

Haftanın Ortası

Güncel konularla her Çarşamba

18 Mart 2015

Haftanın Ortası her Çarşamba posta kutunuzda.

PPK'nın faiz artırmama kararı ve "beklenen enflasyonun izleneceği" vurgusundan, ateşkesin sadece FED toplantısı öncesi değil, enflasyon beklentilerinde bir düzelme yaşanana kadar devam ettirileceğini anlıyoruz. Bunu anlamı da Merkez'in geçtiğimiz aylardaki hareketinin aksine faiz indirimini gündeme almayacağı. Başdanışman Cemil Ertem'in "geleneksel merkez bankacılığının iflas ettiği" ifadesi ise, seçim sonuçlarına göre bu ateşkesin geçici olabileceğini gösteriyor.

Fed'in Mart bugünden itibaren faiz artışının daha gerçekçi görünmekte olduğu sonbahar aylarına kadar, "sabırsız güvercin" bir söylem içine girmesi beklenebilir. Bunun anlamı da, faiz artışlarına kapının Mart ayı itibarıyla açıldığı ve bu sayede FOMC'nin manevra alanının genişletildiği; ancak plan yapılırken faiz artışlarında aceleci ve büyük adımlar beklenmemesi.

Klasik merkez bankacılığı adına Hindistan güzel bir örnek. Türkiye'nin gelecekte uygulaması gereken para politikasını doğru değerlendirmek adına Hindistan'daki parasal gelişmeleri yakından izlemekte fayda var.

Keyifli okumalar dileriz.

"Tatlıya bağlanınca" faiz de sabit kaldı; ama TL ne olacak?

Ocak'ta haftalık repo ihale faizini %8,25'ten %7,75'e indiren, Şubat'ta gecelik borçlanma faizini %7,5'ten %7,25'e ve haftalık repo ihale faizini %7,75'ten %7,5'e indiren merkez bankası Para Politikası Kurulu (PPK), dünkü toplantısında faizi sabit tutma kararı aldı. Bilindiği üzere Şubat ayı itibarıyla Türkiye'de TÜFE enflasyonu %7,6 seviyesinde bulunuyor.

FED'in bu sene sıkı para politikasına geçecek olması nedeniyle TL'nin değerinde zaten kalıcı bir aşınma bekleniyordu. Ancak, yılın ilk iki ayı boyunca Cumhurbaşkanı ve çevresinin merkez bankası faiz politikasına karşı giderek ağırlaşan eleştirileri, TL'nin dolar karşısında olması gerekenden daha fazla zayıflamasıyla sonuçlanmıştı.

Geçtiğimiz hafta TL/dolar'ın 2,65'i geçmesiyleyse, geç de olsa

Grafik 1. TL ve Gelişmekte olan Ülke Para Birimleri (01.11.2011=1)



sonunda taraflar bir araya geldi ve bir durum değerlendirmesi yapıldı. Sonrasında Cumhurbaşkanı Erdoğan'ın ağzından gerginliğin "tatlıya bağlandığı" açıklamasını duyduk ama elbette FED toplantısının günler öncesinde TL'de herhangi bir değer artışı da izlenmedi.

Zaten, toplantıya katılan Cumhurbaşkanlığı Başdanışmanı Cemil Ertem'in gazete açıklamalarından anlaşıldığı üzere, Başkan Başçı'nın iktisada giriş niteliğindeki 130 sayfalık uzun sunumu sonrasında dahi, taraflar toplantı öncesinde durdukları yerden bir santim dahi oynamamışlar. Buna rağmen, açıklamalardan ortaya çıkan yine de bir ateşkes anlaşmasına varmış olmaları.

Keza, anayasa değişikliği açısından iktidar için yaşamsal önemdeki 7 Haziran seçimleri öncesinde FED'in dolarda neden olduğu hareketin körüklenmesi seçmen üzerinde olumsuz etki yaratmakta.

PPK'nın faiz artırmama kararı ve "beklenen enflasyonun izleneceği" vurgusundan, ateşkesin sadece FED toplantısı öncesi değil, enflasyon

beklentilerinde bir düzelme yaşanana kadar devam ettirileceğini anlıyoruz. Bunu anlamı da önümüzdeki aylarda yaz ortasına kadar %5,5 civarına düşecek TÜFE enflasyonuna paralel Merkez'in geçtiğimiz aylardaki hareketinin aksine faiz indirimini gündeme almayacağı. Keza, sene sonunda zaten enflasyonun yeniden %7 civarına yöneleceği beklentiler arasında. Diğer taraf açısından, ateşkes icabı faiz indirimi baskısının devam ettirilmeyeceğini varsayabiliriz.

Bu çerçevede, TL/doların 2,60-2,65 arasında stabil hale gelmesi beklenmeli.

Başdanışman Cemil Ertem'in ağzından duyulan "geleneksel

merkez bankacılığının iflas ettiği" ifadesi ise, seçim sonuçlarına göre bu ateşkesin geçici olabileceğini gösteriyor.

2008'den bu yana TCMB'nin izlediği para politikasının detayları ve göğüslemek zorunda kaldığı eleştiriler, TCMB'nin geleneksel bir merkez bankası olmadığını önemli bir kanıtı. Ancak, Ertem'e göre "enflasyon hedeflemesi" 250 yıllık miktar teorisine dayanarak ortaya çıkmış ve günü açıklamaktan çok uzak bir para politikası.

Açıklamalardan hissettirilen, şayet anayasayı değiştirecek bir iktidar çoğunluğu elde edilirse, büyük olasılıkla merkez bankası kanununun da yeni Türkiye resmi içinde yeniden düzenleneceği.

