

Haftanın Ortası

Güncel konularla her Çarşamba

25 Mart 2015

Haftanın Ortası her Çarşamba posta kutunuzda.

Doları diğer para birimlerinden ayıran bir kaç temel faktör var: ABD ekonomisinin sürdürülebilir olarak algılanan büyüme sürecine girdiğinin genel kabulü; para politikasında farklılaşma; ve Fed'in dört trilyon dolara dayanan bilançosunun 2016'dan itibaren küçülmeye başlayacak olması.

Yine de doların kısa vadede bir miktar değer kaybetmesi veya yerinde saymasını gerektirecek nedenler de var: Yellen'in "sabırlı" ifadesini kaldırırken takındığı "güvercin" tonlama; Avrupa tarafında toparlanma yansıtan son ekonomik veriler, ve 1Ç15 ABD büyüme verilerinin 4Ç14'e göre zayıf gidişi.

Ancak, kısa vadede dolarda bir sindirme hareketi beklense de, sene sonundan önce doların yeniden güçlenmesi hala temel beklenti.

Fed'in kısa vadede dinlenmeye çektiği dolar, artarda düzenli faiz artışlarıyla şahlandırılmadan, belirsizlik korunarak yapılan yönlendirmelerle en az iki yıl daha tırıs koşuya devam ettirilecek gibi duruyor.

Keyifli okumalar dileriz.

Dolar dinleniyor ama hareketi henüz bitmedi...

Geçen hafta FED toplantısı ardından Başkan Yellen'dan gelen açıklamalar piyasalarda dramatik yön değişimleriyle sonuçlandı.

Mart'tan itibaren ABD'deki ekonomik gelişmeleri artık "sabırla" bir yanda durarak izlemeyeceğinin ilanında Fed'in

ılımlı bir ton seçmesi ve Haziran ayında beklenen -sınırlı da olsa- bir faiz artırımını pas geçebileceği sinyali vermesi, son aylarda dolarda izlenen sert yükselişi duraklattı. Hisse senedi piyasaları canlanırken, ABD tahvil faizlerinde kayda değer gerilemeler oldu.

Ancak, elbette dolardaki ana eğilim değişti demek mümkün

Grafik 1. Euro/Dolar Parite (24 Mart itibarıyla son bir sene)



değil. Daha çok; doların bir dinlenme, bir konsolidasyon ve sindirme dönemine girdiği söylenebilir.

Keza, doları diğer para birimlerinden ayıran bir kaç temel faktör var.

Birincisi, ABD ekonomisinin artık sürdürülebilir olarak algılanan ve yıllarla devam edecek bir büyüme sürecine girmiş olduğunun genel kabulü. Hatta ABD ekonomisi yavaş başlayan 2015'i bile en az %3 büyüme ile kapatacak bir noktada bulunuyor. Japonya ve Almanya mesela, 2014 son çeyrekte ve hatta 2015 ilk çeyreğinde büyüme tarafında yer aldılarsa da her iki büyük ekonominin de gelecekleriyle ilgili önemli belirsizlikler devam ediyor.

Doları diğer para birimlerinden farklı yönde hareket etmeye yönelten ikinci neden de, bilindiği üzere para politikalarında farklılaşma. Ekonomik performansa bağlı olarak Japonya, Avrupa ve Çin kendi para birimlerinin değerini aşındıracak parasal genişlemeyle yollarına devam ederken, ABD merkez bankası

bir süredir parasal sıkılaştırmaya dönmüş durumda.

Çok fazla yazılmayan ancak çok önemli bir üçüncü nokta da, Fed'in dört trilyon dolara dayanan bilançosunun önümüzdeki seneden itibaren küçülmeye başlayacak olması. Keza, Fed'in daha önceki yıllarda aldığı varlıkların vadeleri dolarken yerlerine yeniden alım yapmayacak artık. Bu da zaten Fed'in faiz artırma dönemine geçişi ile el ele geliyeceğinden, orta vadede doları destekleyen önemli kaldıraç. Doların karşısında Euro ve yen için benzer bir güç kaynağı yok çünkü Avrupa Merkez Bankası (AMB) şimdiki planına göre 2016

Eylül ayına kadar bilançosunu varlık alımlarıyla genişletirken, Japon Merkez Bankası (BoJ) da genişleme yönünde devam edecek. Çin ekonomisi bu yazıya konu değil ancak son gelen veriler ekonomik büyümede istenen ivmenin henüz uzağında bir performansa işaret ettiğinden, büyümeyi körükleyici yeni desteklerin açıklanması bekleniyor o tarafta da.

