

## Haftanın Ortası

Güncel konularla her Çarşamba

5 Kasım 2014

**Haftanın Ortası** bundan sonra her Çarşamba posta kutunuzda sizleri bekliyor olacak.

Raporumuzun amacı, küresel dinamizmin bu derece yoğun olduğu yeni dünya düzeni içerisinde, hızla değişen güncelin yansımalarını yakalayarak sizlere ulaştırmak.

Az ve öz yazarak her hafta başından ortasına geçen süre içinde gündemde öne çıkanları seçtik.

Bu ilk hafta önce Altın fiyatlarında son dönemde hızlanan erimenin geleceğini ele aldık.

Ekonomi tarafında, küresel büyüme endişeleri etrafında merkez bankaları için ortaya çıkan seçenekleri tartıştık.

Ve son olarak da ABD ara seçimlerinin, yeni dönemde Suriye-Kürtler-IŞİD ekseninde, Türkiye-ABD ilişkilerine olası etkilerini mercek altına aldık.

Keyifli okumalar dileriz.

### Altın nereye?

Piyasaların, dolardaki yükselme eğiliminin kalıcı olduğuna ve FED faiz artırımlarının 2015 içinde bir zaman başlayacağına olan inançları arttıkça, altın bu "yeni normal" içinde dip seviyesine arıyor.

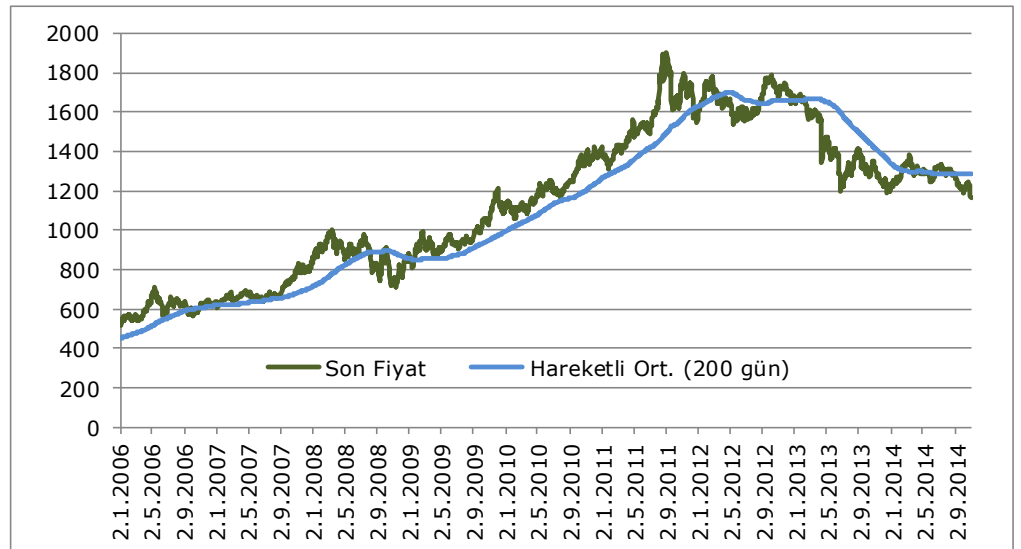
Bir tarafta genişletici teşvik veren merkez bankaları, diğer tarafta sıkılaştırma yolunda daha keskin adımlar atmaya hazırlanan FED varken, altın fiyatı üzerinden spekülasyon yaparak para kazanma dönemi uzun bir süre için kapanmış görünüyor. Üstelik herkes doların değer kazanacağından bu kadar

eminken, altın artık değer koruma amacına da hizmet edemiyor.

FED'in parasal genişlemeye yeni yöntemler katarak tam gaz devam ettiği 2011 ortalarında, hatırlarsanız; altın fiyatı ons başına 2.000 dolara doğru yönelmişti. Bugünlerdeyse FED'in ters hareketine olan beklenti güçlendikçe yönünü ons başına önce 1.000 dolar civarına; ardından 2015 içindeyse 1.000 doların da altına çevirmiş durumda.

