

## Haftanın Ortası

Güncel konularla her Çarşamba

4 Mart 2015

**Haftanın Ortası** artık her Çarşamba posta kutunuzda.

*Şüphesiz gündemin en önemli konusu Çözüm Süreci ve silahlara veda çağrısı. Çok tartışmalı "İç Güvenlik Yasası" ile Çözüm Süreci bildirgesi yan yana geldiğinde, taraflar daha başından eylemsizliğe kilitleniyor gibi duruyor. Ancak, asıl, 7 Haziran seçim sonuçları Çözüm Süreci'nin evrilmesinde belirleyici olacak.*

*Dün açıklandığı üzere yıllık TÜFE enflasyonu Şubat'ta %7,6 ile Ocak ayındaki %7,2 seviyesine göre artmış durumda. Normal şartlar altında kur oynaklığı bu kadar yüksekken ve sene başından bu yana TL döviz sepetine göre %3,5'tan fazla değer kaybetmişken, gıda fiyatları yüksek seyrederken ve enerji fiyatlarının artışının nerede duracağı belli değilken, merkez bankasının kritik FED açıklamaları öncesi temkinli bir duruş sergileyerek 17 Mart toplantısında faizi sabit tutması akla daha yatkın. Ancak, malum sertleşen bir faiz indirim baskısı altında merkez bankası. Bu nedenle, merkez bankası bantta bir değişiklik yapmadan, haftalık repo faizini 25 baz puan kadar indirebilir.*

*Sırada Avrupa Merkez Bankası ve Euro Bölgesinde reformları var. Parasal genişleme bir yana, bahsettiğimiz yapısal reformlar AB için ne kadar güncelse, özellikle 7 Haziran seçimlerinden sonra Türkiye için de o kadar acil.*

Keyifli okumalar dileriz

### Çözüm Süreci Şimdilik Paralize

Şüphesiz gündemin en önemli konusu Çözüm Süreci ve silahlara veda çağrısı. Hafta sonu Yalçın Akdoğan ve Sırrı Süreyya Önder liderliğindeki AKP-HDP heyeti tarafından yapılan 10 maddelik ortak açıklama, Türkiye'nin belki de en kronik sorunu adına yeni bir dönemece işaret ediyor. Ve elbette, birçok seferde olduğu üzere, açıklanan yeni zemin üzerinden ne yöne doğru ne zaman gidileceği, yine netlikten çok uzak.

Çok tartışmalı "İç Güvenlik Yasası" ile Çözüm Süreci bildirgesi yan yana geldiğinde, taraflar daha başından eylemsizliğe kilitleniyor gibi duruyor. Yine de, sokaktaki barışın devamı seçim öncesinde her iki partiye de yarayacak. Ancak, asıl, 7 Haziran seçim sonuçları Çözüm Süreci'nin evrilmesinde belirleyici olacak. Keza HDP'nin %10 seçim barajını aşarak Meclis'e girip giremeyeceği, sandalye dağılımı üzerinden güç dengelerini

etkileyerek Çözüm Süreci'nin şekillenişinde belirleyici unsur. Aynı çerçeve içine, yeni anayasa ve değişen anayasayla beraber şekil bulacak başkanlık sisteminin detaylarını da koymak gerek.

Özetle, Çözüm Süreci adına yapılan bildirme çok önemli bir adım, evet; ancak konuyu akıllıca tartışmak için koşullar ancak 7 Haziran'ı izleyen aylarda olgunlaşacak.

Ayrıca eklemek gerek. 7 Haziran genel seçimi sonrasında son birkaç yıla damgasını vuran seçimler silsilesinin geride kalmış olması, Türkiye adına politik tansiyonun düşeceği anlamına hiç gelmeyecek. Keza, Çözüm Süreci, başkanlık sistemi, yeni anayasa gibi konuların ana gündemi oluşturacağı 2015-2019 dönemi çok ateşli tartışmalara gebe.

### Şubat Enflasyonu Faiz Tartışmalarını Sonlandırmayacak

Dün açıklandığı üzere yıllık TÜFE enflasyonu Şubat'ta %7,6 ile Ocak ayındaki %7,2 seviyesine

göre artmış durumda. Gıda fiyatlarının yıllık %13,7'ye yükselmiş olması, manşet enflasyondaki yukarı hareketin temel nedeni. İleriye bakınca, geçirdiğimiz dondurucu soğukların tarım üretimi üzerine olumsuz etkileri nedeniyle, sene sonunda gıda fiyatlarının merkez bankasının beklediği %9'a gerileme olasılığı düşük görünüyor. Çekirdek enflasyon ise Ocak ayındaki %8,6 seviyesinden Şubat'ta %7,7'ye inmiş durumda ve önümüzdeki aylarda daha da %6-6,5 seviyelerine kadar yolu var. Enflasyon hedefi ise bilindiği üzere çok daha düşük; %5.

