

Haftanın Ortası

Güncel konularla her Çarşamba

11 Mart 2015

Haftanın Ortası artık her Çarşamba posta kutunuzda.

18 Mart'ta FOMC toplantısından çıkacak sonuçlar açısından söz konusu faiz artışının Haziran veya Ekim ayında yapılması arasında çok bir fark yok: Mart toplantısı çıkışında çok büyük olasılıkla FED Başkanı Yellen'in ağzından "sabırlı duruş" ifadesinin artık benimsenmediğini duyacağız. Faiz artışına gelince, durum biraz daha karışık.

Görünen, Haziran ayında faiz artsa bile - ki artması hala büyük olasılık- ardından gelecek faiz artırımı sıklığında ve adımların büyüklüğünde Fed'in acele etmesini gerektirecek bir durum olmadığı.

Bunun bizim için anlamı, Mart ve muhtemelen Haziran'da TL'de bir tur daha dalgalıktan sonra, politik baskıyla zaten Mart itibarıyla olması gerekenden daha fazla değer kaybeden TL'nin uzunca bir süre 2,55-2,70 bandında yatay kalabileceği.

Almanya tarafından kapalı kapılar ardında gündeme getirilen ve FED'in faiz artıracığı en az iki yıllık sürece denk gelebilecek Grexit, "geçici" diyerek yumuşatılsa da; zaten AMB'nin miktarsal genişlemesi ile düşüşte olan ve başlangıç değerine döneceği tartışılan euroya ekstradan bir baskı daha yükleyecektir. Sırf bu açıdan bile Yunanistan kaynaklı gelişmeler özellikle 2015 boyunca yakından izlenmeli.

Keyifli okumalar dileriz

Fed'in "sabırlı bekleyişi" tarihe karışırken...

ABD istihdam verilerinin işaret ettiği hızlı ekonomik toparlanmaya karşılık; FED'in elindeki enflasyon beklentilerine ait göstergeler henüz yükselmeye işaret etmiyor. Bu birleşime bakarak, FED'in faiz artırmaya yaklaştığı zaten dolar endeksinden açıkça anlaşılıyor. Kritik soru, yine zamanlamasında; hala tam olarak kestirilemiyor.

Ancak, 17-18 Mart'ta yapılacak ABD Merkez Bankası Para Politikası Kurulu (FOMC) toplantısından çıkacak sonuçlar açısından söz konusu faiz artışının Haziran veya Ekim ayında yapılması arasında çok bir fark yok. Başka bir ifadeyle, Fed faizi Haziran'da ya da sonbaharda artırsa bile Mart ayı söylemi adına fazla bir fark yaratmayacak. Mart toplantısı çıkışında çok büyük olasılıkla FED Başkanı Yellen'in ağzından "sabırlı duruş" ifadesinin artık benimsenmediğini duyacağız. (**Grafik 1.**)

Faiz artışına gelince, durum biraz daha karışık. Bir kere net olan ABD ekonomisinin toparlanma

eğiliminde olduğu. Ancak, henüz bu toparlanma "tam istihdam" noktasına ulaşıldığına dair işaretler içermiyor. Başka bir ifadeyle, ne ücretlerde ne de enflasyon beklentilerinde yükselme henüz verilerden izlenmiyor. Petrol fiyatları da bir taraftan enflasyonu baskılamaya devam ediyor. Bir taraftan da petrol fiyatlarında beklenmedik ani bir artış olasılığı FED'in para politikası yönetimi açısından risk ortaya çıkarıyor.

