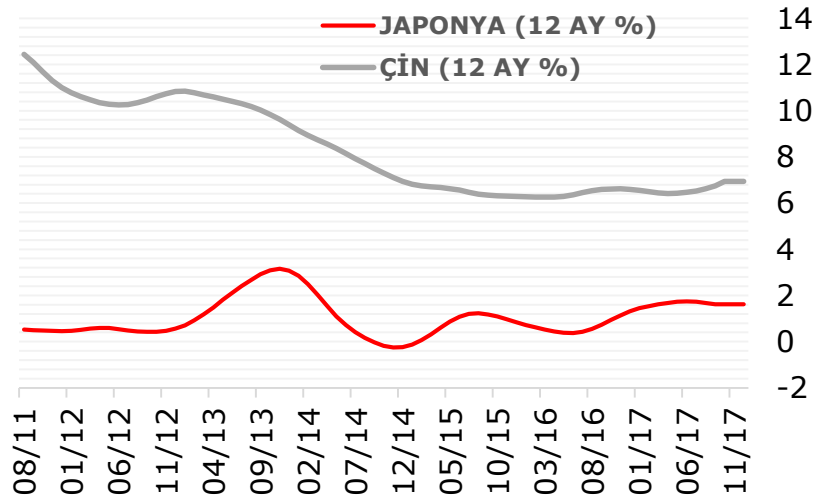
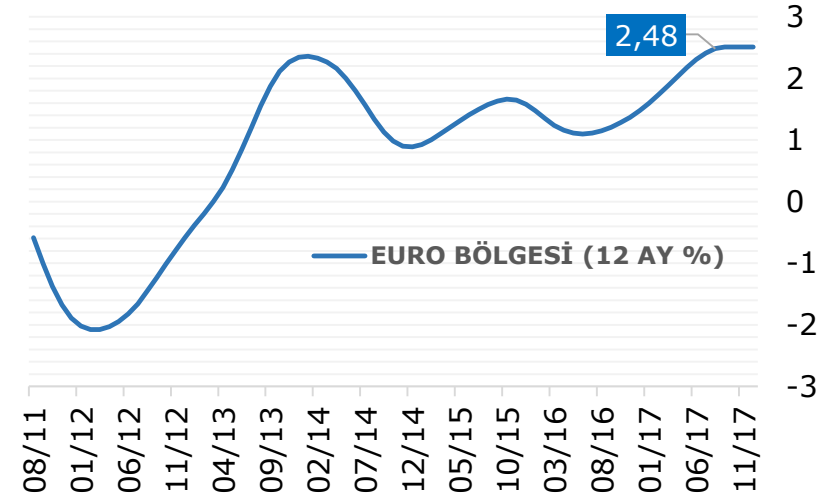
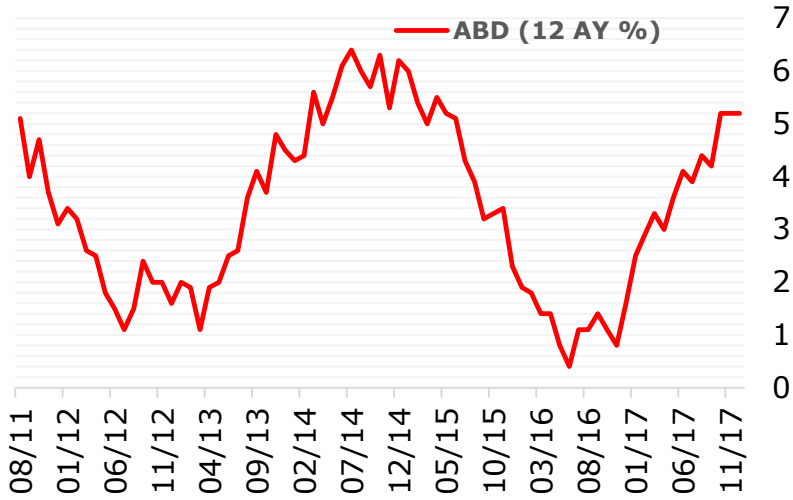
Aynı görünüm global büyüme açısından da geçerli.

Euro bölgesi tarafında ise OECD tahminlerinin daha iyimser olduğunu görüyoruz.

Çıktı açığı: Ülke ekonomik aktivitesinin ülke potansiyel büyümesinden farkı olarak tanımlanır. Pozitif çıktı açığı, ülke ekonomisinin mevcut olanakları (sermaye, işgücü) ile üretebileceğinin üzerinde bir üretim miktarına ulaştığına işaret eder.

Kaynak: IMF, OECD, Bloomberg

# Öncü göstergeler Euro bölgesinde belirgin toparlanmaya işaret ediyor

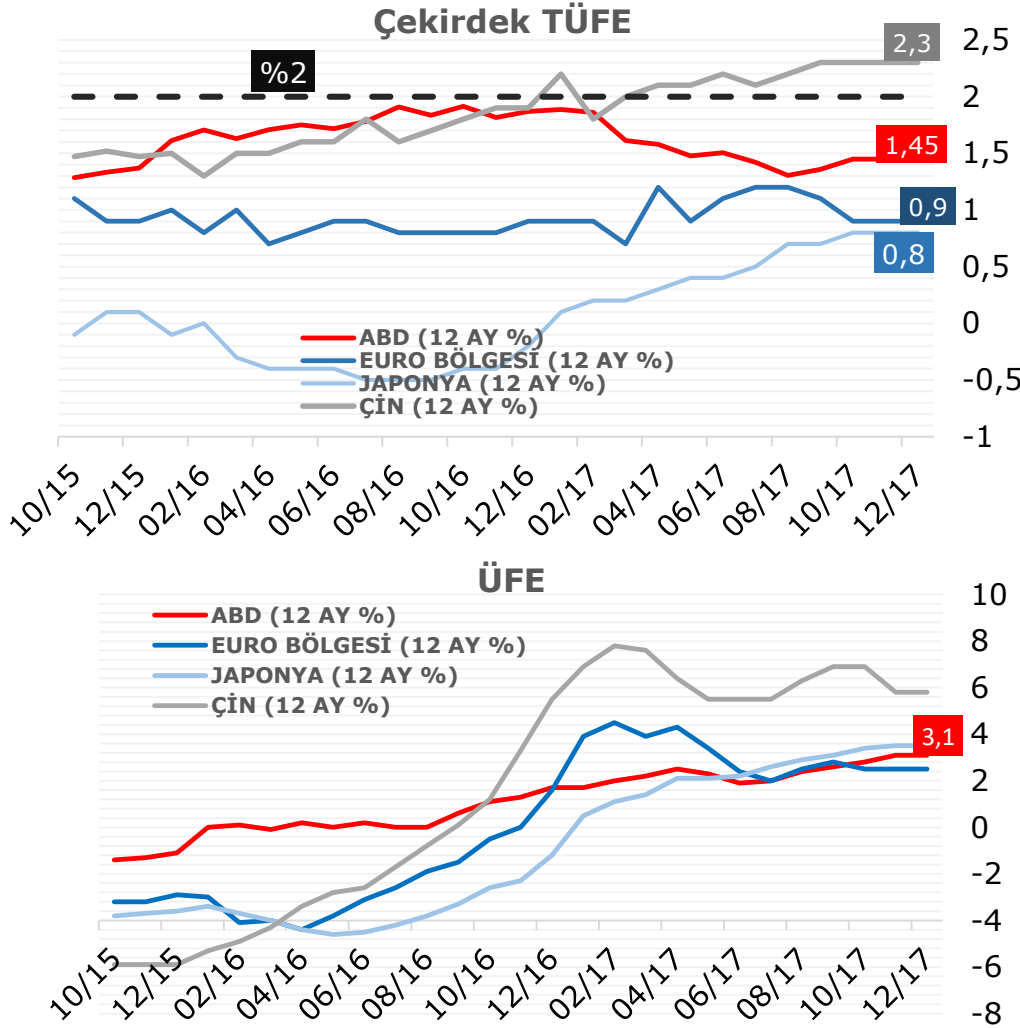


İmalat sanayi siparişleri, çalışılan saatler, inşaat izinleri, hisse senetleri, tüketici güveni ve faiz farkları gibi değişkenleri referans alan; 6-9 ay vadede ekonomik aktivitenin gidişatı için takip edilen öncü göstergeler endekslerindeki görünümü inceledik.