Mart'tan başlayarak yıllık enflasyon yaz aylarına kadar düşüş eğilimine girecek. Ancak, hem gıda fiyatlarının, hem TL'deki değer kaybının, hem de petrol fiyatlarının seyrine bağlı olarak 2015 sonu

TÜFE enflasyonu yine %7 civarında gerçekleşecek gibi görünüyor.

Enflasyon verisinin ardından 17 Mart'ta merkez bankasının Para Politikası Kurulu (PPK) toplantısı var; tam da FED'in faiz artırım sinyali verebileceği 17-18 Mart toplantısından önce. Başka bir ifade ile PPK küresel anlamda belirsizliğin yüksek olduğu bir günde karar almak durumunda kalıyor. Üstelik Avrupa Merkez Bankası'nın parasal genişleme adımları da zaten ancak Mart ayında netleşecek.

Dolayısıyla, normal şartlar altında kur oynaklığı bu kadar yüksekken ve sene başından bu yana TL döviz sepetine göre % 3,5'tan fazla değer kaybetmişken, gıda fiyatları yüksek seyredirken ve enerji fiyatlarının artışının nerede duracağı belli değilken, merkez bankasının kritik FED

açıklamaları öncesi temkinli bir duruş sergileyerek 17 Mart toplantısında faizi sabit tutması akla daha yatkın.

Ancak, malum Cumhurbaşkanı Erdoğan'ın liderliğinde giderek sertleşen bir faiz indirim baskısı altında merkez bankası.

Bu nedenle, merkez bankası bantta bir değişiklik yapmadan, haftalık repo faizini 25 baz puan kadar indirebilir. Bu da dramatik bir faiz indirimi arzulayanları hiç memnun etmeyecek ve merkez bankasının tercihlerine gündelik politik müdahalelerin alışkanlık haline gelmesiyle TL üzerindeki güvensizliğin devam etmesine yol açacaktır.

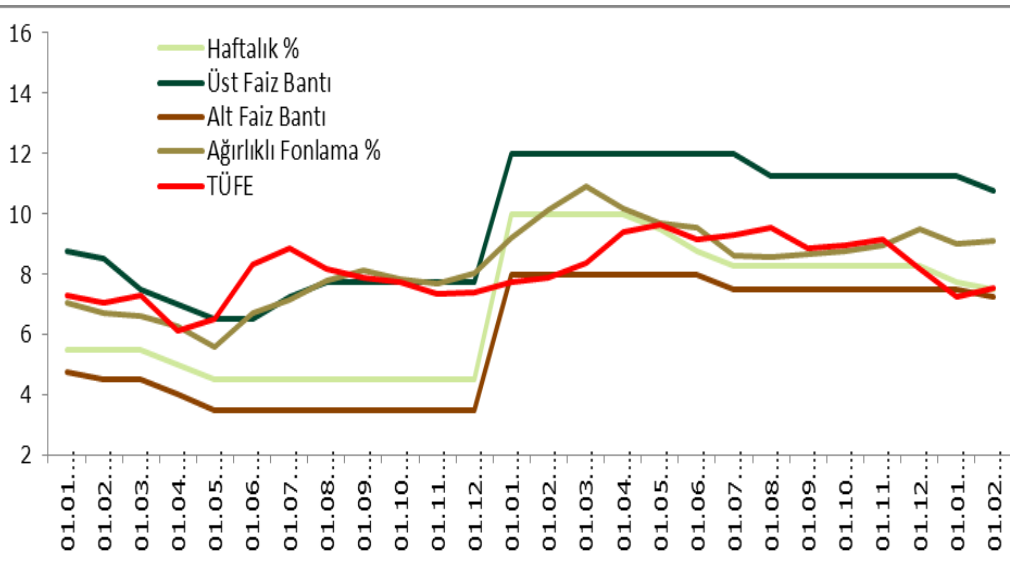
Bu süreçte, doların küresel ölçekte değer kazanmaya devam edeceğini de hatırlamakta fayda var.

## Sırada Avrupa Merkez Bankası ve Euro Bölgesinde reformlar...

Avrupa Merkez Bankası (AMB) bu ay yapacağı toplantıda, Ocak ayında açıkladığı 1,2 trilyon dolarlık dev bono alım programının detaylarını açıklayacak. Hatırlanacağı üzere, banka Eylül 2016'ya kadar aylık 60 milyar euroluk varlık alımı taahhüdü vermişti.

