

Haftanın Ortası

Güncel konularla her Çarşamba

18 Şubat 2015

Haftanın Ortası her Çarşamba posta kutunuzda.

Şubat ayı her anlamda fırtınalı geçiyor. ABD 10 yıllık tahvil faizlerinin Şubat başından bu yana %1,64'ten %2'nin üzerine çıkması önemli bir dönüm noktası.

24 Şubat'ta yurtdışında gözler FED Başkanı Yellen'in konuşmasında olacağı kadar, içerde de PPK dikkatle izlenecek. Ocak ayında haftalık repo faizini 50 baz puan düşüren Banka'nın normal şartlarda Şubat'ta da kontrollü tempoda faiz indirimlerine devam etmesi beklenirdi. Ancak, petrol fiyatlarının bir buçuk ay önceye göre %20 artmış olması, ağır kış şartlarının gıda sektöründeki katılıklar üzerinden fiyatları yüksek tutmaya devam edişi ve TL'nin değerinde yaşanan %5'e yakın değer kaybı, faiz indirimi yolunda uzanan rampanın sertleşmesiyle sonuçlandı.

İki ay önce TÜFE enflasyonu yaz aylarında geçici olarak %5'in altını görüp izleyeceği patika üzerinde sene sonunda ulaşacağı yer %6'nın bir miktar üzerinde kalabilecekti. Değişen resimdeyse 2015 için yaz aylarında enflasyonun dip seviyesi ancak %5,5 civarında kalıp sene sonunda yine %7'ye tırmanacak gibi görünüyor artık.

Keyifli okumalar dileriz.

Böyle günlerde dünyaya sadece ekonomi penceresinden

bakmakta çok zorlanıyor insan.

21.yüzyıl Türkiye'sinde fiziksel gücüne güvenerek kadına, çocuğa ve genelinde güçsüze karşı şiddete başvurmayı akıldan bile geçirtmeyecek caydırıcı cezai önlemlerin bireysel ahlak süzgecinde eksiltilmeden, tüm mağdurlar için etkin uygulanması kadar;

kadın-erkek eşitliği temelinden yükselen ve insan olmanın hakkını vermek üzere inşa edilmiş bir eğitim-öğretim sistemi; artık hepimizin öncelikli talebi olmalı.

Özgecan Aslan'a rahmet ve ailesine dayanma gücü diliyoruz.

Enflasyon nereye? Faiz kararında nereye doğru?

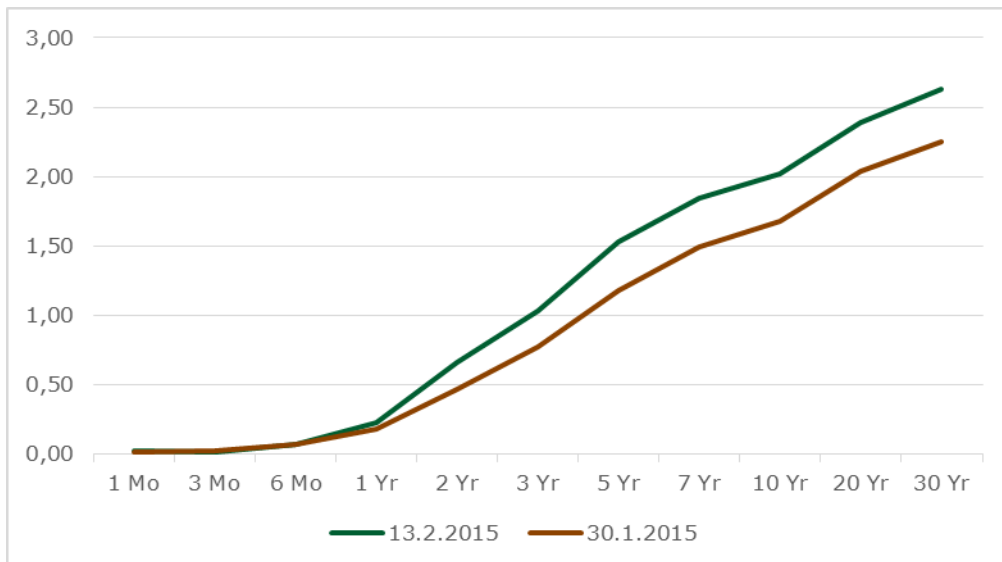
Şubat ayı her anlamda fırtınalı geçiyor. Büyük resimden başlanırsa, giderek artan likiditeye rağmen ABD 10 yıllık tahvil faizlerinin Şubat başından bu yana %1,64'ten %2'nin üzerine çıkması önemli bir dönüm noktası. Önümüzdeki birkaç yıl hakkında çok şey anlatıyor.