ABD ve Euro bölgesinde son 12 aylık dönemde pozitif endeks değişimleri göze çarpıyor. Euro bölgesi ileriye dönük ekonomik aktivite beklentisi 2013-2014 döneminin önüne geçmiş durumda.

Kaynak: OECD, Bloomberg

## Çekirdek enflasyon ABD'de yükseliş eğiliminde...



Kaynak: OECD, Bloomberg

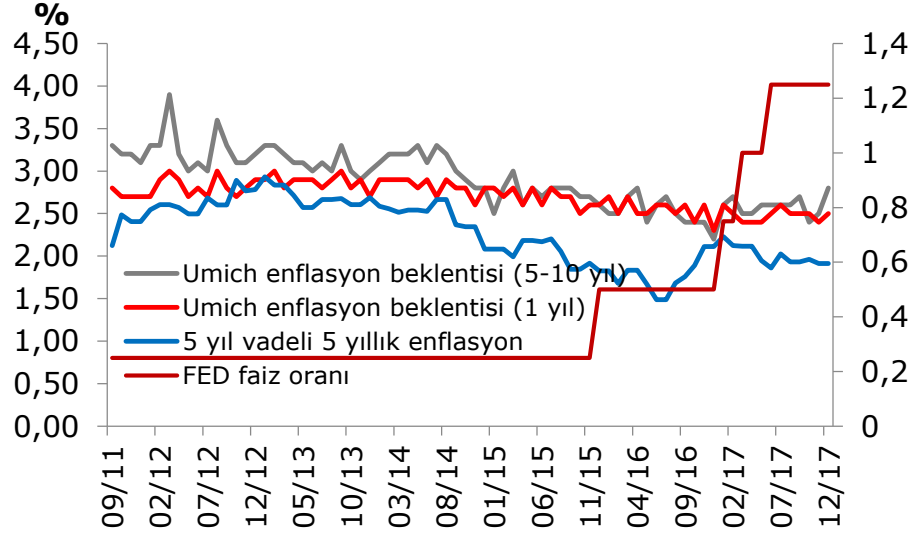
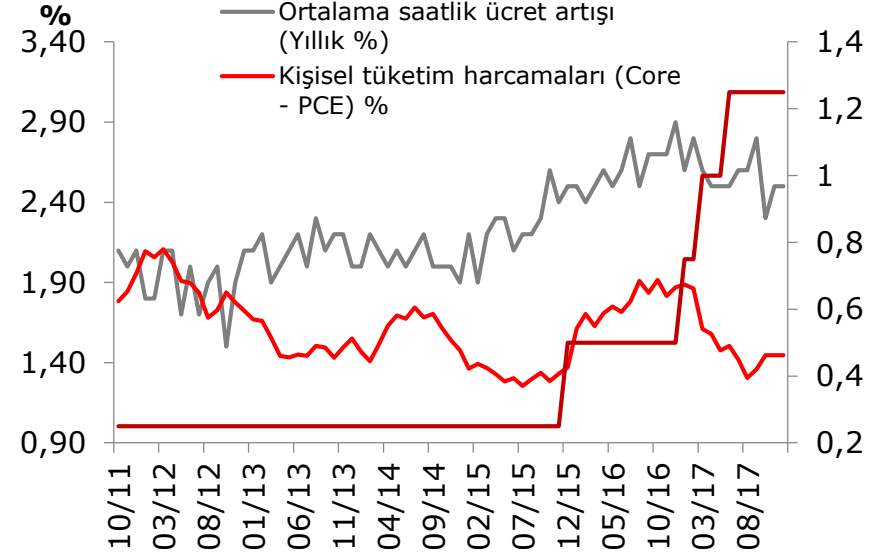
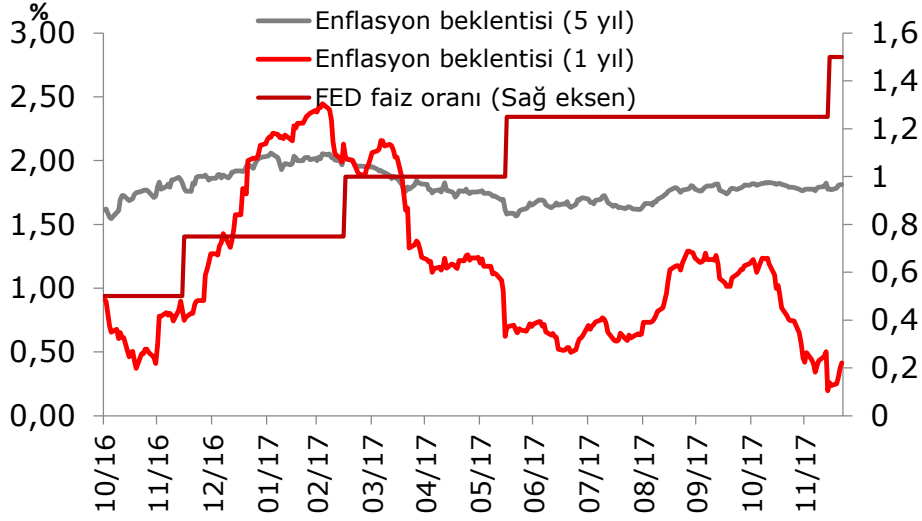
Pozitif çıktı açığı, toparlanan öncü göstergeler ve enflasyonda kıpırdanma BOJ'un %0 olan 10 yıl vadeli Hazine tahvil faizi hedefini Ocak veya Mart ayı toplantılarında yükseltmesine neden olabilir. İlk çeyrekte Japon Yeni dolar karşısında değer kazanan para birimleri arasında yer alabilir.

Yılın geri kalanında ise hedeflere (%2) oldukça uzak seyreden çekirdek enflasyonda 2018 yılında belirgin bir iyileşme görüleceğini düşünmüyoruz. Yükselen petrol fiyatları toplam enflasyonu yukarı çekse de gösterge faiz oranının -%0,1 seviyesinde kalabileceğini düşünüyoruz. BOJ tahvil faizi hedefini yükselterek veya yıllık tahvil alım miktarının (710 milyar dolar) altında alım yaparak Yen'i yıl boyunca dengede tutmaya çalışabilir.

Tüketici fiyatlarına öncü olarak değerlendirebileceğimiz üretici fiyatları tarafında ise 2017 yılında ABD tarafında bir canlanma görmekteyiz. 2017 yılının ikinci yarısında kısmen petrol fiyatlarının etkisi kısmen de girdi maliyetleri ve maaş artışları ABD üretici maliyetlerini artırmakta. **2018 yılı için bu görünüm çekirdek tüketici enflasyonun ABD tarafında güçlenebileceğini ve doların yılın ikinci yarısında Euro ve diğer dövizlere karşı güçlü kalabileceği beklentimizin temelini oluşturuyor.**