Üstelik diğer merkez bankaları genişleme politikalarına ağırlık

**Grafik 1.** Altın ons fiyatı -dolar (2006-2014)



vererek dolardaki yükseliş hareketini desteklemiş; altının düşüşünü de hızlandırmış oluyorlar. Kademeli olarak etkili olması beklenen bir parasal genişleme hareketinin henüz çok başlarında olan Avrupa Merkez Bankası'nın (AMB) tercihleri önümüzdeki sene euroyu dolar karşısında zaten 1.20'lerin altına doğru çekecek gibi duruyor. Japonya Merkez Bankası BoJ'un Ekim sonunda açıkladığı parasal tabanı genişletme kararı, son günlerde dolara ayrıca bir hareket vererek, altın tarafındaki kayıpları daha da ivmelendirdi.

Özetle FED'in kendisini dünyadaki diğer büyük merkez bankalarından ayıştırmış olması, doların hızla değer kazanmasına, altının hızla değer kaybetmesine yarıyor.

Dalga boyu zaman zaman değişecek olsa da *altın fiyatlarında işte bu nedenlerle uzun soluklu bir düşüş trendi* gerçekçi bir beklenti.

Altının bu düşüş yolculuğundaki duraksama noktaları, elbette FED dışındaki diğer merkez bankalarının genişleme hızı ve daha da önemlisi FED'in faiz artırım temposuna bağlı olacak.

Kısa vade için dar aralıkta hareket etse de, altın aslında mevcut ons başına *1,170 dolar seviyelerinden 900 dolar seviyelerine doğru* yola çıkmış durumda.

Yine de FED'in 4,5 trilyon dolar civarında seyreden bilançosunu, anlamlı ölçüde, hemen daraltmasını zaten kimse beklemiyor. Bu nedenle, 2015 içinde altın fiyatlarında düşüşün ons başına 900 doların fazla

altına inmesi olasılığı da bugünkü bilgilerimiz dahilinde fazla beklenmemeli.

### Büyüme endişeleri etrafında FED ve AMB'yi anlamak; dolar ve euroyu izlemek...

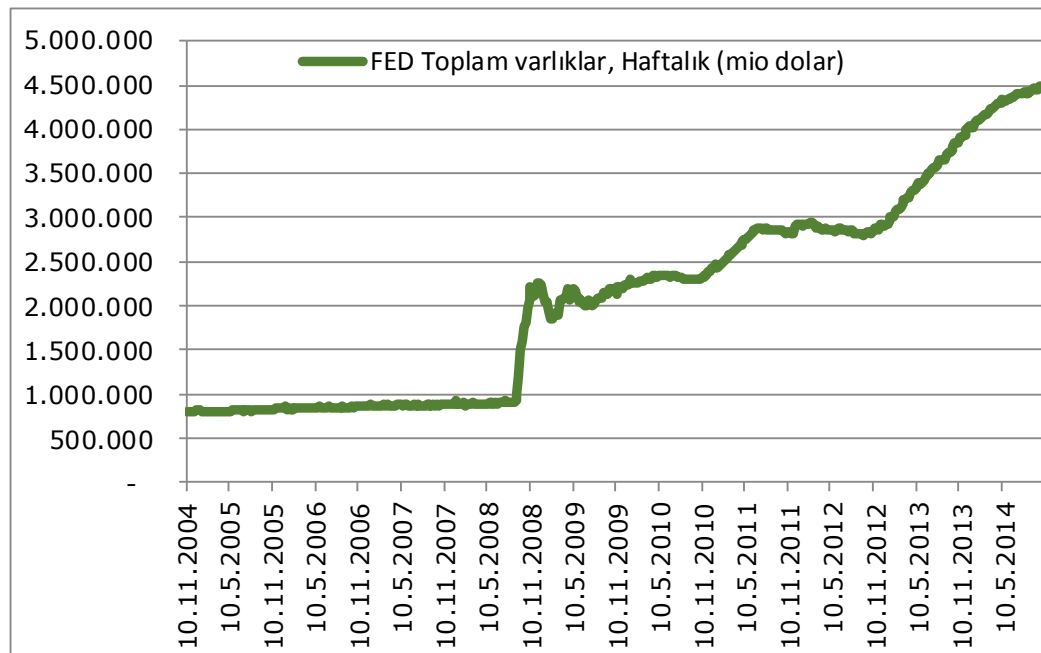
Türkiye gibi, büyüme dinamikleri verimlilik artışlarından çok fon kaynaklarının varlığına bağlı gelişmekte olan bir ekonominin penceresinden bakınca, yabancı merkez bankalarının ortaya saldırdığı bedavadan da ucuz bunca paraya rağmen, nasıl olup da kredi talebinin artmadığını anlamak başlı başına bir bilinmezlik.