Elbette artık açıkça ilan etmekte olduğu üzere son altı yıldır ilk defa büyük olasılıkla bu sene Mayıs-Haziran aylarında ABD merkez bankası FED'in faiz artıracak olması ana neden. 24 Şubat'ta ABD Senatosu'nun Bankacılık Komitesi'nde FED Başkanı Yellen'in para politikasını değerlendirmek üzere yapacağı açıklamalar faiz artırımına giden yolda ne kadar zaman kaldığı konusunda aydınlatıcı olacağı

açısından çok önemli. FED'in faiz artırımına başlamasının ardından, artırım hızının ne olabileceği de Yellen'in mesajlarında aranacak. Ve tabii Mart ayında şu meşhur "sabırlı bekleyiş" ifadesinin kaldırılıp kaldırılmayacağı üzerine yeni spekülasyonlar yapılacak. Başlı başına bu toplantı, dolar endeksinin güçlenmeye devam ederek oynaklığının artacak olması anlamına geliyor.

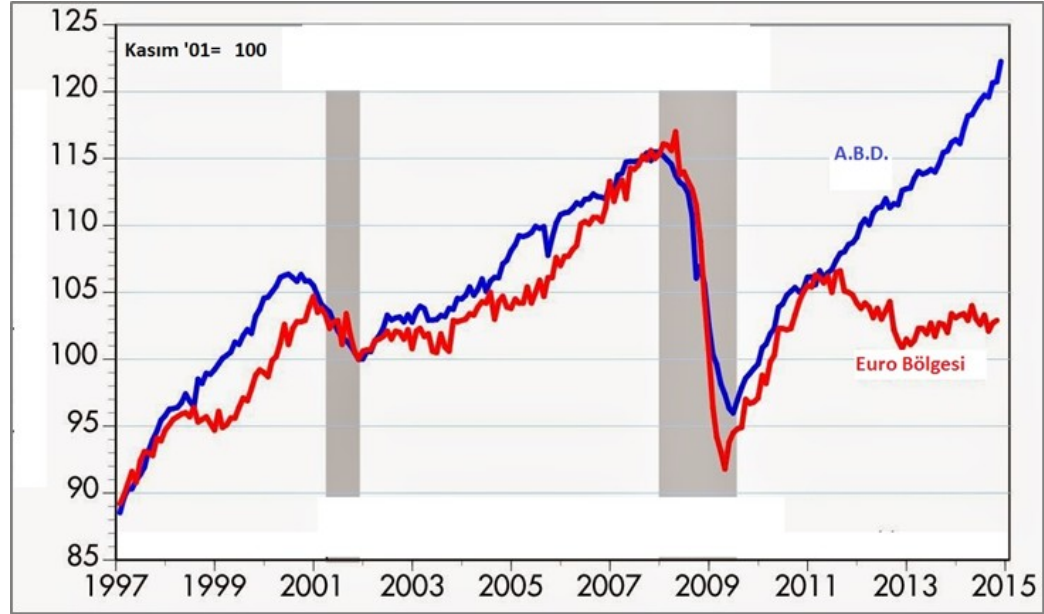
Şimdilik piyasalarda genel kabul gören beklenti Haziran toplantısından itibaren FED'in politika faizini 2015'in ikinci yarısında ılımlı sayılabilecek bir tempoda, 50-75 baz puan kadar artıracığı yönünde.

Grafik 1. ABD Tahvil Piyasası Getiri Eğrisi



Kaynak: US Treasury

Grafik 2. Sanayi Üretimi-ABD ve Euro Bölgesi



Kaynak: ScottGrannis

Geçmiş faiz artırım süreçleri FED'in faiz artırmaya başlamasıyla beraber her seferinde beklentinin ötesine geçerek daha çok faiz artırdığını gösterse de, 2008 krizinden bu yana dünya ekonomisi bildiğimiz dünya ekonomisi olmaktan

halen çok uzakta. İki farklı viteste giden küresel ekonomi gerçeği "sürekli" faiz artırım sürecinin zamana yayılarak küresel toparlanmayı boğmayacak bir hızda gerçekleştirileceği beklentisini yaratıyor.