# ABD ÜFE sinyali, uzun vadede artan enflasyon baskısı ile teyit alıyor...

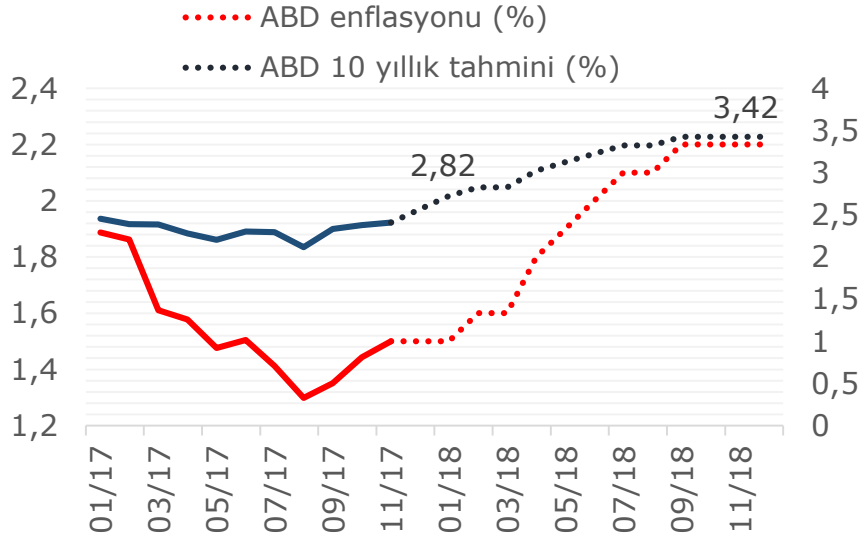
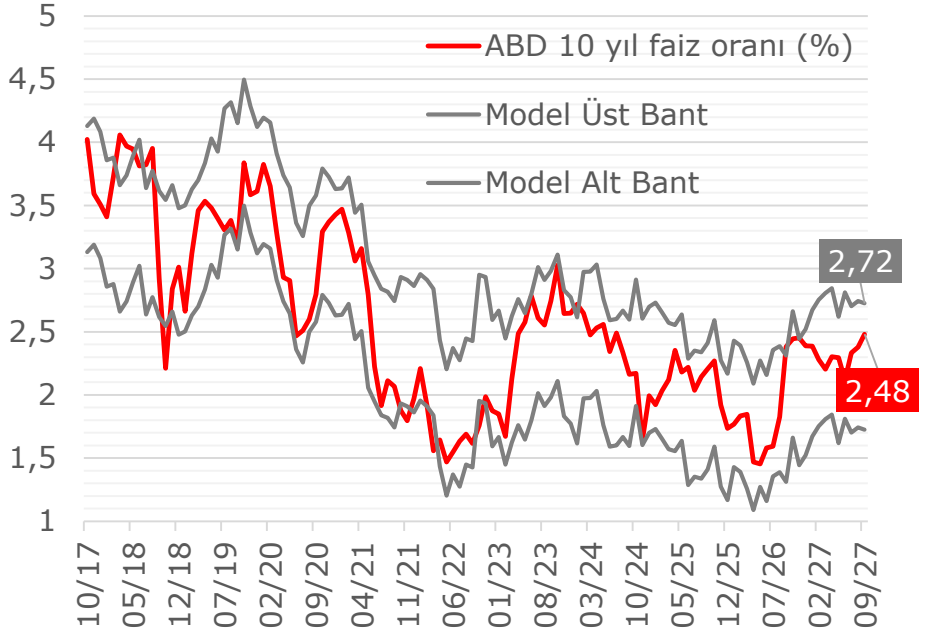
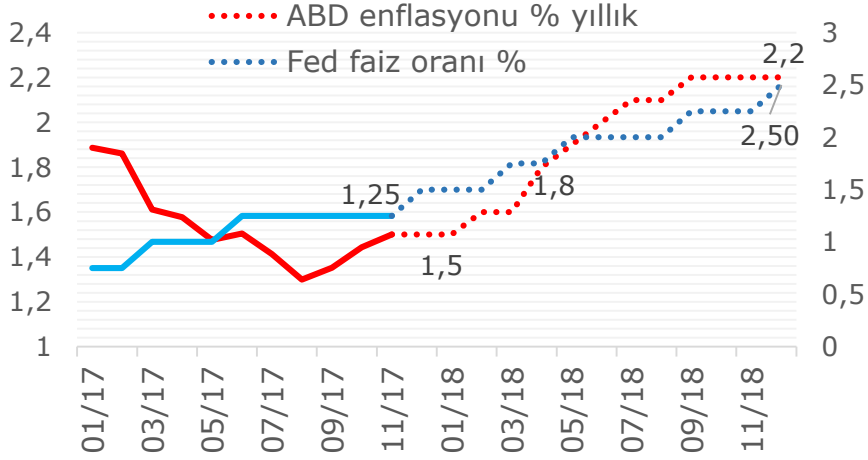


Kaynak: Ak Yatırım, Bloomberg

ABD ÜFE'de görülen artış sinyali ortalama saatlik ücretlerde görülen %2 üzerindeki artış ile teyit almaya devam ediyor.

Kısa vadeli enflasyon beklentilerinde (breakeven) belirgin bir düşüş gözlemlense de, orta-uzun vadeli 5 yıl beklentilerde artış trendi oluşuyor. Piyasa enflasyon göstergelerinin (breakeven) yanı sıra anketlerde (Umich) de 5-10 yıl vadede iyileşme gözlemleniyor.

# ABD enflasyonunda yükseliş 2018 yılı ana senaryosu olabilir...

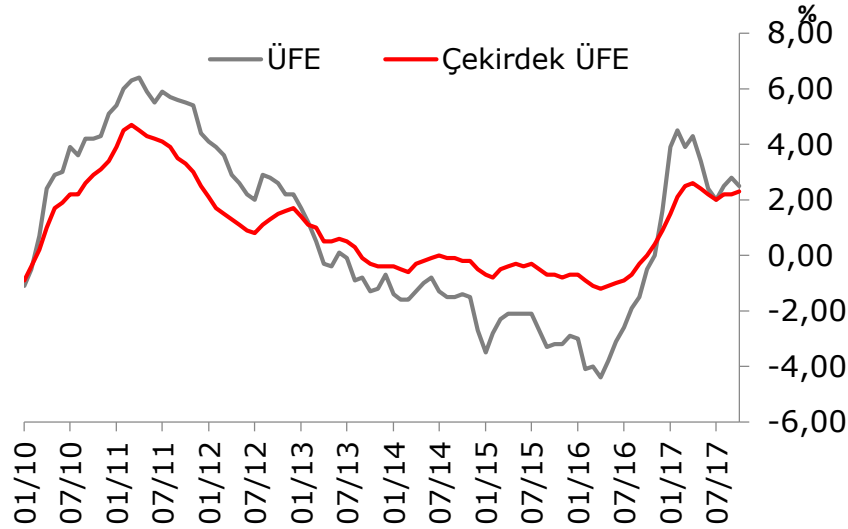
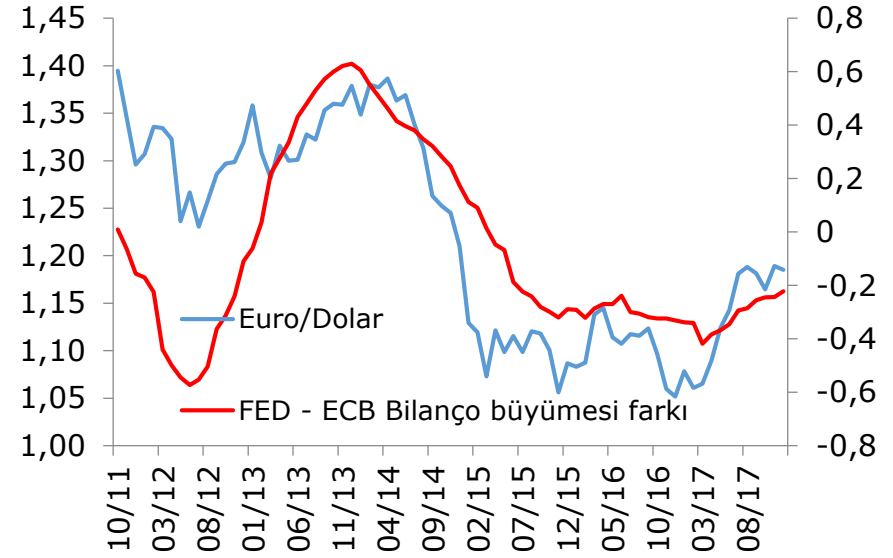
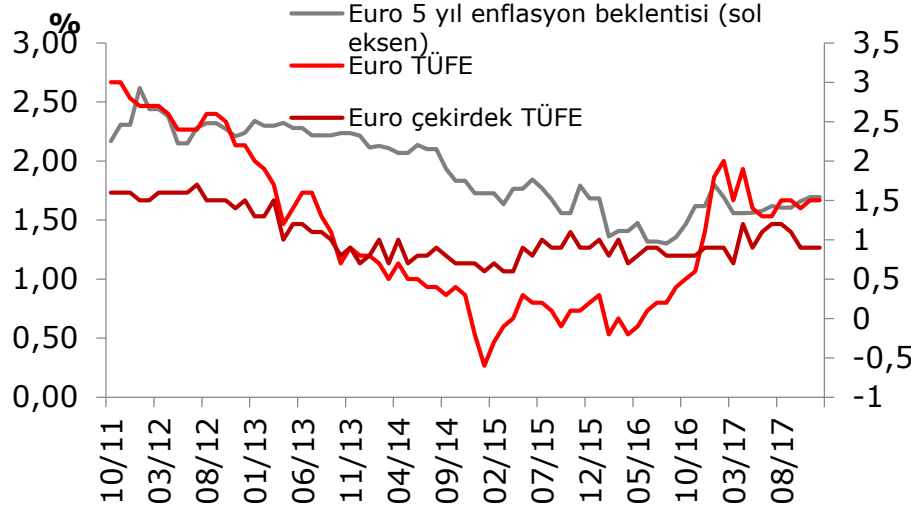


Kaynak: Ak Yatırım, Bloomberg

ABD'de 2008 yılından bu yana ilk kez potansiyelin üzerinde büyüme dönemine geçiş, Nisan ayından itibaren devreye girecek olan baz etkisi, 2018 yılında devreye girecek vergi reformu ABD 10 yıl vadeli faiz oranlarında **2018 yıl sonunun %3,25-%3,50 aralığında kapanmasıyla sonuçlanabilir.**

Hali hazırda vergi reformunun etkisi ABD verilerine henüz yansımamışken, modellerimizin 10 yıllık faiz oranlarında işaret ettiği üst bant %2,7 seviyesinde. Bu rakama 2018 yılı PCE enflasyon artışı dahil edilirse 10 yıllıklarda %3,25 üzerinde bir yıl sonu tahminine ulaşılabilir.