Yine de, Mart ayında söylemini değiştirmesinin hemen ardından Haziran ayında faiz artırımı sürecine başlamasını gerektirecek bir büyük baskı verilerde yok. ABD ekonomisinde asıl hareket, parasal tarafta. Bankaların ticari ve sanayi kredilerindeki artış yıllıklandırılmış olarak %12 gibi yüksek bir büyüme hızına ulaşmış durumda. Güçlenen güven endeksleri zaten bankaların daha fazla kredi vermek isteğini ve ekonomik birimlerin daha fazla kredi alma isteğini yansıtıyor. FED'in zaten çok düşük seviyede bulunan politika faizini birkaç birim artırması da kaynakları bol olan bankacılık sistemi açısından

ana eğilimi durduracak noktaya öyle kolay kolay ulaşmayacak. (**Grafik 2.**)

Bu açıdan bakınca Fed'in faiz artırımının ilk etapta amacı doludizgin kredi verme hevesinde olan bankalar için tüm kaynaklarını krediye yönlendirmek yerine bir kısmından Hazine tahvillerine alternatif olarak para kazanmalarını sağlamak. Ve böylece ABD ekonomisinin belki de 10 yıl sürecek bir ana büyüme trendini sürdürülebilir kılmak.

Burada tabi akla hemen hızla değer kazanmakta olan doların bu büyük resim içindeki yeri ve ekonomi otoritelerinin doların değeri konusuna nerden baktıkları geliyor. Reel dolar endeksi verileri ile beraber son dönemde banka kredilerinin

hızla artmasına paralel yükselen dolar M2'sine bakarak, dolardaki değer artışının henüz ABD ekonomisine zarar vermekten uzak olduğu sonucuna varmak mümkün. Ayrıca, ana toparlanma eğilimi içinde dolar talebi dolar arzının üzerinde büyüdüğü sürece, FED'in faiz artırmada çok da geride kaldığı zaten kolay kolay iddia edilemez. (**Grafik 3.**)

Özetle, önümüzdeki hafta boyunca bizim merkez bankamızın TL'nin değeri için aldığı önlemlerin etkili olup olamayacağını incelerken, 18 Mart'a kadar yine Fed ile yatıp Fed ile kalkacağız. Ancak görünen, Haziran ayında faizi artırsa bile- ki artırması hala büyük olasılık- ardından gelecek faiz artırım sıklığında ve adımlarının büyüklüğünde Fed'in

acele etmesini gerektirecek bir durum olmadığı.

Bunun bizim için anlamı, Mart ve muhtemelen Haziran'da TL'de bir tur daha dalgadan sonra, politik baskıyla zaten Mart itibarıyla olması gerekenden daha fazla değer kaybeden TL'nin bir süre, uzunca bir süre 2,55-2,70 bandında yatay kalabileceği. Tabi haftaya tartışacağımız, PPK toplantısından erken bir faiz indirim kararı çıkması; ya da olması gerektiği gibi, bir faiz indirim kararı çıkmaması halinde, siyasi baskının devam etmesiyle beraber yine herhangi bir tahmin yapmanın imkansız hale geleceği.

Avrupa: 1,1 trilyon euro parasal genişleme yanında 315 milyar euro yatırım desteği...

Dikkatler genel olarak merkez bankalarında. Ancak, dün itibarıyla AB maliye bakanları Avrupa ekonomisine destek vermek için 315 milyar Euro tutarında bir "yatırım" programını gerçekleştirmek üzere sağladıkları anlaşma ile dikkat çekti. Paketin AB ülkelerinde tek tek kabulünün ardından sene sonundan önce yürürlüğe girmesi bekleniyor.

AB Komisyonu Başkanı Juncker'ın önderliğinde hazırlanan "yatırım" paketi önümüzdeki dört yıllık süre içinde 2008'den bu yana riskli olarak algılanan havayolu, demiryolu gibi büyük projeleri gerçekleştirmeyi hedefliyor.

Bu amaçla, Avrupa Stratejik Yatırımlar Fonu (ASYF)

Grafik 1. ABD Özel Sektör İstihdam



Kaynak: Bureau of Labor Statistics, Scott Grannis

oluşturuluyor. Bu fon üye ülkelerin önerdiği yaklaşık 1,3 trilyon euro değerinde 2.000 proje arasında seçim yaparak, 315 milyar euroyu reel yatırımlara kaynak aktaracak.