Bugün dünyaya söyle bir bakınca iki ana tartışma eksenine var. Euro bölgesi (EB) ekonomilerinin düşük enflasyon/düşük büyüme tehditlerinin kıyısından nasıl döndürüleceği ve ABD'de ekonomik canlanmasının hangi

tempoda yönetileceği. EB'de "büyüyememe sorunu", artmayan gelir ve yüksek yapısal işsizliğin kredi talebini engellemesi şeklinde özetlenebilir. Biraz detaya inildiğinde, bireylerin varlıkları arasında en büyük payı alan olan konut fiyatlarındaki gerileme de, bu nedenlere eklenebilir. Haziran'dan bu yana hızla değer kaybeden Euro'nun ardında işte temelde Avrupa Merkez Bankası (AMB) üzerinden büyüyememeye karşı açılan savaş var. Bu savaşın dinamikleri ana hatlarıyla anlaşılırsa, "dolar nereye, euro nereye gider" gibi genel bir sorunun cevabına da yaklaşılmış olacak.

Ekonomik büyümeyi tetiklemeyi başardığı görünen Amerikan merkez bankası FED, AMB için tam bir örnek oluşturabilir mi? Bu sorunun cevabına "evet"

**Grafik 2.** FED Bilaonçosu (2004-2014)



demek, iki ekonomik yapının temel farkları açısından tam olarak mümkün değil.

FED'in özetle 2008'den bu yana yaptığı, bilançosundaki varlıkları büyüterek- yani para basarak- 1,5 trilyon dolardan 2014 itibarıyla 4,5 trilyon dolara çıkarmaktı. Bu paranın bir kısmı gelişmekte olan ekonomilere kaymış olsa da, amacına da hizmet ederek ABD'de varlık fiyatlarını artırdı; tüketici ve şirket finansal pozisyonlarını olumluya döndürerek, daha fazla borçlanmalarını sağladı. Bu süre boyunca büyük parasal genişleme doların değer kaybetmesine yol açarak FED'in işini kolaylaştırdı. Borçlanmanın bir diğer yüzü de haliyle tüketimin ve beraberinde üretimin artıyor olması. Kademeli olarak işgücünde toparlanmalar başladı ve ABD'nin kriz döneminde %10'a kadar

yükselmiş işsizlik oranı tekrar % 6 seviyesine geri döndü. FED'e niceliksel genişlemeyi (quantitative easing) bitirerek 2015 ortalarında faiz artırma noktasına getiren de, bu noktadan sonra özel sektör yatırımlarının reel ücretleri de artırmaya başlayacak şekilde büyümesi ve sonunda enflasyon yaratacak olması.

Şimdi aynı oyunu AMB sahneliyor gibi duruyor ve parasal genişleme adı duyulur duyulmaz euro inanılmaz bir hızla değer kaybediyor. Peki, Avrupa para otoritesinin bir Amerika "çekerek" aynı sonuca ulaşması mümkün mü?

AMB'nin deflasyon kapıya dayanmışken elini hala ağırdan almasının en büyük nedeni, Birliğe üye ülke yönetimlerinin politik çekinceleri nedeniyle yapısal reformlar yoluna gitmek

yerine, tüm görevi merkez bankasına yıkmalarının önüne geçmek. Almanya zaten bu konuda çok net. Yaratılacak parasal desteğin borç ödemek adına verimli alanlara kaydırılması yerine verimi düşük varlık alımlarına kaymasından, ve sonuçta yükün yine Alman vergi mükelleflerine kalmasından korkuyor.

AMB ve Almanya, diğer üye ülkeleri öncelikli olarak rekabet gücünü artırmaya odaklı yapısal reformlar konusunda ilerlemeye zorlamaya çalışıyor. Politikacıların, verimlilik adına işgücünün sahip olduğu bazı ayrıcalıklar tırpanlaması, reformların finansmanı adına harcamaların azaltılması gerekiyor. Bu başlı başına zor ve uzun bir süreç.