## Euro bölgesinde ECB bilanço genişlemesi sona erebilir...



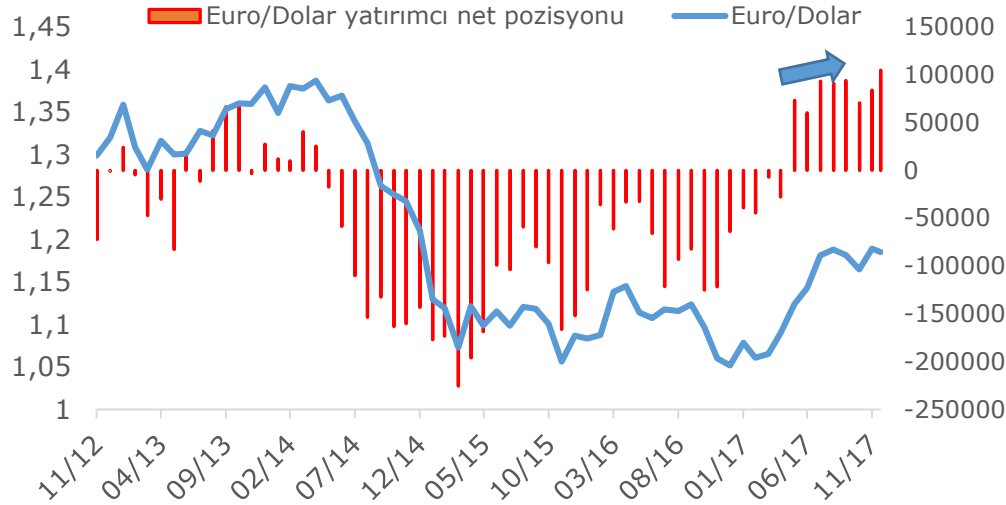
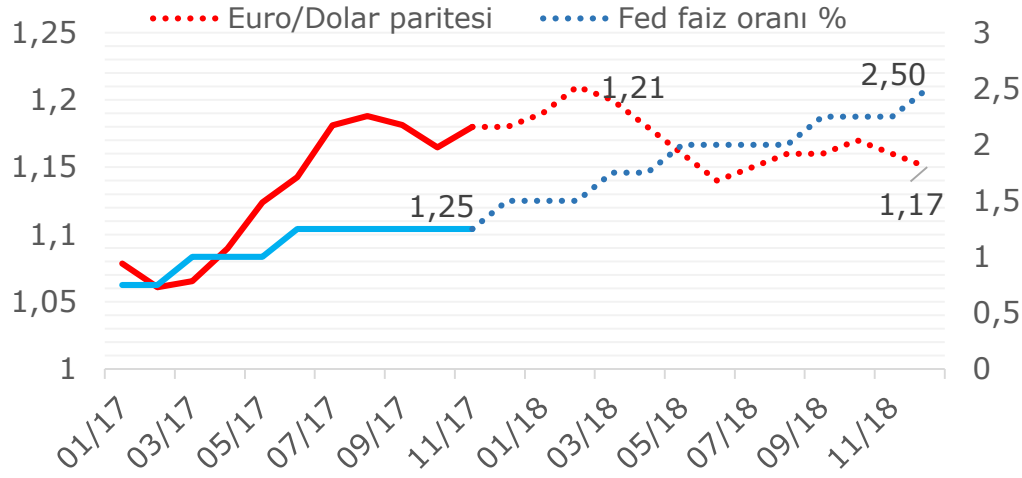
Kaynak: Eurostat, Bloomberg

2018 yılının ana temalarından biri Fed'in bilanço küçültmesine devam ettiği bir süreçte ECB'nin parasal genişlemede kısıntıya gitmesi olacak. Bilanço büyüme hızı arasındaki fark ise Euro/Dolar paritesi üzerinde ana belirleyici konumunda.

**Burada ECB'nin tahvil alımlarında yavaşlamanın Fed'in bilanço küçültmesine göre daha hızlı olabileceğini ve bu durumun pariteye belirli bir taban oluşturacağını düşünüyoruz.**

Parasal genişlemenin Eylül ayından sonra da devam etmesi için ayrı bir etken İtalya seçimleri olabilir. Mart ayında yapılması planlanan seçimlerde AB ayrılıkçısı 5 Star Movement Party'nin toplam oyların %27'sini alması bekleniyor. Parti tek başına iktidara gelebileceği için koalisyon kurma isteyebilir ancak kendisine ortak bulamayabilir. Bu durum İtalya varlıkları üzerinde baskı yaratabilir. ECB'nin parasal genişleme sürecinin sonuna geldiğine dair vereceği sinyali geciktirebilir.

## Euro/Dolar paritesinde yukarı yön sınırlı kalabilir...



Euro bölgesi ekonomik büyümesi 2017 yılındaki %2,4-%2,5'lik performansı takiben 2018 yılında ECB tahminlerine göre %2,3 büyüyebilir. Ancak yine ECB tahminlerine bakıldığında çekirdek enflasyonun %1,1 civarında (%2 hedef) kaldığını görüyoruz.

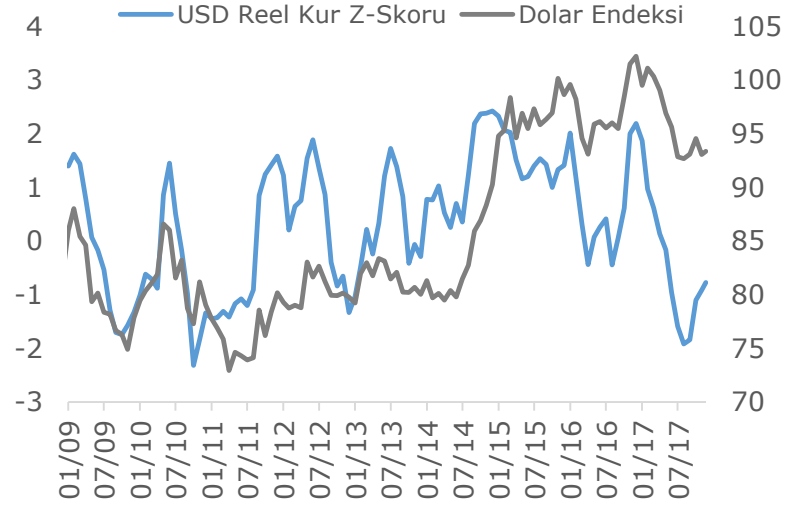
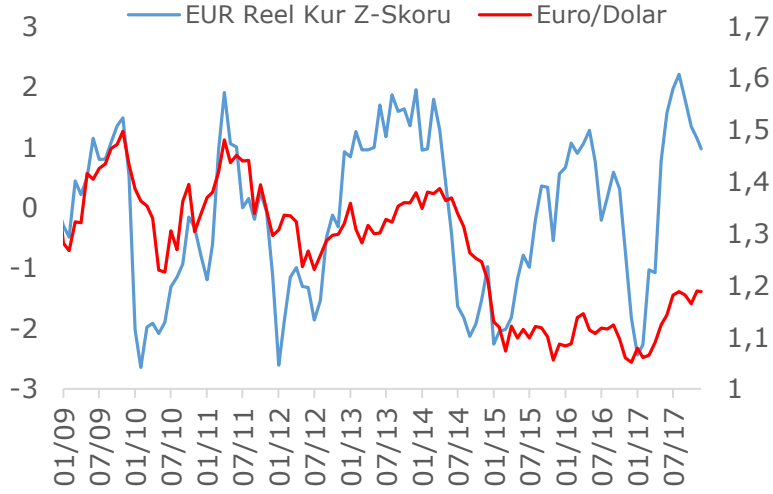
Almanya IFO endeksi ve imalat sanayiinde görülen aşırı ısınma çevre ülkelere (İtalya, İspanya) yansımış değil. Bu nedenle Almanya dışı bölgelerde enflasyonist baskı hissedilmesini beklemiyoruz.