Hangi projelerin, hangi ülkeler için seçileceği bir tartışma konusu elbette. Fransa, İspanya, Almanya ve İtalya kendi ülkelerinde yapılacak projeler seçilmesi halinde değişen oranlarda desteği kalkınma bankaları yoluyla aktarabileceklerini açıkladılar. Ancak, Juncker'ın esas hedefi AB bütçesinden verilecek garantiler ve Avrupa Yatırım Bankası'nın koyacağı 21 milyar euro civarında bir çekirdek fonlama yoluyla ağırlıklı olarak özel sektörü bu yatırımların finansmanına çekebilmek. (Grafik 4.)

Ve bu arada Pazartesi günü itibarıyla, Avrupa Merkez

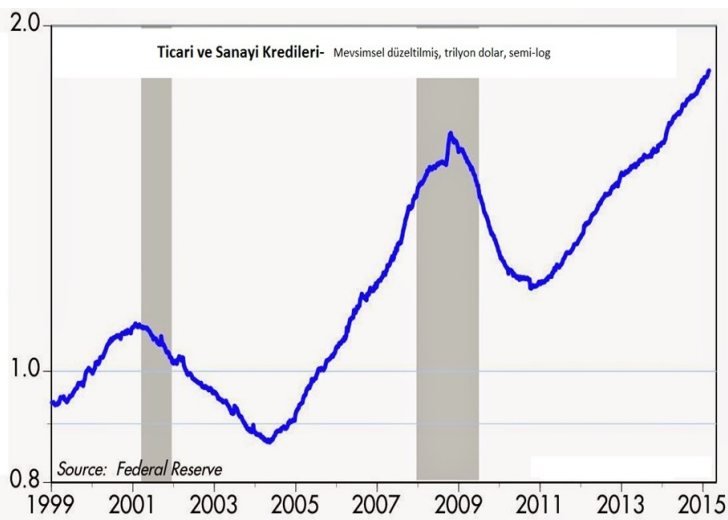
Bankası (AMB) aylardır tartışılan tahvil alım programını başlattı. Aylık 60 milyar euroluk dilimlerle, Eylül 2016'ya kadar sürdürülecek program sonucunda AMB bilançosu 1,1 trilyon Euro kadar genişlemiş olacak. Yani, 1,1 trilyon Euro piyasa enjekte edilerek, Euro bölgesi ekonomisine güç kazandırılmaya çalışılacak. İşlemler "eurosistem" denen ve esasında Euro bölgesi merkez bankalarından oluşan grup tarafından ikincil piyasalardan devlet tahvilleri alınması anlamına geliyor. Her haftanın sonunda AMB yapılan alımların detayları hakkında bilgi notu açıklayacak.

Teknik olarak kendi hazinelerinin çıkardığı kağıtları alacak olan merkez bankaları, vade gelince kazandıkları faizi de hazineye geri verecekler. Bu sayede, Euro bölgesi hükümetleri borçlanmalarını

efektif olarak neredeyse hiç bir maliyet yüklenmeden gerçekleştirmiş olacaklar. Almanya gibi negatif faiz veren ülkeler için ise bu durum, Hazine'lerine yük olarak yansıtacak ki zaten Alman kamuoyu da bu dahil bir çok nedenle hala AMB'nin miktarsal gevşeme kararına çok kızgın. Almanlara göre, para piyasalarında ve beklenen etki olursa Euro bölgesi ekonomilerinde AMB'nin miktarsal genişleme desteği ile yaşanacak rahatlık, AB ülkelerindeki verimlilik artışlarını sağlayacak kritik reformların gerçekleştirilmesine engel.