ABD'de son birkaç veriye rağmen şüphesiz ana eğilim kuvvetli toparlanma yönünde; bu sene %3 ile neredeyse Türkiye kadar büyüme elde edecek bir Amerikan ekonomisinden bahsediyoruz. Avrupa, Japonya ve Çin'de ise büyümeyle ilgili kaygılar yakın ve orta vadede devam edecek. Yine de, küresel ölçekte, FED'in oyun kurucu rolü göz ardı

edilmemeli. Bunun anlamı da, hızla toparlanan ABD ekonomisi ve henüz talep tarafından desteklenmeden üretim miktarına bağlı gelişmelerle yükselmeye başlayan petrol fiyatı ile beraber FED'in faiz artırım tarafında sürprizler yapabileceği.

FED'in faiz artırması öncesinde ABD tahvil faizlerinden anlaşılacağı üzere, risk iştahı gelişmekte olan piyasalardan yana. Ancak, yılın ikinci yarısında bu resim çok farklı olabilir. FED'in en az iki yıl devam edecek bir sıkılaştırmaya geçmesi, özellikle enflasyonun çok düşük olduğu ülkelerdeki risksiz getiri

arayan sermayenin gelişmekte olan piyasalardaki risk iştahının da giderek azalmasıyla sonuçlanacak. Dolara karşı değer kaybeden yerel para birimlerinin yanına bir de yükselen faiz oranları eklenecek. Son bir kaç yılda ağırlıklı olarak ana kaynak kurumsal tahvil piyasalarında borçlanma maliyetlerinin artmaya başlayacak olması dönüp dolaşip reel sektörün aktivitelerini de etkileyecek.

Yaklaşık iki sene boyunca sürmesi beklenen bu durumda Türkiye'nin de kendisini değişen küresel koşullara göre yeniden konumlandırması gerekiyor. Bu da zaten ilk

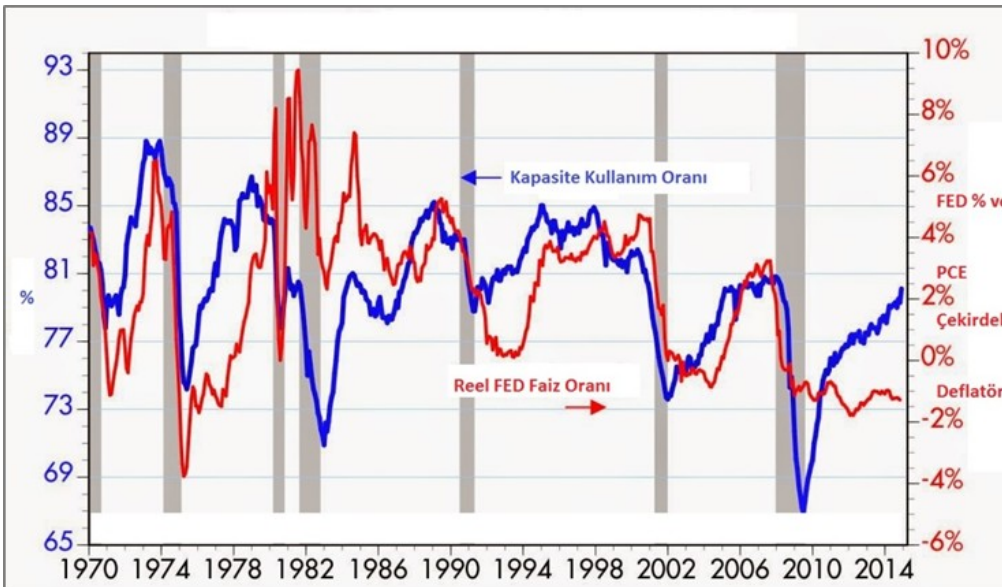
defa duyulan bir gerçek değil. Bu konumlandırmada önemli görevin bir kısmı TCMB'ye bir kısmı da elbette hükümete düşüyor.

24 Şubat'ta yurtdışında gözler Yellen'in konuşmasında olacağı kadar, içerde de aynı gün yapılacak TCMB Para Politikası Kurulu (PPK) dikkatle izlenecek. Malum, Şubat boyunca Cumhurbaşkanı ve hükümet kanadından ardı ardına merkez bankasının faiz politikası üzerine- özerkliğinin tersine çevrilmesi iması da eklenerek- sert eleştiriler yağdı. Başkan Başçı'nın ekonomik rasyonaliteye davet eden açıklamalarına merkez bankası lojmanlarından taşınmasının sembolik anlamı da eşlik ederken, üçüncü dönem sınırını geçmeyeceği kesinleşen Babacan ve hatta Şimşek'ten merkez bankasına gelen destek açıklamaları eklendi geçtiğimiz hafta.