Nüfus artışı düşük ve zaten çok borçlu yaşlı kıtada, canlanma belirtileri yaratmak adına, zaman ise daralıyor. AMB politikacılarla bilek güreşi yaparken, deflasyonist sarmal borç yükünü iyice içinden çıkılmaz bir hale getirebilir.

Korkulan Avrupa, Çin ve Japonya ekseninde paylaşılan büyüme kaynaklı problemlerin, Amerika'da yeni yeni filizlenen canlanmayı erken bir aşamada boğacağı. FED'in faiz artırım adımlarını tüm dünya adına çok dikkatli atması gerekiyor. Keza, Amerikan tüketicisinin de borçluluk oranı oldukça yüksek.

Ancak önemli nokta, faiz artırma

**Grafik 3. Euro/Dolar Parite (2000-2014)**



Kaynak: Bloomberg

süreci 2015 ortalarında başlamış bile olsa FED'in gerçekte ne zaman "gevşek" para politikasından "sıkı" para politikasına geçecek olduğu.

*Şöyle ki; FED politika faizlerinin artışına endekslenmiş kısa vadeli faizler, ABD'nin %4,5'larda dolaşan nominal büyüme trendinin altında kaldığı sürece FED hala büyümeyi destekleyen gevşek bir para politikası izliyor olarak kabul edilmekte.*

Sermaye Avrupa'dan ABD'ye doğru akmaya devam ederken kademe kademe sıkılaştıran ancak toplamında hala "gevşek" adlandırılan parasal politika izlendiği sürece de, dolardaki güçlenme ABD'de ekonomik politika belirleyicileri açısından sorun değil. Keza, gelen yabancı sermaye güçlü doların olumsuzluklarının ötesine geçerek, faizler üzerinde yarattığı baskıyla hem FED'in büyüme çabalarına destek

veriyor, hem de hisse senedi piyasasında yükselişlere neden oluyor.

Bu kabulün en önemli sonucu, FED'in ekonomik verilere dayanarak büyümenin potansiyel (%2-2,5) seviyesine yaklaştığı; (diyelim 2016 sonlarında) göreceli parasal sıkılaştırmasını genişlemeci suların gerçekten daraltıcı sulara yönlendirdiğinde Avrupa'nın nereye doğru yol almış olacağı daha önemli.

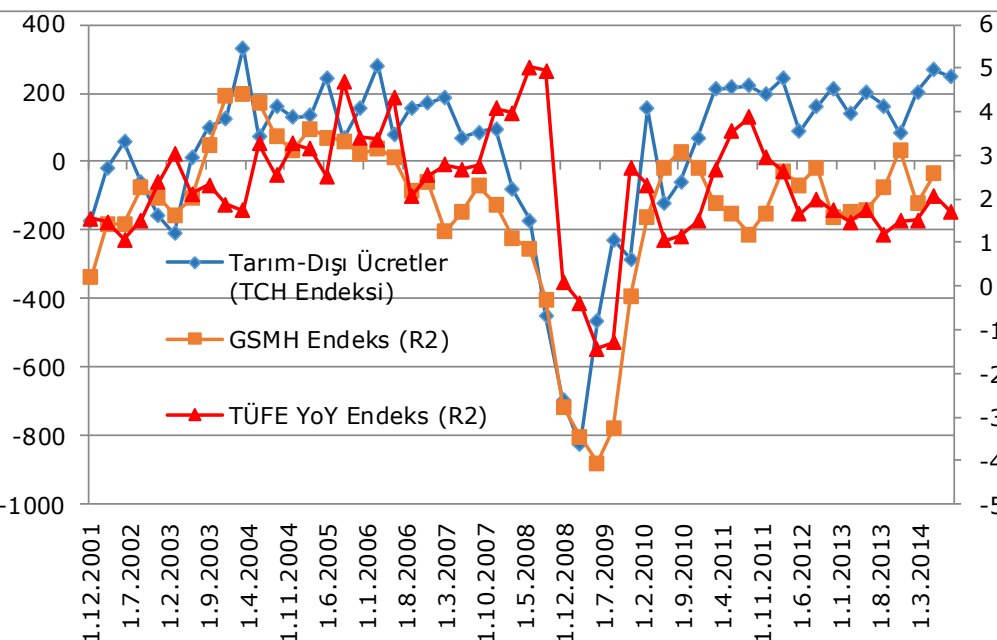
Avrupa tarafında, Almanya'nın yoğun baskısına rağmen yapısal reformların ivedilikle gündeme alınacağını beklemek gerçekçi değil. Reform yerine hükümetler zayıf euro, düşük emtia fiyatları ve stres testleri sonrası bankaların kredi piyasasında daha aktif rol alacakları beklentisiyle büyümenin hareketlenmesini