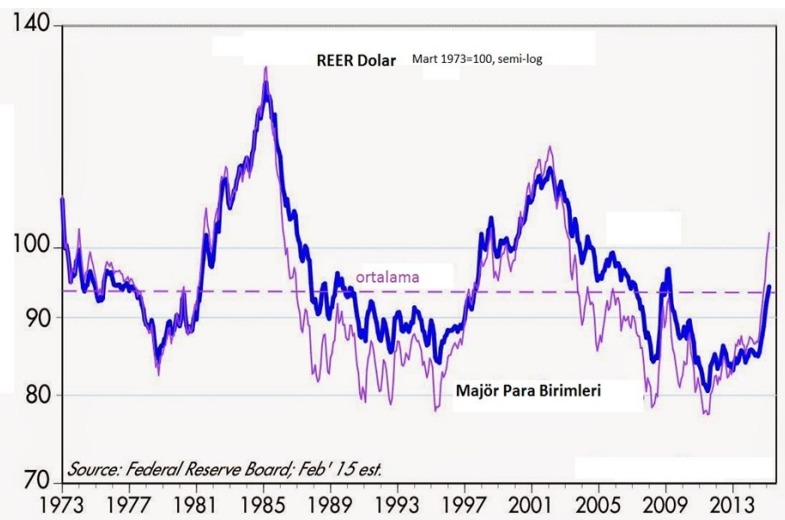
Euro dolar paritesinin 1.12 lerden iki gün içinde 1,07 civarına gelişi bu nedenle sürpriz değil; hatta Haziran ayında FED'den faiz artışı gelirse paritenin hızla 1,0'a doğru değişeceği konuşulanlar arasında. AMB'nin başlattığı

Grafik 2. ABD Kredi Piyasası



Kaynak: FED, Scott Grannis

Grafik 3. Dolar Reel Kur Endeksi



Kaynak: FED, Scott Grannis

parasal genişlemenin Avrupa hisse senedi piyasasında etkisiye sınırlı odu. Eğer büyüme ve enflasyon beklentileri AMB'nin beklentilerine uygun giderse; yani 2016 son çeyreğe girerken enflasyon da %2'ye yönelmiş olursa 2015 sonlarından itibaren Avrupa borsalarında önemli hareketler görmek mümkün olacak.

Tabi bu arada dikkatlerin önemli bir kısmı FED'in beklenen adımı ne zaman atacağına; ancak bir taraftan da Yunanistan tarafındaki gelişmeler ilgiyle izlenmekte.

Yunanistan ise şimdilik kolay lokma, ama oyun henüz bitmiş değil...

Yunanistan'ın taze komünist hükümeti, iyi niyetli reform sözleri eşliğinde, büyümeye alan açmak adına mali disiplini gevşetmek konusunda Almanya duvarını aşabileceğini sanmanın hezeyanları içinde şu aralar. Attıkları adımlara bakarak giden hükümetten çok fazla bir farkları olduğunu şimdilik söylemek zor. Keza, Yunanistan hazinesinde kasanın durumu, Syriza'yı Troyka'ya mecbur bırakmakta. Paranın Troyka tarafından sağlandığı ortamda, iyi niyetlerini ortaya koyarak Almanya'nın muhafazakar demokratları liderliğindeki AB içinde kendilerine destek yaratabileceklerine inanmaları da, politik açıdan ne kadar naif bir duruşla iktidarı devraldıklarını gösteriyor.

Şimdilik Yunanistan'da yapılan kamuoyu yoklamaları, halkın büyük kısmının eurodan çıkmak ve ardından gelecek tufanı yaşamak istemediğini gösteriyor. Ama aynı çoğunluk Syriza'nın Troyka'ya direnişinden de memnun.