AMB Başkanı Draghi aynı zamanda bu hafta içinde 2017 yılına ait ilk resmi enflasyon ve büyüme beklentilerini de açıklayacak. Bu veriler, parasal

**Grafik 1.** Faiz Piyasası ve Enflasyon



Kaynak: TCMB, Bloomberg

genişlemenin makroekonomik göstergelerdeki etkilerinin bizzat parasal genişlemeyi yapacak olanlar tarafından nasıl görüldüğünü anlamak açısından önemli. Aynı zamanda açıklanacak büyüklüklerden, 2017 ve sonrası için parasal genişlemenin devam edip etmeyeceğini de kestirmek mümkün olabilir. Ancak, düşen petrol fiyatı ve euro ile beraber açıklanacak verilerde çok geçmeden yukarı yönde revizyonlar yapılacaktır.

Bu arada AB tarafından gelen veriler ekonomik aktivitenin çok hafif de olsa beklenenden daha iyi gitmekte olduğuna işaret ediyor. Bu anlamda Mart ayında başlatılacak ve 2016 Eylül'üne kadar devam edecek parasal genişleme bu harekete destek vermeye devam edecek. Ancak, elbette Avrupa'nın yapısal ekonomik sorunlarının esas çözüm alanı parasal politikalar tarafında değil.

Almanya Şansölyesi Merkel hemen bu hafta dikkatleri yeniden Avrupa Birliği'nin reform ihtiyacına çevirecek açıklamalar yaptı. Avrupa Yatırım Bankası'nın Berlin'deki konferansında yaptığı konuşmada Merkel, para birliği ile bir yere kadar yol alınabileceğini ve esasta ekonomik bir birlik kurulması gereğinden bahsetti. Merkel'in söylediği, AB ülkeleri olarak her üyenin kendi içinde ekonomik koordinasyonu güçlendirip rekabete öncelik vermeleri ve

aynı zamanda para birliğini genişleterek AB'nin ilerdeki yıllar için krizlere daha dayanıklı bir yapı haline getirilmesi gereği.

Kriz sonrası dönemde Euro Bölgesi için "yönetişimin" ne şekilde değiştirilmesi gerektiğine yönelik tartışmalar AB içinde halen devam ediyor. Derin finansal dengesizlikler, fiyat-ücret farklılıkları ve tabii esasta borç tarafındaki gevşek yaklaşım AB'de yaşanan ekonomik krizin zaten temel nedenleriydi. 2008'den bu yana yavaş da olsa başta bankacılık sektörü olmak üzere sorunların üzerine gidilmeye başlandı. Ancak; özellikle kritik 2011-2013 döneminde mali politikalarla ekonomilere desteğin zayıf kalışı ve beraberinde iç talebin bir türlü toparlanamaması kadar yapısal reformlar tarafında akut kriz yaşayan Portekiz, İrlanda ve Yunanistan gibi ülkeler hariç fazla yol alınamamış olması AB'nin parasal genişleme dönemi boyunca hızla ele alması gereken sorunlar.

Bruegel Euro Bölgesi için yaptığı politika çalışmalarından birinde, Avrupa ölçeğinde ücretlerin verimlilikteki değişimi yansıtacak şekilde değişebilecek esnekliğe kavuşturulması gereğinden bahsediyor. Bunun anlamı, işsizliğin zaten yüksek olduğu bölgede emek piyasasında kapsamlı reformlar yoluyla ücretlerin verimliliğe

bağlanması ve bir anlamda da işten çıkarmaların kolaylaştırılması. Bu amaçla ve daha geniş perspektiften genel anlamda verimliliğin artırılması için ülke bazında "Rekabet Konseyleri" kurulmasını öneriyor.

Bruegel aynı zamanda başka bir önemli öneride bulunuyor; o da hem ülkeler bazında borç dinamiklerini hem de Birlik ölçeğinde genel mali durumu düzenleyecek şekilde bir "Eurosistem Mali Politika" (EMP) oluşturulması. Uzun zamandır mali yönetim bütünlüğü olmadan yaratılmış para birliği sisteminin yaşamsal sorunları tartışılıyor Avrupa'da. Söz konusu EMP yoluyla gerektiğinde ülkelerin bütçe açıkları "kanuna aykırı" ilan edilebilecek ve büyük resimde AB'nin mali dengelerini bozmaması açısından parlamentoları daha fazla borçlanmaya zorlanabilecek. Bu işlerden sorumlu olarak Avrupa Parlamentosu'nun euro işlerinden sorumlu bölümü önerilmiş. Bu şekil bir müdahale ile risk paylaşımı artırılmıyor. Ancak, artan AB'nin ülke mali politikaları üzerindeki yaptırım gücünün artırılması ile, kısa vadede bütçe fazlası veren ülkeler harcamaları artırmaya; bütçe açığı verilen ülkeler ise yapısal önlemler ile aradaki farkı kapatmakla yükümlü kılınacak.

Bruegel'in çalışması gibi benzer çalışmalar şu aralar AB içinde



çokça yapılmakta. Tüm bu çalışmaların ana fikri, para birliği yanında daha kuvvetli bir mali birlik de oluşturarak, gelecekte yeni ve uzun yıllar sürecek benzer bir kriz daha yaşamamak.