bekliyorlar. Ki bu beklentilerinde çok da haksız sayılmazlar. Bu süre içinde de AMB'den bilançosunu acilen 2 trilyon eurodan 3 trilyon euroya çıkarmasını istiyorlar. Görünen, hükümetler ve AMB arasındaki güç savaşının kısa vadede galibinin sanki hükümetler olacağı. Yine de, AMB'nin büyümenin seyrini izledikten bilançosunu söz konusu seviyelere birkaç çeyrek boyunca sonra getirmesi akla daha yatkın.

Rekabet gücü, verimlilik ve bankacılık sistemlerinin yapısı açılarından büyük fark gösteren Avrupa ve Amerikan ekonomileri, FED ve AMB'nin yaşanan kriz sonrası ekonomik durgunluk tehdidi ile mücadele etme yöntemlerini birbirinden kayda değer oranda farklılaştırmak zorunda olduklarını gösteriyor.

*Sonuç olarak da, önümüzdeki iki sene boyunca Euro/dolar paritesinde had safhada oynaklık beklemek gerek. FED'in faiz artırma adımlarına yönelik spekülasyonlar nedeniyle ara dönemli düzeltmeler olsa da, ana trendin dolarda değer artışı ve euroda değer kaybı olduğunu anlamak gerek. Burada parite hedefi vermek yanıltıcı olabilir; ancak Haziran'da 1.37'ler civarından zaten 1.25'ler seviyesine gelmişken; 1.10-1.15'li seviyeler çok da hayal gibi durmuyor yukarıda yazdıklarımızın ışığında.*

**Grafik 4.** ABD Ücretler-Büyüme ve Enflasyon (2001-2014)



Kaynak: Bloomberg

## ABD-Türkiye ilişkileri yeniden

ABD 4 Kasım günü Senato için ara seçimlere gitti ve ilk sonuçlardan görünen Cumhuriyetçiler Senato'da da kontrolü ele geçirdi.

Amerikan halkı iki yıllığına Cumhuriyetçilerin hakim olduğu Temsilciler Meclisi'nin 435 koltuğunu; ve altı yıllığına Demokratların hakim olduğu Senato'daki 100 koltuğun üçte birini yeniledi.

Bu seçimin sonuçları, görevde son iki yılı kalan Demokrat Obama yönetimi açısından kritik. Temsilciler Meclisi'nde 2010'dan bu yana çoğunluk Cumhuriyetçilerdeyken, Senato'da ağırlık Demokratlardan yanaydı. Senato'daki 36 koltuk için yapılan bu ara seçimlerin sonuçlarına göre bu denge korunamayarak her iki kanada da Cumhuriyetçiler hakim oldu. Bu da Demokrat Obama yönetimini tam anlamıyla "topal ördek" konumuna taşıdı.

Amerika'nın Ortadoğu'da IŞİD'e karşı olan mücadelesinde Obama'nın geleceğinin ne şekilde evrildiği, elbette Türkiye açısından da çok önemli.

Türkiye-ABD ilişkileri başta ABD Kongre'sinde güce sahip İsrail-Türkiye gerginlikler ve IŞİD'le mücadele yöntemleri farklılığı kaynaklı nedenlerle, artık uzunca bir süredir diyebileceğimiz şekilde tatsız. Her şey bir yana 2015, yüzüncü yılına denk gelmesi nedeniyle 1915 olaylarının soykırım olarak

tanımlanması isteğinin bir kez daha sembolik anlamda daha da güçlü şekilde Kongre'nin gündemine geleceği bir yıl.