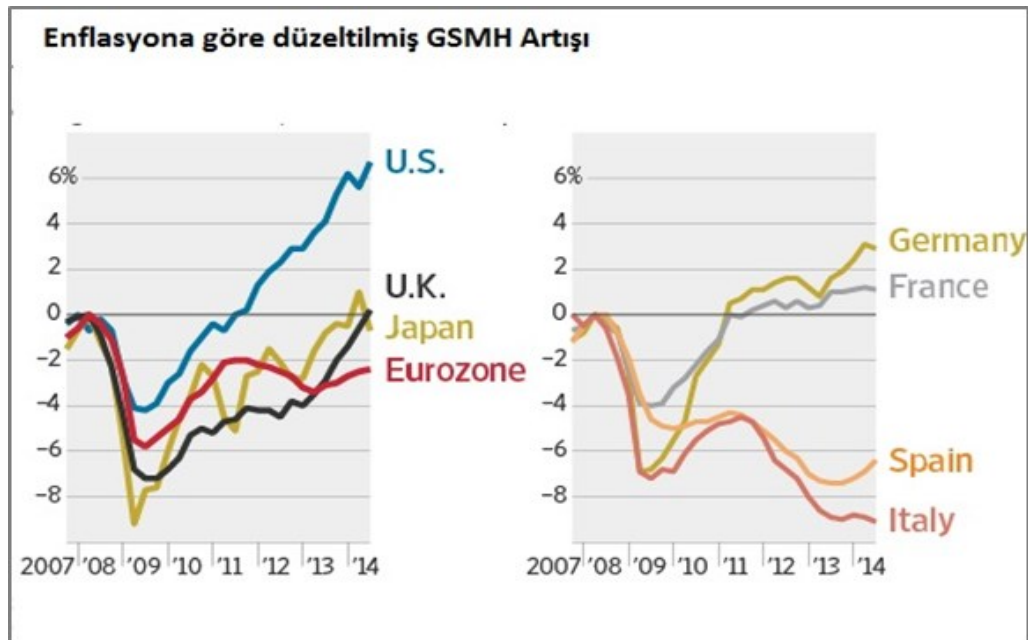
Bu nedenle Syriza hükümeti, Euro için tamam mı devam mı kararı almak üzere bir referandumdan bahsetse de, böyle bir referandumun gerçekleşmesi zor. Zaten Yunanistan'ın karizmatik Maliye Bakanı Varoufakis de "euro referandumunu" varsayımsal bir soruya verdiği varsayımsal bir yaklaşımla öne sürdüğünü vurguladı. Ancak Bakan, Syriza'nın ekonomi paketini Yunan halkının onayına sunabileceklerini de sözlerine ekledi. Bu bile bir erken genel

seçimin kapısını yeniden aralanması anlamına gelebilir Yunanistan için ve Avrupa tarafı adına belirsizliğin devamı olarak sonuçlanabilir.

Bir referandum olasılığı bir yana, önümüzdeki dört ayda en azından kurtarma paketi son bulana kadar, Yunanistan borç görüşmelerine Avrupa Komisyonu, Avrupa Merkez Bankası ve IMF, yani Troyka ile, bilinen eski usulde devam etmeye mahkum. Zaten bu görüşmeler Ocak sonundaki genel seçimden bu yana yapılan tartışmaların ardından bugünden itibaren Brüksel'de başlamış olacak.

Syriza'nın şimdilik yaratabildiği tek fark, Troyka temsilcilerinin Atina'da yapacakları incelemelerde, Varoufakis'in

Grafik 4. Avrupa'nın Büyümesi



Kaynak: Wall Street Journal

deyimiyle, "Yunanistan bir koloni devletmiş gibi" ellerini kollarını sallayarak bakanlıklarda artıkdolaşamayacakları. Bir de Troyka olarak bilinen üçlüye Yunan halkının Troyka kelimesinden artık nefret ediyor olması nedeniyle, "kurumlar" denmesini sağlamak. (**Grafik 5.**)

Şu aşamada, Şubat ayında sağlanan anlaşma gereği 7 milyar euroluk kurtarma paketi diliminin serbest bırakılması için, Troyka'nın Yunanistan'ın tüm hesaplarını detaylıca inceleyebilmesi gerekiyor. Yunanistan'ın mali kaynağa peyderpey ulaşması için de, Syriza hükümetinin yapısal dönüşüm hedeflerini ve vergi toplayabilme kapasitelerini inandırıcı kılacak yeni reformları geçirmeye başlaması lazım.

Durgunluk sinyallerinin çoğalarak vergi gelirlerinin yeniden düşmeye başladığı Yunanistan ekonomisinde, Mart ayı sonuna kadar ödenmesi gereken yaklaşık 6 milyar euroluk borç var ki bunun 1,5 milyar eurosu IMF'ye, geri kalan içinden de 3 milyar eurosu Hazine tahvili sahiplerine.

Buna rağmen bugün Brüksel'de "üçlü kurumlar" ve Yunanistan arasında başlayan görüşmelerin ne hızla ilerleyeceği net değil.