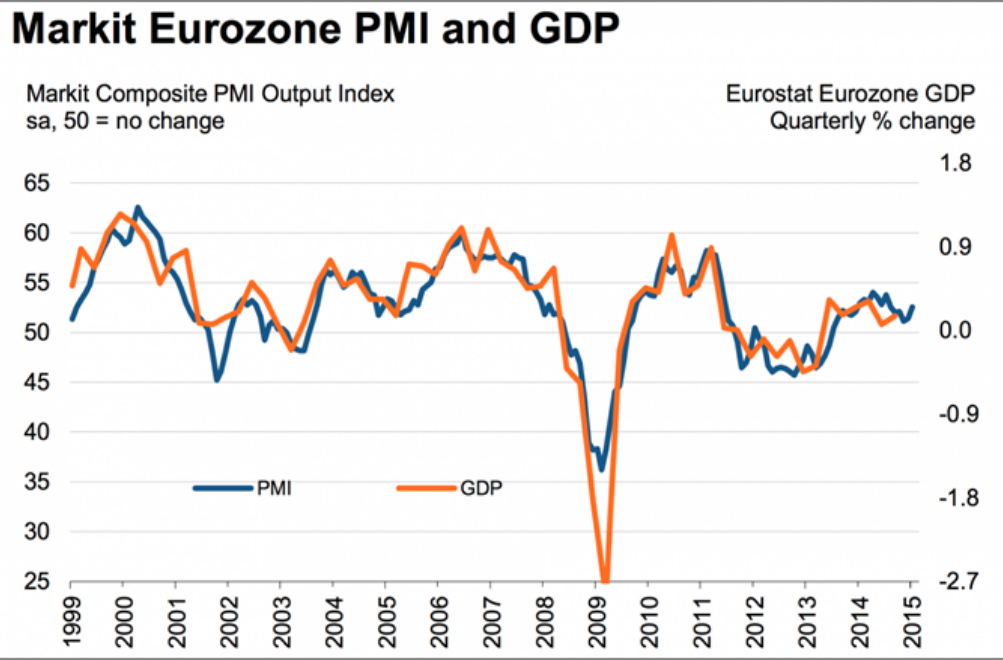
Yine de doların kısa vadede bir miktar değer kaybetmesi veya yerinde saymasını gerektirecek nedenler var. Yukarıda bahsi geçen Yellen'in "sabırlı" ifadesini kaldırmasına rağmen "güvercin" bir ton kullanmış olması en

Grafik 2. Dolar/Yen Parite (24 Mart itibarıyla son bir sene)



Kaynak: Investing.com

Grafik 3. Euro Bölgesi PMI



Kaynak: Markit

önemlisi. Ancak, Avrupa tarafından gelen ekonomik veriler de, Fed'in açıklamaları ile birleşince euronun dolara karşı dip seviyelerden yukarı dönmesi ile sonuçlandı.

Eğer geçen haftaki toplantıda Fed sabırlı ifadesini kaldırmanın yanı sıra Haziran'da faiz artış sinyali vermiş olsaydı, biz dolar Euro paritesinin 1,05'lerden 1,0'a doğru yolculuğuna tanıklık edecektik. Bunun yerine, Euro bölgesi PMI verisinden (51,9, mevsimsel olarak düzeltilmiş) bölgede imalat sanayiinde büyümenin son 10 aydaki en kuvvetli noktaya ulaşmış olduğunu görmekteyiz. Yine Euro bölgesinde hizmet sektörü

endeksi de son 46 ayın en güçlü noktasına 54,3 ile gelmiş durumda. (endeksin 50 üzerinde olması büyümeye işaret etmekte).

Buradan ortaya çıkan sonuç, Avrupa'da Euro bölgesinde ekonomik toparlanmanın ihracata yarayan zayıf euro, ithal bağımlı AB adına müjdeli haber olan düşük petrol fiyatı ve son dönemde de destek olarak gelen ve artarak devam edecek AMB parasal desteği sayesinde Mart ayında son dört yılın zirvesine ulaşmış olduğu. Almanya ve Fransa önderliğinde gelen bu hareket sonucunda 2015 ilk çeyrekte Euro bölgesi GSMH artışı %0,3 civarında olacak.

Başa dönersek, 2014 son çeyreğe göre zayıf (ancak halen kuvvetli büyümeye işaret eden ABD ekonomisi verileri), Fed'in geçen haftaki açıklamaları

Grafik 4. Dolar/TL Parite (24 Mart itibarıyla son bir sene)



Kaynak: Investing.com

sonrasında faiz artışının sonbahara kaydığı algısı ve Euro bölgesinden toparlanmaya işaret eden veriler üst üste konduğunda Euro/dolar paritesi 1,05'lerden 1,10 seviyesine yönelmiş oldu.