Bu yazının bakış açısında ise öncelikli olarak ABD ara seçimlerinin, IŞİD ve daha genel çerçevede; ABD'nin, Suriye topraklarında önem olarak ağırlık kazanan Kürt politikasının geleceği var. Ankara açısından belirleyici nokta ise Esad yönetiminin ABD tarafından idare mi edileceği yoksa ABD tarafında öncelikli mücadeleler listesini mi alınacağı.

Seçimden Cumhuriyetçilerin zaferle çıkmış olmaları, Demokrat Başkan Obama'nın dış politika tercihlerini yeniden ele almasını gündeme getirebilir.

"Barış Süreci" bir anlamda sekteye uğramış Türkiye açısından önümüzdeki iki yılda ABD'nin IŞİD etrafında yoğunlaşan Kürt politikasındaki tercihlerinin netleşmesi bekleniyor.

Keza Cumhuriyetçiler'in Ortadoğu'da daha aktif bir Amerikan askeri varlığı istekleri bir sır değil. Kongre'nin her iki kanadını da Cumhuriyetçilerin almasıyla, Obama Amerikan halkından gelen bu isteğe cevap vermek zorunda kalabilir.

Başkan Obama'nın göreve ilk seçildiğinde amaçlarından biri Amerika'nın denizaşırı ülkelerde bulunan, başta Afganistan ve Ortadoğu'daki askeri varlığını geri çekmekti. Şartlar izin

verdiğince bunu başardığı söylenebilir; ta ki IŞİD ile mücadele son dönemde gündeme gelene kadar.

Şimdi ise, seçimler sonuçlarının yansımaları olarak ABD hükümeti askeri olarak bölgede varlığını artırmak zorunda kalabilir.

Bunun tercümesi, ABD askerinin karadan da bölgede IŞİD ile savaşmaya yönelebilmeye olasılığı.

Bu noktada Türkiye'nin tutumunun ne olacağı, bölge coğrafyası göz önüne alındığında ABD açısından kritik.

ABD'deki son seçim sonuçlarından bağımsız olarak, Obama yönetiminin her durumda ABD'nin bölgede askeri varlık miktarını artırmayı istemeyeceğini varsayabiliriz. Zaten Suriye topraklarında hukuki olarak konuşlanmasının önünde uluslararası engeller mevcutken, bölgede doğal ABD müttefiki olarak yine Kürtleri karşımıza çıkıyor şu durumda.

Dolayısıyla, bu seçimden Cumhuriyetçilerin zaferle çıkmasının olası dış politika sonuçları, IŞİD ve Kobane ekseninde ABD müttefiki olarak daha güçlü yer alacak Kürtlerin geleceği de söz konusu olduğundan Türkiye açısından hayati öneme sahip.

Basında çıkanlardan anlaşılana, Ankara'nın son dönem ABD-İran yakınlaşması sonucu İran'ın Irak üzerinde güç kazanmış görüntüsünden rahatsız olduğu. Bu nedenle de Suriye için ABD ile beraber hareket etmek

Ankara'nın da işine gelecektir.

Başka bir ifadeyle, Ankara Esad konusunda istediği mesajları seçim sonrasında ABD yönetiminden alabilirse, Kürtlerin elini güçlendirmemek arzusuyla, Türk ordusu-NATO eksenini üzerinden yeniden ABD ile pazarlık masasına oturabilir.

Üstelik son dönem ABD-Rusya gerginlikleri de resme eklendiğinde ABD açısından Türkiye'nin isteklerini gözardı

etmek çok da kolay bir seçim olmasa gerek. Kapalı kapılar ardında, Esad üzerinden IŞİD'le savaşmak uzun vadede sürdürülebilir bir politika olarak görünmüyor ABD için. Yine de Türkiye'yi daha uzlaşmacı bir noktaya getirmek ABD açısından Esad'la ilişkileri düşük yoğunlukta sürdürmek de verimli bir araç olarak düşünülebilir.

Özetle, Ortadoğu'da işler yine her zamanki kadar kafa karıştırıcı. Kısa vadede, ABD'deki ara seçimin sonuçları bir miktar da olsa yön belirlemeyi netleştirmesi açısından işlevsel olacak gibi duruyor.