Varoufakis dün Yunanistan'ın dünyanın en batık ekonomisi olduğunu bilmelerine karşın, Almanya'yı Yunan hükümetini asla ödenemeyecek bir borç yükü altına sokmuş olmakla suçladı.

Troyka kelimesini her açıklamasında kullanarak Yunanlıların negatif enerjisini üzerine çekmeyi sever gibi duran Almanya Maliye Bakanı Schauble'ın ise, Yunanistan'ın yeni hükümetine olan nefreti konuşurken neredeyse elle tutulabilir bir kıvamda.

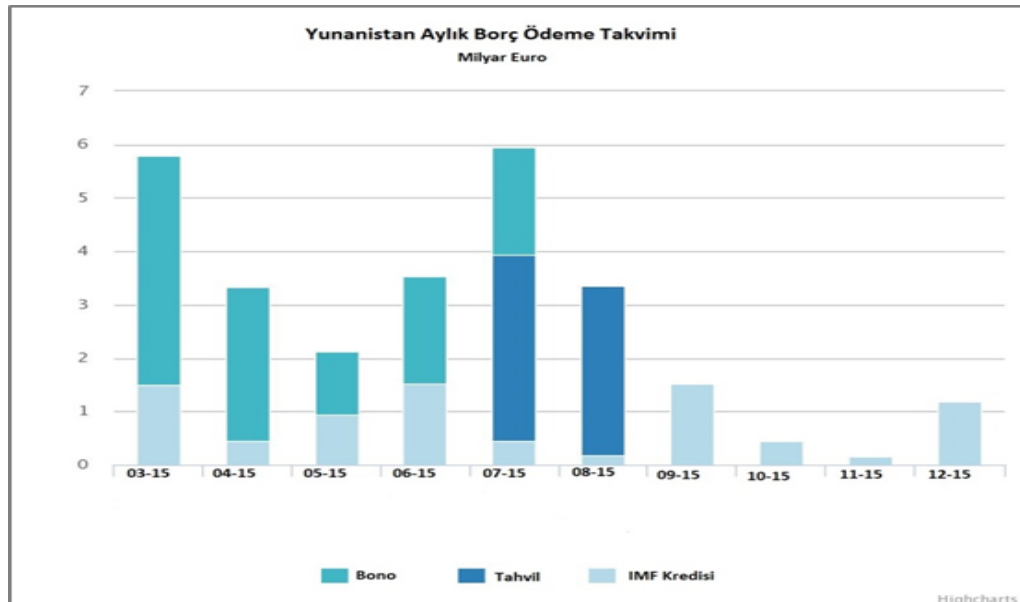
Kamuoyuna verilen demeçlerde Almanya Merkel'in ağızından Yunanistan'ın mutlaka Euro içinde kalması gerektiğini söylüyor evet. Ama bir taraftan da "geçici" bir süre için eurodan çıkarak, Yunanistan'ın yeni bir drahmi ile rekabet gücü elde edip, büyüme yoluna girdiğinde yeniden euroya dönebileceği tartışmalarını yaratıyor. "Geçici bir Grexit" ise teoride mümkün olmakla birlikte, pratikte Yunanistan'ın bir kere eurodan çıktıktan sonra dönmesinin çok zor olduğu bir durum.

Borcun matematiksel gerçekliğine karşın, karşılıklı

kılıçların çekildiği şu aşamada, her iki taraf da durduğu noktadan fazla ödün vermek istemiyor.

Almanya'nın AB içindeki politik liderliği çok net. Tsipras bu Cuma Almanya ile Yunanistan'ın arasında moderatörlük rolü üstelenen Avrupa Komisyonu Başkanı Juncker ile Brüksel'de tekrar görüşecek, ki Juncker dahi Almanya'yı bir nebze bile esnetebilmiş değil. Ancak, Syriza hükümeti de koşulların dayatmasıyla şaşkırtıcı manevralar yapmayı zaman içinde kolayca öğrenecek bir kıvraklığa sahip. Dolayısıyla önümüzdeki aylarda Tsipras tarafından beklenmedik hamleler gelebilir. Tam bir sinir savaşı. Akdenizli Yunanlıların

Grafik 5. Yunanistan Aylık Borç geri Ödemeleri 2015



Kaynak: IMF

karşısında demir irade Almanlar avantajlı görünüyor; ancak Akdeniz kanının Almanların asla formüle edemeyeceği şekilde olayları tırmandırma potansiyeli de göz önünde bulundurulmalı.

döneceği tartışılan euroya ekstradan bir baskı daha yükleyecektir. Sırf bu açıdan bile Yunanistan kaynaklı gelişmeler özellikle 2015 boyunca yakından izlenmeli.