Biz de içerde TL/dolar'ın bu sayede 2,60 seviyesinden 2,55 seviyesine gerilemesini izledik.

Ancak, kısa vadede dolarda bir sindirme hareketi beklense de, sene sonundan önce doların yeniden güçlenmesi hala temel beklenti. Doların neden kuvvetli devam edebileceği konusunda yazının başında bahsi geçen nedenlerin yanı sıra, Euro için de belirsizlik yaratan etmenler var.

Bunlardan ilki Nisan ortasından itibaren kasası sıfırlanacak Yunanistan sorununun yarattığı dalgalanmalar. Her ne kadar Yunanistan'ın eurodan çıkması piyasalar açısından katlanılabilir risk olarak ilan edilse de başta Almanya tarafından, o noktaya doğru gidilirse bu elbette yarattığı belirsizlikler üzerinden euro için baskı oluşturacaktır. Bu belirsizliğin bir de Fed'in faiz artırdığı döneme denk gelmesi haliyle parite üzerinde dolar lehine sert hareketlerle sonuçlanır.

Grafik 5. ABD 10 Yıllık Tahvil faizi (son bir yıl)



Kaynak: Investing.com

Avrupa- Euro bölgesi için risklerden bir tanesi de Rusya ile olan belirsizliklerin yaratabileceği yeni ekonomik sorunlar. Bir başkası da, kısa vadeli avantajlara rağmen, Avrupa ölçeğinde henüz yapısal reformlar yoluyla orta ve uzun vadede verimlilik artışının desteğiyle büyümenin sürdürülebilir kılınması açısından adımların sıkça görülmüyor olduğu gerçeği. Kısaca, Euro bölgesinde toparlanma hala kırılğan görünüyor ve AMB faizleri daha uzun süre sıfır seviyesinde tutmak zorunda.

Fed'in faiz artırımını –şimdilik- Eylül ayına ertelemiş olmasının bir sonucu da doların bir miktar

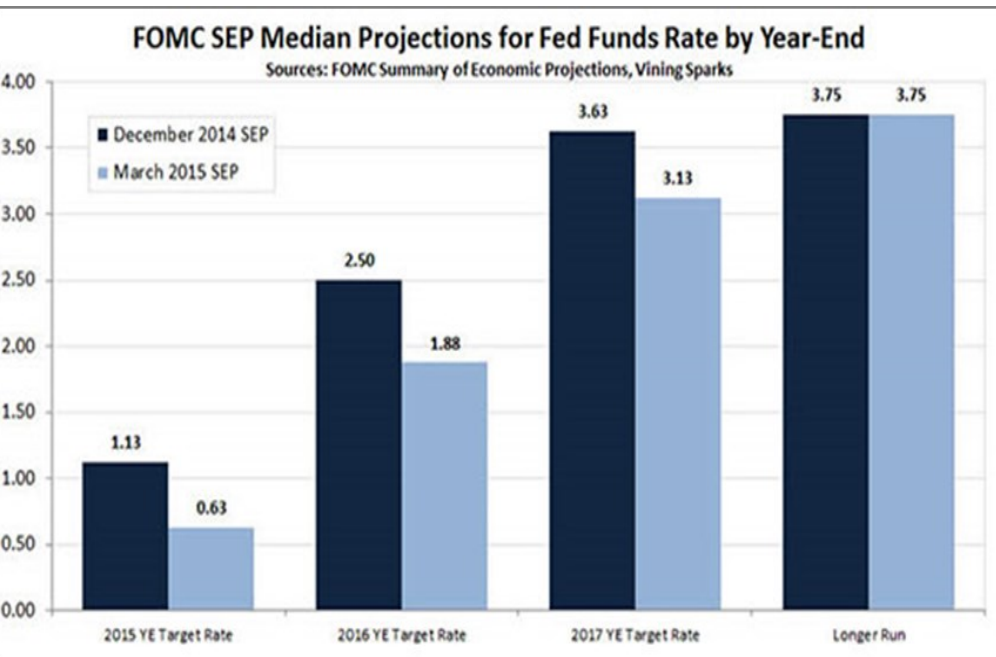
değer kaybetmesinin yanında, ABD 10 yıllık tahvil faizlerinin de %2'nin altına düşerek %1,9 seviyesine inmesi oldu. Daha % 1,8 ve belki biraz altına kadar da düşme potansiyeli var gibi görünüyor. Tahvil faizlerindeki bu hareketten anlaşılan, yatırımcıların henüz faiz artışını yakın görmedikleri ki esasta bu durum da Fed Başkanı Yellen'ın yönlendirmeleri sonucu. Eğer faiz artış beklentisi Eylül'den de öteye itelenirse, 10 yıllık ABD tahvil faizlerinin %1,5 seviyelerine düşmesi olasılıklar dahilinde.