Ardından, yeni durumun yarattığı yeni riskleri yeniden belirlemek gerekiyor.

#### **İletişim: Güldem Atabay Şanlı**

Direktör, Araştırma ve Strateji

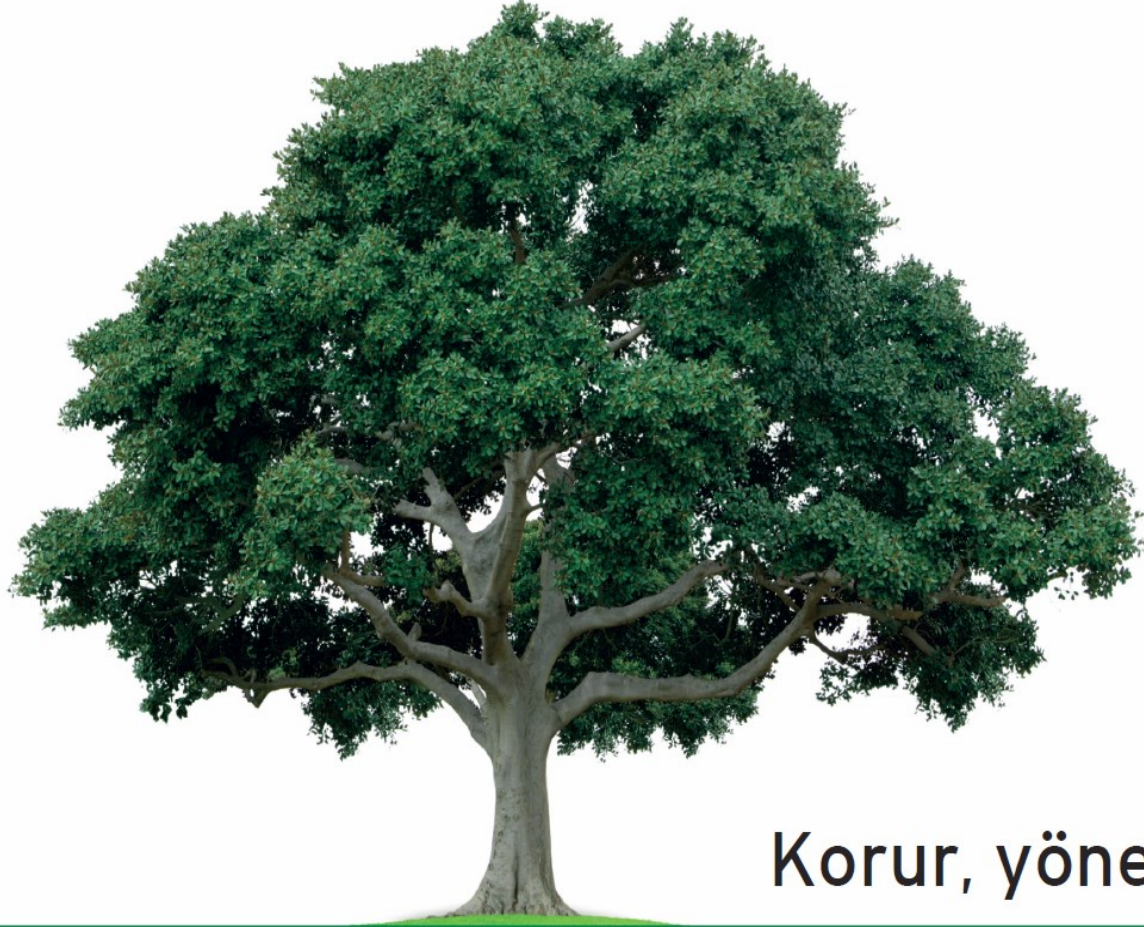
+90 530 016 98 69

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 yayımlanamaz.



## Korur, yönetir, büyütür



Egeli & Co.'dan yeni bir hizmet:  
"Aile Varlık Yönetimi".

Tek elden, objektif ve profesyonel bir yaklaşımla aile varlıklarınız bir bütün olarak korunsun, yönetilsin ve büyüsün diye...

\* Aile Varlık Yönetimi