Kısaca, önümüzdeki PPK çoktan sıradan bir toplantının ötesine taşınmış durumda.

Normal şartlar altında, Ocak

Grafik 3. ABD- Kapasite Kullanım Oranı ve Reel FED Faizi

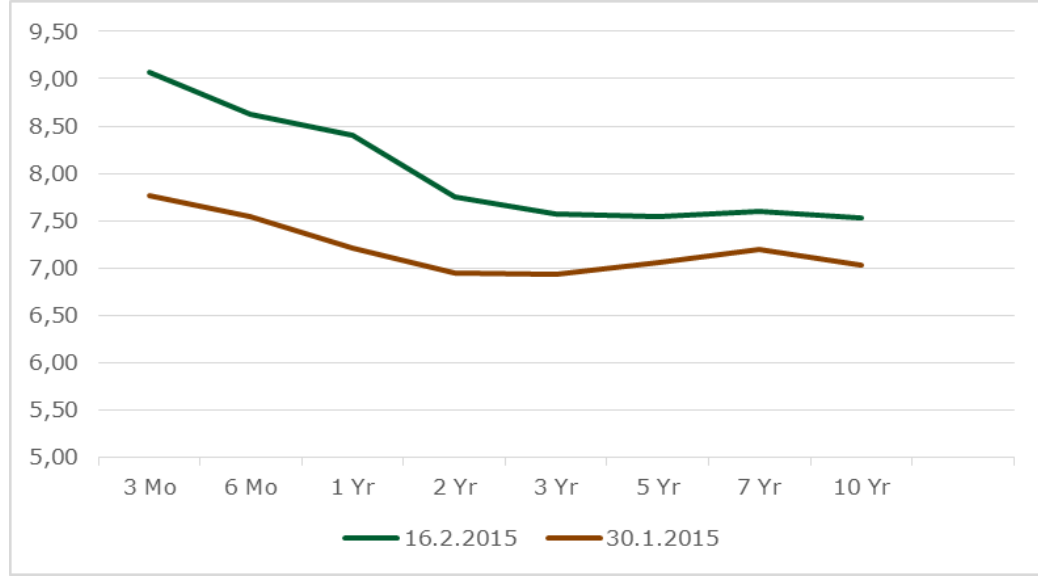


Kaynak: ScottGrannis

ayında yumuşak bir geçişle haftalık repo faizini %8,25'ten %7,75'e; 50 baz puan düşüren merkez bankasının Şubat ayında da kontrollü bir tempoda faiz indirimlerine devam etmesi bekleniyordu. Hatta acil toplantı ile faiz indirimini Şubat başında gündeme alabileceğini açıklayan bir merkez bankasının, (her ne kadar gelen Ocak enflasyonunun yeterince iyi olmaması nedeniyle bu toplantıyı gerçekleştirmemiş olsa da) 24 Şubat'taki rutin toplantısında faiz bandı üzerinde de yumuşak bir indirim daha gerçekleştirmesi mevcut "enflasyon hedeflemesi" yönlendirmesine uygun duruyordu.

Kamunun gözü önünde merkez bankası üzerinden yapılan tartışmalar ise ABD tarafından gelen ekonomik verilerle birleşince, TL/doların 2,50 sınırını geçişini hepimiz izledik. Grafik 4'ten de izleneceği üzere, aynı tartışmalar tahvil piyasasında getiri eğrisini de yukarıya taşıdı. Merkez bankası Başkan'ı Başkan'ının politik baskılara boyun eğmeyeceği iması TL üzerinde

Grafik 4. Türkiye Tahvil Piyasası Getiri Eğrisi



Kaynak: Bloomberg

bir sakinleşme yaratırken, TL/Doların 2,50 den 2,45'in hemen altına yerleşmesi tedirginliğin devam ettiğini anlatıyor bize.

Bu çerçevede merkez bankasının haftaya gevşeme yönünde adım atıp atamayacağı önemli bir tartışma konusu. TL/Doların başlangıç noktası olarak Ocak ortası seviye olan 2,33'lere geri dönülmediğini düşünürsek, merkez bankasının haftaya yapacağı PPK toplantısından "ölçülü" bir şekilde faiz indirimine devam edeceği beklentisini okumak mümkün. Keza, baz etkisi nedeniyle 2015 ortalarına

kadar enflasyonun düşüş eğiliminde olacağı ana çerçevede, değişen bir durum yok.