ECB'nin aylık 30 milyar dolarlık Hükümet, 8 milyar dolarlık şirket tahvil alım programı Eylül ayına kadar devam edebilir. Faiz oranlarının 2018 yılında artırılmasını beklemiyoruz.

İtalya özelinde ise Mart ayında yapılacak Genel Seçimlerde AB ayrılıkçısı «Five Star Movement Party'nin» seçimleri kazanması bekleniyor. Bu durum Euro'yu negatif etkileyebilir. **Euro/Dolar paritesinde yatırımcıların rekor miktardaki long pozisyonları da paritenin yükselişi önünde belirgin bir engel.**

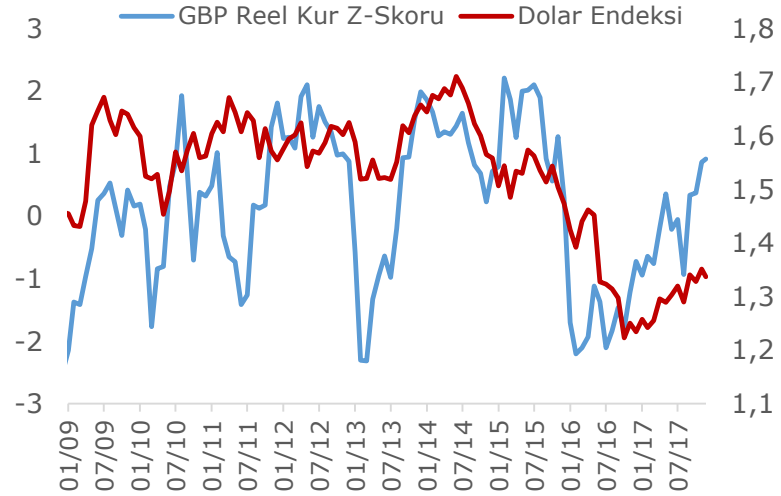
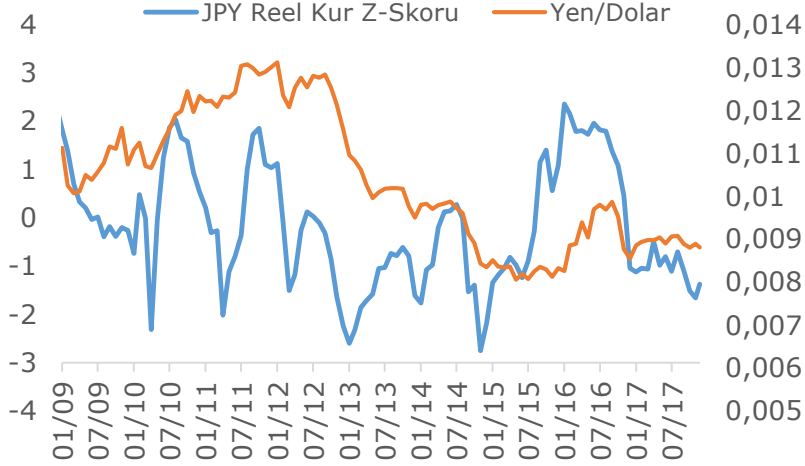
**Makro büyüme-zayıf enflasyon kombinasyonu beklentimiz çerçevesinde Euro bölgesi çekirdek enflasyonunun %1,1-1,2; Alman 10 yıllık tahvil getirilerinin %0,6-%0,8; Euro/Dolar paritesinin 1,15-1,17 civarında yılı kapatabileceğini düşünüyoruz.**

# ABD doları ve Japon Yeni 2018'de güç kazanabilir...



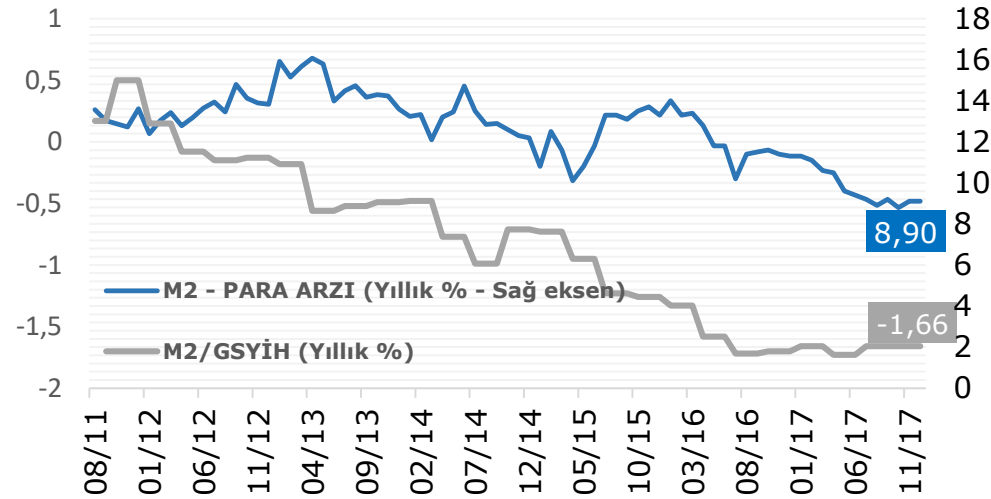
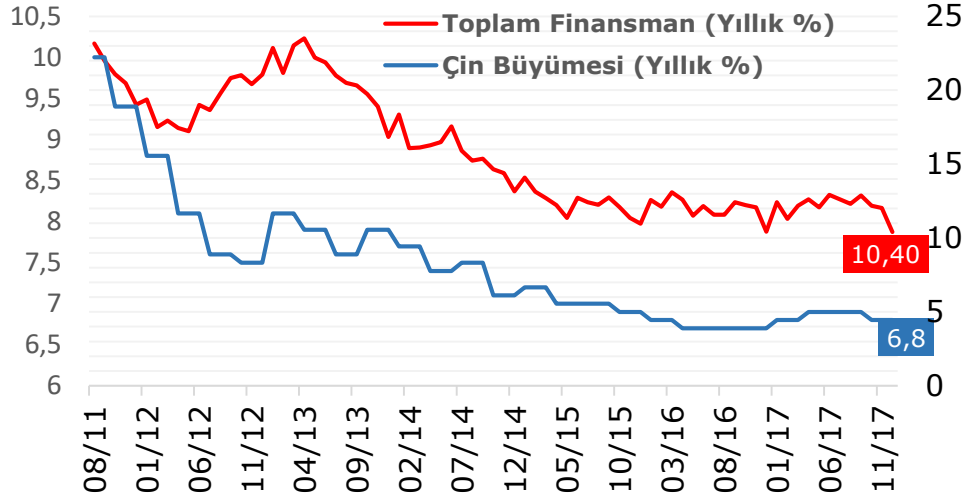
Reel kur modellerimiz ABD Doları ve Japon Yeni'ni ucuz olarak tanımlamaya devam ediyor.

Bu durum 2018 yılının ikinci çeyreğinden itibaren dolarda güçlenme trendi yönündeki görüşümüzü teyit ediyor.



Kaynak: BIS, Ak Yatırım, Bloomberg

## Çin büyümesi yavaşlayabilir, faizler artabilir...



Çin'de Hükümetin görev süresinin 5 yıl daha uzatılmasıyla birlikte yeni ekonomik program açıklanmış, finansal kaldıraça karşı önlemler alınmaya başlanmıştır.