Fed üyelerinin bu şekilde büyük bir faiz dalgalanmasıyla ekonomide yeni belirsizlikler yaratmak istemiş olmaları düşük

bir olasılık. Bu nedenle, önümüzdeki dönemde üyelerden gelecek açıklamalarla, fazla "güvercin" beklentilere yeniden "şahince" bir ayar verilmesine tanık olacağız. Bu da zaten 10 yıllık faizlerin %2 civarında, 30 yıllıkların da %2,5 civarında tutulması anlamına gelecek. Ve elbette dolardaki düzeltme hareketine de bir sınır konmuş olacak.

Üstelik çok büyük olasılıkla, 2015 ikinci çeyrek büyüme verileri ABD'de tekrar daha güçlü bir eğilime oturacak ve hızıyla Euro bölgesinden gelecek toparlanma haberlerini gölgede bırakacak. Yatırımcıların dikkati kısa bir vade içinde yeniden

Grafik 6. Fed Faiz Oranı Beklentileri



Kaynak: FOMC

FED'den gelecek faiz artışının diğer kurlar üzerinde yaratacağı etkiye dönerken, dolar yeniden ilgi çekmeye başlayacak.

Bu arada altın fiyatında da yükselişin de benzer nedenlerle sınırlı olduğunu eklemek gerek.

Sözün özü, kısa vadede Euro/dolar paritesi 1,12'lere doğru yönelecek gibi görünse de, bir altı aylık vade içinde tekrar 1,05 ve aşağılara doğru değişmesi akılcı bir beklenti olarak görünmekte. Geçen sene içinde euroya karşı %27 değer kazanan doların, geçen seneki kadar olmasa da, mevcut noktadan bir miktar daha değer kazanmaya yolu var

gibi görünüyor. Bu nedenle de orta ve uzun vadede euro, yen ve gelişen ekonomilerin para birimleri değer kaybetmeye devam ederken, dolar güçlü seyrini koruyacak gibi.

Kısaca, Yellen'in ağzından Fed'in kısa vadede dinlenmeye çektiği dolar, artarda düzenli faiz artışlarıyla şahlandırılmadan, belirsizlik korunarak yapılan yönlendirmelerle en az iki yıl daha tırıs koşuya devam ettirilecek gibi duruyor.

Buradaki en büyük risk, Fed'in faiz artışını 2016'ya ertelemesi. Zaten verilere bakarak gideceğimiz demeleri de bu riski barındırmakta. Ancak, yatırımcılar açısından bakıldığında Fed faizi futures piyasalarında ilk faiz artışını 2016'da bekleyen neredeyse yok. Ekim 2015'e yoğunlaşan ilk faiz artışı beklentilerini Ocak 2016 ikinci faiz artış adımının zamanlaması olarak izliyor.

Bunun anlamı da, Fed'den gelen yönlendirmeye dolarda son bir senedir yaşanan ve özellikle yılbaşından bu yana izlenen sert rallinin, faiz artışı gerçekleşmesi ve izleyen süreçte yumuşatılarak yola devam edileceği. Tercümesi, beklendiği gibi Fed Ekim 2015'te

ilk faiz artışını yaptığında, ardından gelecek faiz artışlarının aksak bir ritimle ilerleyeceği. Ve elbette gelen ekonomik veriler bu adımların zamanlamasını ve büyüklüğünü belirlemede temel faktör olacak.

Bu açılardan değerlendirildiğinde, TL'nin değer kaybetme hızında bir duraklamanın ardından, parite hareketlerinin yansımından öteye TL'nin değer kazanmasını gerektirecek fazla bir durum

görünmüyor. Hele ki seçim geri sayımına girmiş bir ülkede, politik sahne bu kadar toz duman içindeyken, TL'nin cazibesini koruması çok zor. Enflasyonun zaten yüksek seyretmesi ve sene sonunu %7 civarında bitirecek olması bir yana, sırf bu nedenlerle merkez bankasının Mart'tan öteye faiz indirmemesi gerekiyor.

Doların ve elbette ki TL'nin duraksama sürecinin ne kadar devam edeceğini; dolarda daha

yavaş da olsa yeniden bir rallinin ne zaman başlayacağını ve akabinde TL'nin ne zaman yeniden değer yitirme dönemine gireceğini yakalamak için özellikle bu yıl Türkiye kadar ABD, Euro bölgesi, Çin ve Japonya'dan gelecek ekonomik verilerin anlamını kavrayabilmek gerekiyor. Sonuçta kimse geleceği tahmin edemiyor ama eldeki verileri doğru şekilde değerlendirmek elbette mümkün.

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.