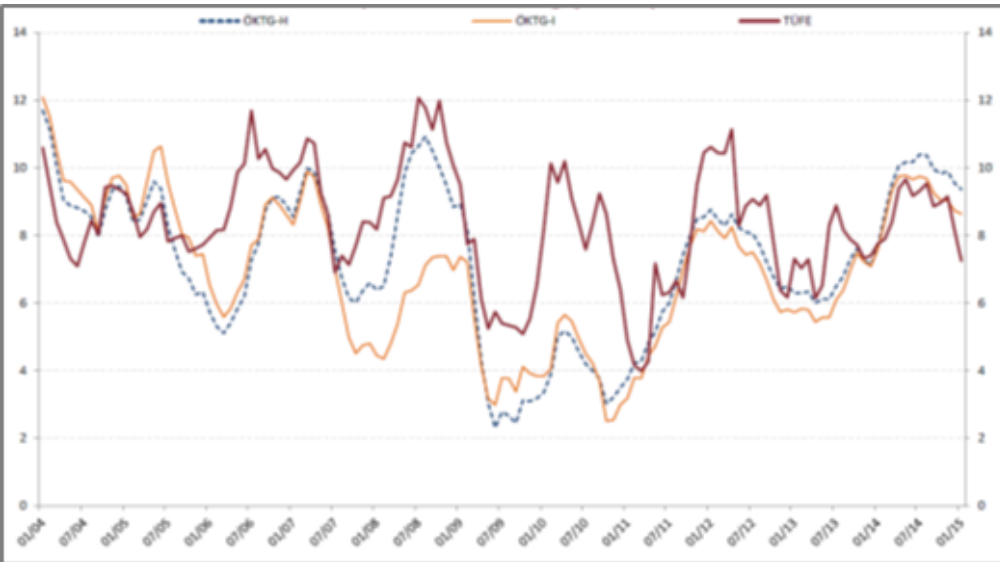
Ancak, petrol fiyatlarının bir buçuk ay önceki seviyesine göre %20 artmış olması kadar ağır kış şartlarının gıda sektöründeki katılıklar üzerinden fiyatları yüksek tutmaya devam ettiği değişen gerçekler. Bir de aynı süre içinde TL'nin değerinde gereksiz yere yaşanan %5'e yakın değer kaybını eklediğimizde, faiz indirim yolunda uzanan rampanın sertleştiği gerçeğini görmek ve anlatmak gerek.

Rakamlarla konuşmak gerek. İki ay önce TÜFE enflasyonu yaz aylarında geçici olarak %

5'in altını görüp izleyeceği patika üzerinde sene sonunda ulaşacağı yer %6'nın bir miktar üzerinde kalabilecekti. Değişen resimdeyse 2015 için yaz aylarında enflasyonun dip seviyesi ancak %5,5 civarında kalıp sene sonunda yine %7'ye tırmanacak gibi görünüyor artık.