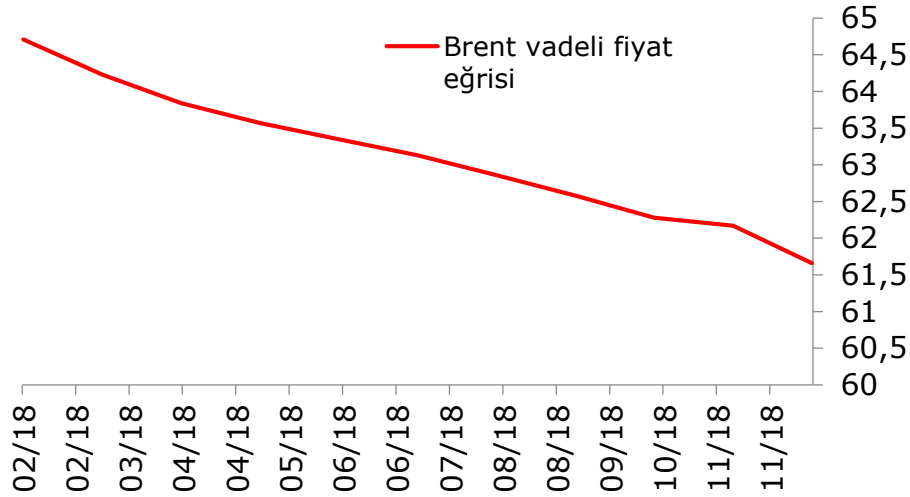
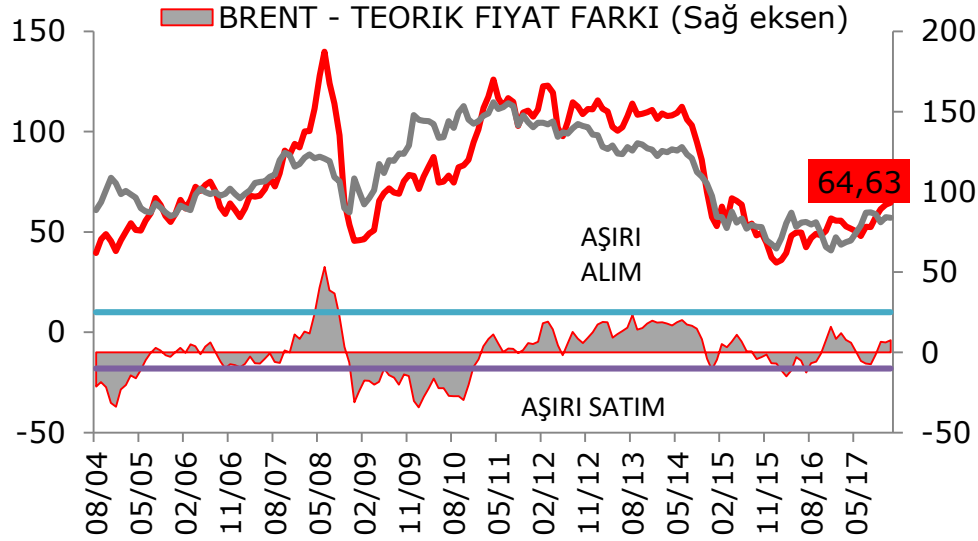
Çin ekonomik büyümesinin «hormonlu» olarak nitelendirebileceğimiz yapısı değiştirilmeye çalışılıyor. Gölge bankacılık sistemi yoluyla verilen kredi hacminin azaltılmasına yönelik önlemler alınıyor.

Çin otoriteleri interbank piyasası fonlamasıyla verilen kredilerin önünü kesmek üzere fonlama maliyetlerini artırabilirler. 2018 yılında Çin interbank faizlerinde artış beklerken, küçük ölçekli bankaları korumak amacıyla zorunlu karşılık oranlarının gevşetilebileceğini düşünüyoruz.

**2018 yılında Çin ekonomik büyümesinin %6'nın altına gelebileceğini, ancak bu durumun gelişen ülkeler ve Türkiye piyasalarına 2019 yılında olumsuz etki yapacağını düşünüyoruz.**

Kaynak: Bloomberg, Ak Yatırım

## Petrol fiyatları pozitif ivmeyi devam ettirebilir, Çin hız kesebilir...



Kaynak: Bloomberg, Ak Yatırım

Uluslararası Enerji Ajansı 2018 yılında global petrol talebinin 1,3 milyon varil/gün, petrol arzının 1,6 milyon varil/gün artacağını öngörüyor. Tahmine göre 300 bin varil/gün arz fazlası oluşabilir.

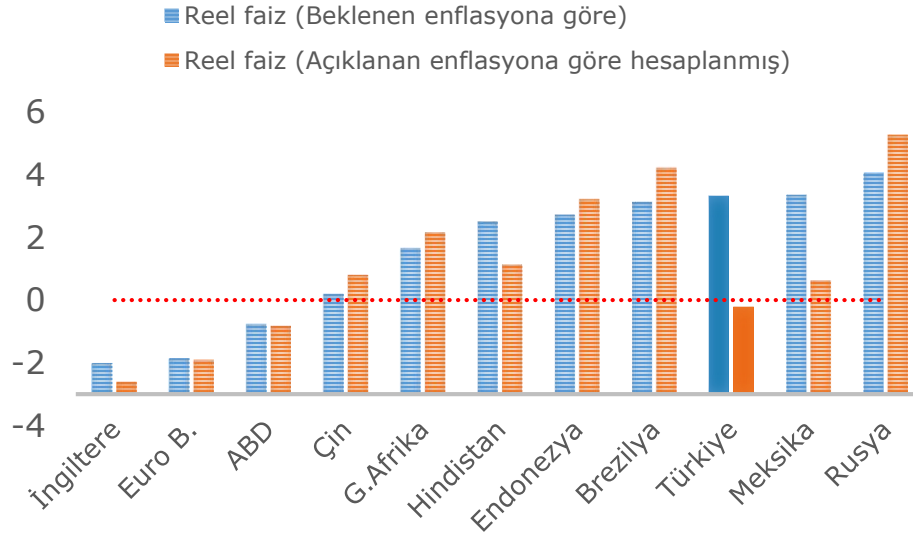
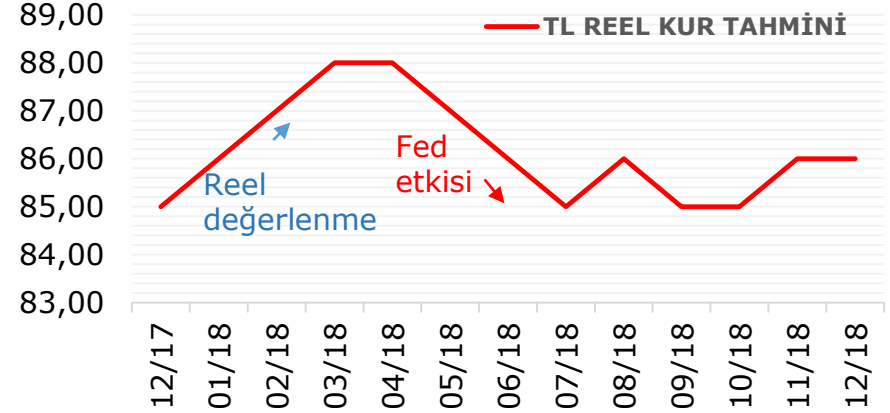
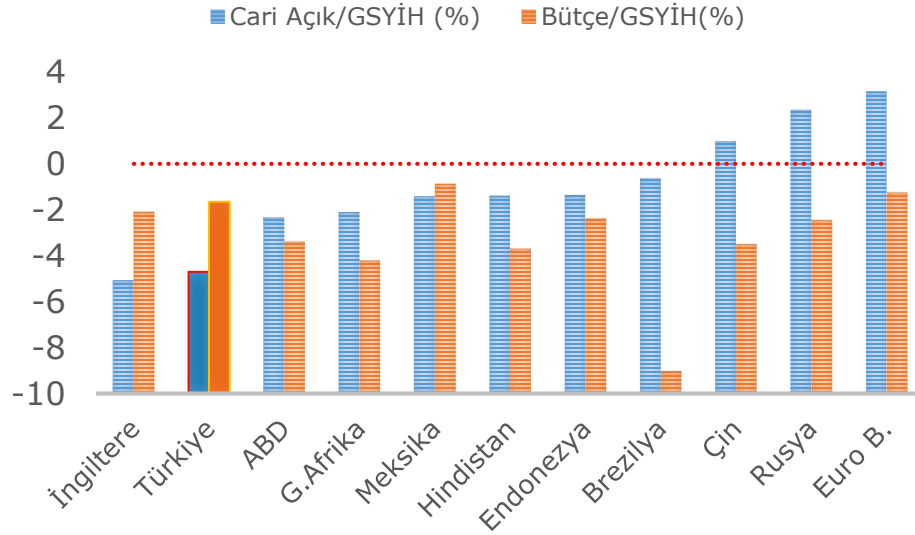
OPEC ülkeleri ve Rusya Kasım ayında yaptıkları toplantıda geçtiğimiz yıldan bu yana geçerli olan arz kısıntısı anlaşmasını 2018 sonuna kadar uzattılar.