AB için güçlü bir merkezi mali birlik ülkeler bazında politik gücün bir kısmının seçilmiş partilerden alınması anlamına gelecek. Tüm kamu borcu tek bir elde "merkez"de toplanacak ve borçlanmalar dahil her kademedede bu merkezden yönetilecek. Böylesine radikal bir değişimin elbette bugünden yarına şekil bulması öyle kolay değil. Hatta şu aşamada Almanya'nın ekonomik ağırlığı oluştururken, gücün "merkez" denen birlik kurumlarında toplanması mümkün bile değil. Kısaca, çok katı bir "mali birlik" AB için kısa ve orta vadede mümkün değil.

Gerçekçi görünen, mali birlik yolunda adımların zamana yayılarak ve AB karakterine uygun uzun tartışmalar sonunda atılmaya başlanması. Bu da tabii AB ülkeleri adına yeni krizlere karşı kırılganlığın devam ettiği bir süreç anlamına geliyor. Katı bir mali birliktense, yaptırım gücü daha gelişmiş bir mali disiplin mekanizmasının mevcut euro birliğine eklenmeye çalışılacak.

Özetle, Avrupa Merkez Bankası'nın 2016 son çeyreğine

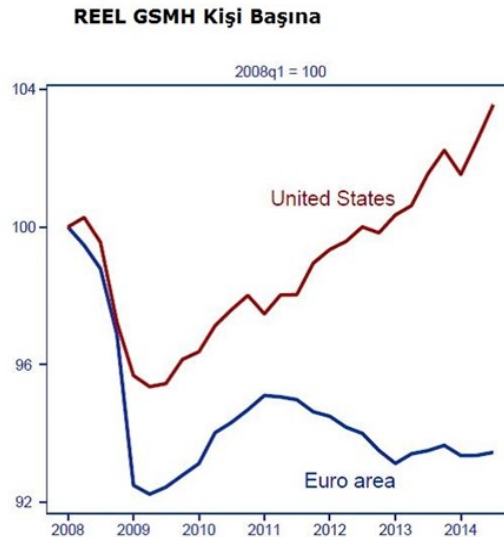
kadar devam ettireceği parasal genişleme piyasaları oyalamaya devam ederken, tartışmalar esasta başka bir zeminde alevlenecek. Büyük ölçekte kamu borcunun düşürülmesi ve ülkeler bazında üretim ve işgücü tarafında verimlilik esasına dayanan bir üretim yapısına geçilmesi önümüzdeki yıllarda AB içindeki tartışmaların merkezinde olacak.

1990'ların ortalarından bu yana sürekli düşüş içinde olan AB rekabet gücünü toparlamak yolunda atılması gereken adımlar politik etkenlerle birleştiğinde çok kolay değil. Ancak, 2007 yazından bu yana yaşanan süreç de sonuçta iktidarların sallanması ve hatta değişimleri ile sonuçlandı AB'de birçok ülkede. Büyümenin odaklandığı

değişimler için bir anlamda belki zemin şimdi birkaç sene öncesine göre daha uygun.

Tüm AB üyeleri için daha sağlıklı mali bir yapının bileşenlerinin ne olması gerektiği, mali bütünlüğün nasıl güçlendirileceği, verimlilik odaklı değişimlerle uzun vadede büyüme hızının nasıl artırılacağı, ulusal ölçekte mali sorunları artan ülkelerin AB dengesini bozma aşamasına gelmeden nasıl etkin şekilde düzene sokulabileceği, finansal piyasalarda özel sektörün risk üstlenme derecesinin nasıl artırılacağı ve hatta AB kurumları ve ülkeler arasındaki risk paylaşım modelinin ne şekilde oluşturulması gerektiği, yapısal reformların uygulanması aşamasında nasıl bir yaptırım seviyesinin uygulanması gerekeceği...

**Grafik 2. ABD ve AB- Kişi Başı Reel GSMH ve İşsizlik oranı**



**Kaynak:** Eurostat, EU Council

Bu konular esasında sadece, büyümesi zayıf verimliliği düşük Avrupa Birliği açısından yaşamsal önemde değil. Büyüme hızı işsizliği artıracak seviyeye düşmüş, verimliliği düşük, enflasyonu yüksek ve tüm bunların birleşimi olarak sürekli cari açık yaratan Türkiye ekonomisi açısından da önemli başlıklar.

AB için ne kadar güncelse, özellikle 7 Haziran seçimlerinden sonra Türkiye için de o kadar acil olan bu konularda daha çok tartışacağız.

**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 kaldıracaktır. Bu rapor hangi amaçla olursa olsun çoğaltılamaz, dağıtılamaz ve yayımlanamaz.