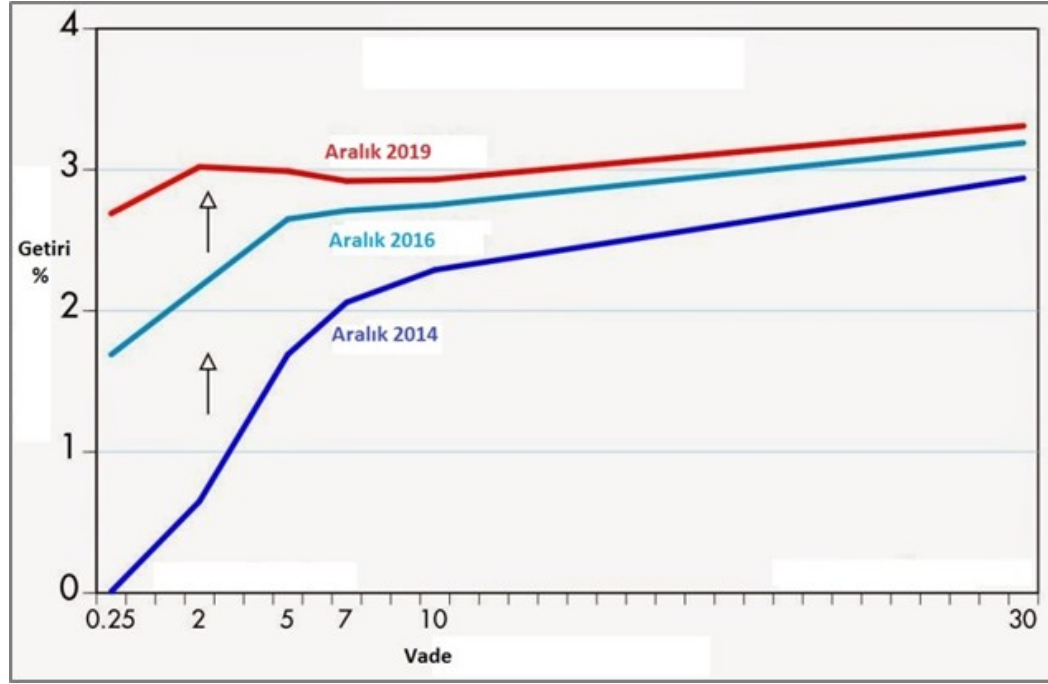
Buna karşın, son iki ayda gelen ekonomik veriler Türkiye'de ekonomik aktivitenin yavaş seyrini devam ettirdiğini gösteriyor ki zaten hem küresel ekonomik olaylar hem de seçim nedeniyle içerde yaşanan gelişmeler, ilk yarıda ekonomik canlanmanın güç olacağını söylüyordu bize. Başta artan ve mevsimsellikten arındırıldığında artmaya devam

Grafik 6. Türkiye TÜFE Enflasyonu



Kaynak: TCMB

Grafik 5. ABD-Hazine Getiri Eğrisi 2014 Sonu ve Beklentiler



Kaynak: Bloomberg

edecek olan işsizlik oranı, yavaşlayan sanayi üretim artışı ve zayıflayan tüketici güveni 2015 ilk yarıda büyümenin % 3'ün üzerinde olamayacağını söylüyor.

Bütün bu faktörler göz önüne alındığında, önümüzdeki PPK toplantısından hala bir faiz indirimi gelmesi mümkün; keza Ocak sonu %7,2'de olan TÜFE enflasyonu yaz aylarında %5,5 civarına gerileyebilir. Ancak, 2015 sonunda yeniden %7'ye doğru yönelebilecek bir enflasyonla PPK'dan "ölçülü" ötesinde bir faiz indirimi beklemek ne küresel gerçeklerle ne de Türkiye'nin eline geçen fırsatlara rağmen kalıcı şekilde düşürmeyi başaramadığı enflasyon oranı ile örtüşmüyor. "Ölçülü" bir faiz indirimi ise, faiz indirme baskısının benzer bir sertlikte devam ederek

piyasalardaki tedirginliğin de devamı anlamına gelebilir. 7 Haziran seçimi tam da FED'in faiz artırımlarının başlama olasılığın yüksek olduğu döneme karşılık geldiği gibi, seçim sonuçlarına göre merkez bankasının özerkliğinin devamı da tartışmalarda yerini korumaya devam ederse; TL üzerindeki baskının artacağını, bunun da enflasyonu beslemeye devam edeceğini söylemek için kahin olmaya zaten gerek yok.

Bir kez daha vurgulamak gerek.

FED'in parasal sıkılaştırmaya başlaması ile beraber Avrupa, Japonya ve Çin'den gelecek likiditeye rağmen önümüzdeki on yıllık süreçte gelişmekte olan ekonomilerde büyüme oranı geçmiş on yıla kıyasla yarı yarıya inecek. Grafik 5'ten izlenebileceği şekilde beklentilere göre 2016 ortalarında ABD 10 yıllık tahvil faizleri çoktan kritik sayılan % 2,5 sınırına dayanmış olacak.

Enflasyonu halen yüksek sayılan ve verimlilik artırma yönünde yapılması gerekenleri

likidite anlamında kolay bir konjoktüre kapılarak ertelemiş bir ekonomide, faiz seviyesi nereye inerse insan elde edilebilecek ekonomik canlanmanın katı bir sınır var. Bu gerçeği atlayarak alınacak kararlar, kısa ve orta vadede ekonomik büyümeye fayda sağlayamamanın ötesinde, enflasyon ve cari denge başta olmak üzere hassas ekonomik dengelere zarar verici bile olabilir.

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.