ABD'de kaya petrolü üreticileri 2018 yılında yükselen fiyatlardan yararlanarak yeniden önemli bir oyuncu haline gelebilirler.

Çin otoritelerinin yenilenebilir enerjiye ağırlık vermeleri ve Çin kredi hacminin daralması emtia talebinin yavaşlamasına neden olabilir.

Gerek Brent petrol vadeli fiyat eğrisinde aşağı yönlü görünüm (backwardation-arz sıkıntısı sinyali) gerekse ABD ve Avrupa'da talep yönlü baskı sinyalleri, 2018 yılı için tahmin edilen 300 bin varil arz fazlasının fiyatlarda aşağı yönde yapabileceği etkiyi sınırlayabilir. Buna ilaveten global çıktı açığı, petrol stokları ve dolar endeksinden oluşan (R-Sq %89) Brent petrol modelimiz fiyatlarda henüz aşırı alım bölgesine ulaşılmadığına işaret ediyor. **2018 yılında Brent petrol için 65-70 dolar aralığında fiyatlamalar öngörüyoruz.**

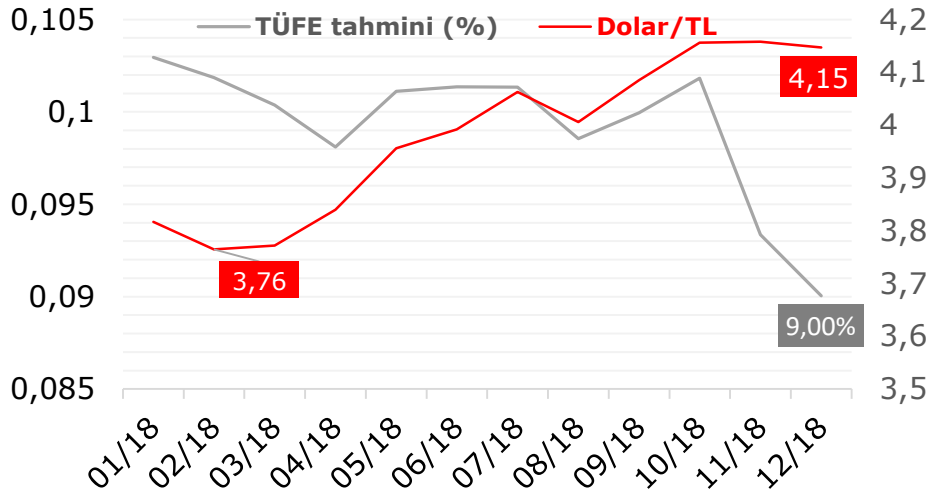
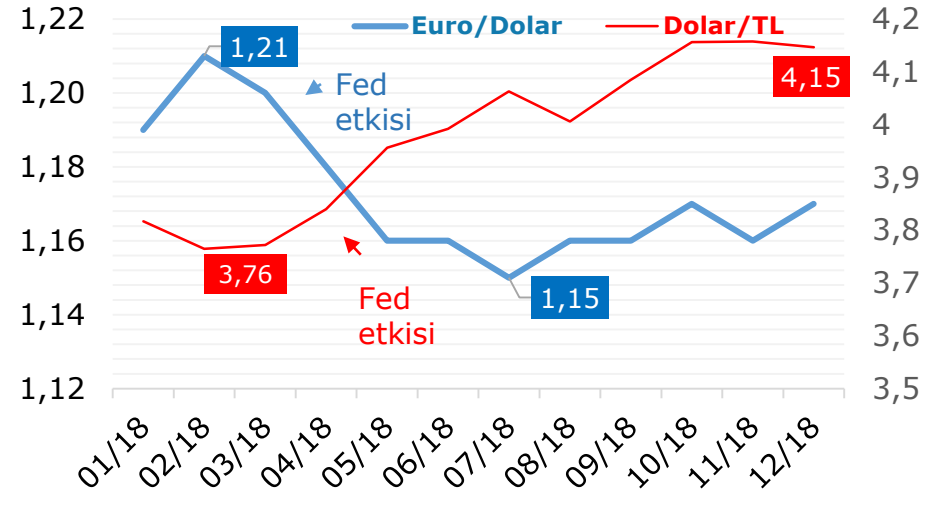
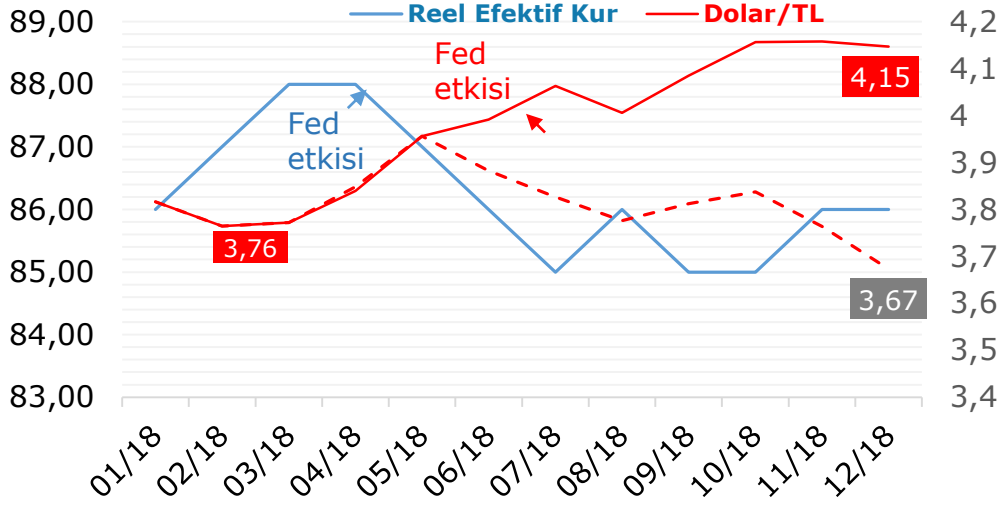
# TL reel faizleri reel değerlenmeyi destekliyor...



TCMB faiz artırımını sonrasında enflasyon beklentileri ile hesaplanan TL reel faizler Meksika ve Rusya'dan sonra üçüncü sırada geliyor. GSYİH'ye göre yüksek miktarda cari açık veren Türkiye'nin ortalamasının üstünde reel faiz vermesi normal karşılanabilir. **TL reel kurundaki aşırı değersiz görünüm, yüksek reel faizler eşliğinde yılın ilk çeyreği/yarisında TL'de değerlenmeye yol açabilir. Ancak yılın ikinci çeyreğinden itibaren ABD enflasyonunun canlanması ile Fed faizlerinde artış, TL'de değer kaybı öngörüyoruz.**