Not etmekte fayda var: FED'in faiz artıracığı en az iki yıllık sürece denk gelebilecek Grexit, "geçici" diyerek yumuşatılsa da, zaten AMB'nin miktarsal genişlemesi ile baskı altında olan ve başlangıç değerine

İletişim: Güldem Atabay Şanlı
Direktör, Araştırma ve Strateji

+90 530 016 98 69
guldem.atabaysanli@egelico.com

Bu doküman Egeli & Co. Portföy Yönetim A.S. ("Egeli & Co.") tarafından hazırlanmıştır. Egeli & Co. SPK düzenlemelerine tabi ve SPK tarafından düzenlenen yetki belgesine sahip, kendine değer yaratmaya adanmış bağımsız bir portföy yönetim şirkettir. (Yetki belgeleri: 03.11.2010 PYS./PY. 35/946 ve 03.11.2010 PYS./YD. 15/946). Portföy yönetimi ve yatırım danışmanlığı hizmeti veren Egeli & Co. 2002 yılından bu yana, dürüst ve seçkin yaklaşımı ile yerli ve yabancı kurumsal yatırımcılara, aile şirketlerine ve özel bireysel portföylere hizmet etmektedir. Başarısı, yatırımcıları için yurtiçi ve yurtdışında geliştirdiği finansal ürünler ile değer yaratma becerisinden gelmektedir. Egeli & Co.'yu diğerlerinden ayıran fark alternatif varlık sınıflarına ve yatırım temalarına odaklanmasıdır. Egeli & Co. Türk sermaye piyasalarındaki alternatif yatırım temaları alanında bulunan geniş bilgi, tecrübe ve geçmiş performansı ile yatırımcıları için uzun vadeli yatırımlarla önemli getiriler yaratmaktadır.

YASAL UYARI:

Bu rapor ve yorumlardaki yazılar, bilgiler ve grafikler, ulaşılabilen kaynaklardan iyi niyetle ve doğruluğu, geçerliliği, etkinliği velhasıl her ne şekil, suret ve nam altında olursa olsun herhangi bir karara dayanak oluşturması hususunda herhangi bir teminat, garanti oluşturmadan, yalnızca bilgi edinilmesi amacıyla derlenmiştir. Bu belgedeki bilgilerin doğruluğu, güvenilirliği ve güncelliği hakkında gerekli özeni göstermekle birlikte bu bilgilerin güvenilirliği, doğruluğu, güncelliği ve eksiksizliği hakkında hiçbir garanti vermemektedir. (Varsa) Yürürlükteki herhangi bir yasa veya düzenleme ile sorumluluğun sınırlandırılması ölçüde tasarruf olarak, Egeli & Co., yöneticileri, çalışanları, temsilcileri ve ajansları bu belgenin içeriği, hatası veya eksiklerinden ya da bu bilgilere dayanılarak yapılan işlemlerden doğacak her türlü maddi/manevi zararlardan (ihmal olup olmadığı ya da başka bir şekilde olursa da) ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı sorumlu tutulamaz. Herhangi bir şirket, sektör, hisse veya yatırım için detaylı ve tam bir analiz değildir. Egeli & Co. her an, hiçbir şekil ve surette ön ihbara ve/veya ihtara gerek kalmaksızın söz konusu bilgileri, tavsiyeleri değiştirebilir ve/veya ortadan kaldırabilir. Bu rapor hangi amaçla olursa olsun çoğaltılamaz, dağıtılamaz ve yayınlanamaz.