## Dövizde Fed etkisi hissedilebilir...



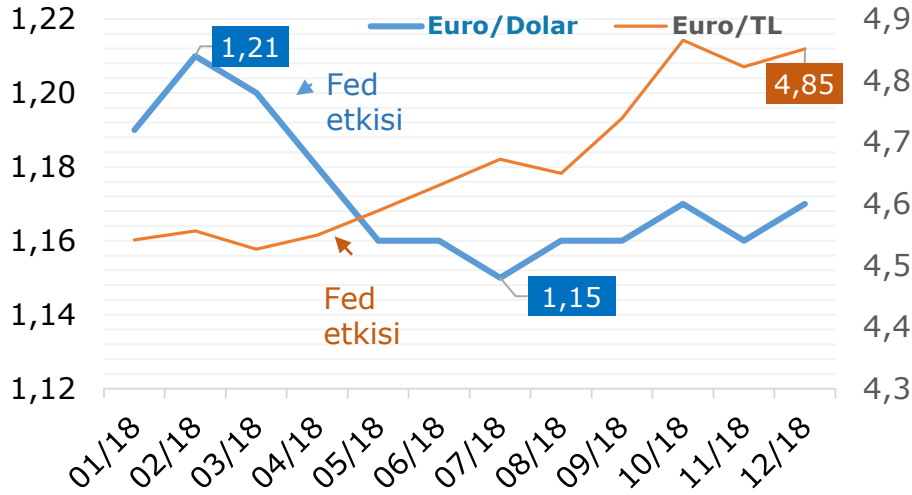
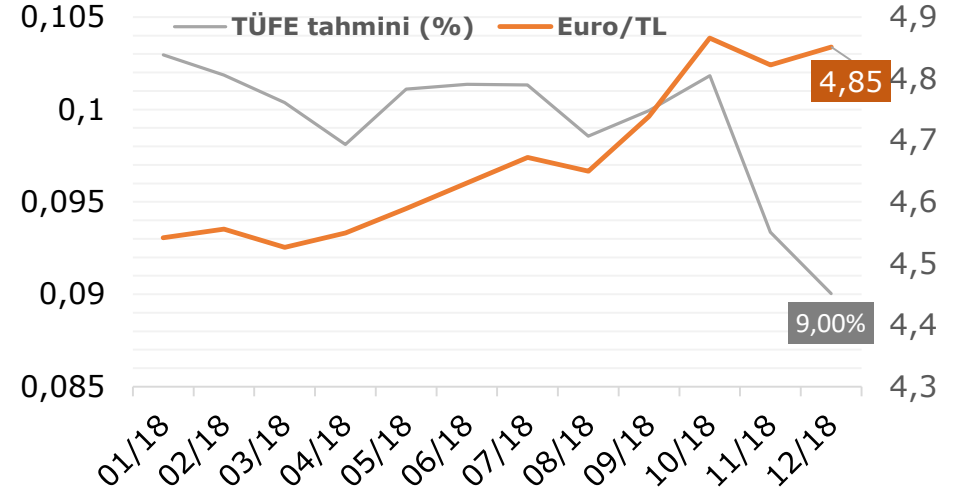
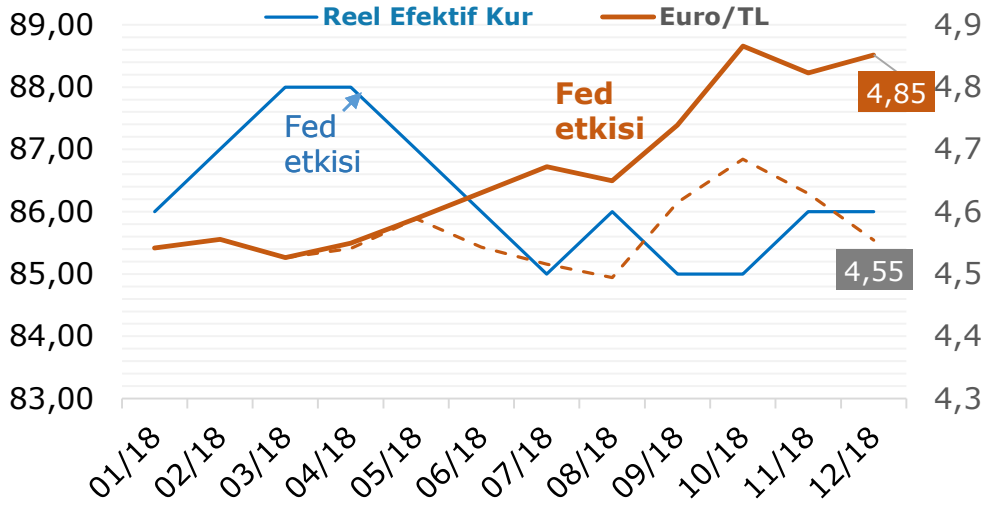
Döviz kuru tahminlerimizde, **önceki slaytta yer alan reel kur senaryomuzu esas alıyoruz. Buna ilaveten Türkiye enflasyonu ve Euro/Dolar paritesi tahmini kullanıyoruz.**

Dolar/TL tarafında reel olarak ucuz kalan TL, gelişen ülkelere göre gücünü avantajlı olabilir. Ancak pozitif çıktı açığı, artan enflasyonist baskı nedeniyle Fed'in beklentilerin üzerinde faiz artırımını yapma olasılığı doları global ölçekte güçlendirebilir.

**Bu durum TL'nin yaklaşık olarak beklenen enflasyon (%9) kadar değer kaybetmesine neden olabilir. Dolar/TL 2018 yılını 4,15 civarında kapatabilir.**

ABD enflasyonunda artış görülmemesi durumunda ise TL'de mevcut varsayımlarımızın tersine, berlignin bir değerlendirme sürecine girilebilir. Böyle bir senaryoda Dolar/TL'de 3,65-3,75 aralığında kalınabilir.

## Euro/TL tarafında Fed etkisi hissedilebilir...



Dolar/TL'de, aşırı ısınan ABD ekonomisi ve şahinleşmesini beklediğimiz Fed nedeniyle yılın ikinci çeyreğinden itibaren yaşanabilecek yükseliş Euro/TL tarafında da hissedilebilir.

**Ancak yükselişini 1,20'lerde tamamlamasını beklediğimiz Euro/Dolar paritesinde yılın ikinci çeyreğinden itibaren yaşanabilecek gerileme Euro/TL'yi güçsüzeleştirebilir. Bu durum TL'nin Euro karşısında beklenen enflasyon (%9) ile karşılaştırıldığında daha sınırlı değer kaybetmesine neden olabilir. Euro/TL yılı 4,85 civarında kapatabilir.**

ABD enflasyonunda öngördüğümüz yükseliş gerçekleşmez ise Euro/TL'de 4,55-4,65 aralığında kalınabilir.

**YASAL UYARI:** Bu rapor ve yorumlardaki yazılar, bilgiler ve grafikler, ulaşılabilen ilk kaynaklardan iyi niyetle ve doğruluğu, geğerliliği, etkinliği velhasıl her ne Őekil , suret ve nam altında olursa olsun herhangi bir karara dayanak oluşturması hususunda herhangi bir teminat, garanti oluşturmadan, yalnızca bilgi edinilmesi amacıyla derlenmiştir. İř bu raporlardaki yorumlardan; eksik bilgi ve/veya g¼ncellenme gibi konularda ortaya çıkabilecek zararlardan Akbank TAŐ, Ak Yatırım AŐ ve çalışanları sorumlu değildir. Akbank TAŐ ve Ak Yatırım AŐ her an, hiçbir Őekil ve surette ¼n ihbara ve/veya ihtara gerek kalmaksızın s¼z konusu bilgileri, tavsiyeleri değiştirebilir ve/veya ortadan kaldırabilir. Genel anlamda bilgi vermek amacıyla hazırlanmış olan iř bu rapor ve yorumlar, kapsamı bilgiler, tavsiyeler hiçbir Őekil ve surette Akbank TAŐ ve Ak Yatırım AŐ'nin herhangi bir taahh¼d¼n¼ tazammum etmediğinden, bu bilgilere istinaden her t¼rl¼ ¼zel ve/veya t¼zel kişiler tarafından alınacak kararlar, varılacak sonuçlar, gerçekleştirilecek işlemler ve oluşabilecek her t¼rl¼ riskler bizatihi bu kişilere ait ve raci olacaktır. Hiçbir Őekil ve surette ve her ne nam altında olursa olsun, her t¼rl¼ gerçek ve/veya t¼zel kişinin, gerek doğrudan gerek dolayısı ile ve bu sebeplerle uğrayabileceği her t¼rl¼ doğrudan ve/veya dolayısıyla oluşacak maddi ve manevi zarar, kar mahrumiyeti, velhasıl her ne nam altında olursa olsun uğrayabileceği zararlardan hiçbir Őekil ve surette Akbank TAŐ, Ak Yatırım AŐ ve çalışanları sorumlu tutulamayacak ve hiçbir Őekil ve surette her ne nam altında olursa olsun Akbank TAŐ, Ak Yatırım AŐ ve çalışanlarından talepte bulunulmayacaktır. Bu rapor, yorum ve tavsiyelerde yer alan bilgiler “yatırım danışmanlığı” hizmeti ve/veya faaliyeti olmayıp; yatırım danışmanlığı hizmeti almak isteyen kişi ve kurumların, iř bu hizmeti vermeye yetkili kurum ve kuruluşlarla temasa geçmesi ve bu hizmeti bir s¼zleřme karşılığında alması SPK mevzuatınca zorunludur.