Grafik 2. Dış Ticarete göre Ağırlıklandırılmış Dolar End. (Mart 1973=100)



Kaynak: StLouis Fed

Seçimden sonra bunu ve daha fazlasını bol bol tartışıyor olacağız.

Fed "sabırsız güvercin" olarak uçmaya başlayacak...

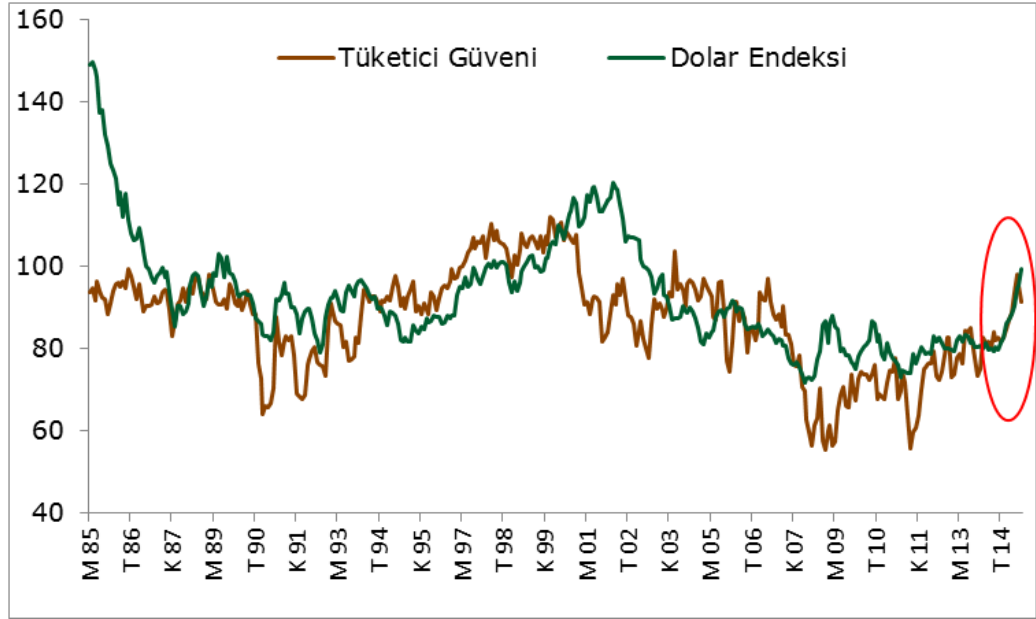
Haftalardır merkez bankasının faiz oranının olması gerektiği seviye üzerine süren bizdeki kısır döngü bir yana, dünya Fed'in "sabrının" sınırları tartışmalarıyla yatıp kalkmakta. Dolayısıyla, FED Para Politikası Kurulu FOMC'nin çok kritik

toplantısından sonra Başkan Yellen'dan gelecek açıklama bugün akşam saatlerinde dünyada para işlerine ilgisi olan herkes tarafından izlenecek.

Ms. Yellen büyük ihtimalle yapacağı açıklamaların içinden Aralık ayından bu yana piyasaları yönlendirirken ön plana çıkarılan "faiz artırmak için sabırlı bekleyiş" içinde oldukları ifadesini çıkaracak. Bu değişim, Fed'in 2008'den bu yana kriz koşullarında izlediği sıra dışı para politikasının normalleşmesinde evrim anlamına geliyor.

Ancak sabırsız ifadesinin artık kullanılmaması, Fed'in hemen faiz artıracığı anlamına gelmeyecek. Keza, toparlanma sinyalleri veriler üzerinden

Grafik 3. ABD Tüketici Güven Endeksi ve Dolar Endeksi



Kaynak: Bloomberg, Egeli & Co.

güçlenerek gelmeye devam etse de, düşük petrol fiyatları sayesinde faiz artışının temel nedeni olan enflasyonda %2'ye yönelecek bir hareketlenme izlenmiyor. Dolayısıyla, 28-29 Nisan FOMC toplantısından zaten kimse bir hareket beklemezken, basın açıklaması eşliğinde sonuçlanacak Haziran toplantısı bile FOMC açısından faiz artışı için "erken" olabilir. Hatırlanacağı üzere, Fed'in yarattığı likiditeyi sınırlandırma kararı anlamına gelen "tapering" de Eylül 2013'te beklenirken, Aralık 2013'te gelmişti.

Kısaca, Fed'in Mart ayından, faiz artışının daha gerçekçi görünmekte olduğu sonbahar aylarına kadar, "sabırsız güvercin" bir söylem içine girmesi

beklenebilir. Bunun anlamı da, faiz artışlarına kapının Mart ayı itibarıyla açıldığı ve bu sayede FOMC'nin manevra alanının genişletildiği; ancak plan yapılırken faiz artışlarında aceleci ve büyük adımlar beklenmemesi.

Hatırlanacağı üzere, petrol fiyatlarındaki sert düşüş geçen sene Haziran ayında başlamıştı. Yavaşlayan küresel büyüme ve ABD'deki kaya gazı devrimi fiyatların düşük kalmasının arkasındaki ana etmen. Bu ay sonunda İran nükleer programında ABD ile bir ön anlaşma sağlanması hali ise- ki olası görünüyor- petrol fiyatlarının bir kademe daha aşağı gitmesi ile sonuçlanacak. Yani, "kısa" vadede ABD'de enflasyon düşmeye devam edebilir.

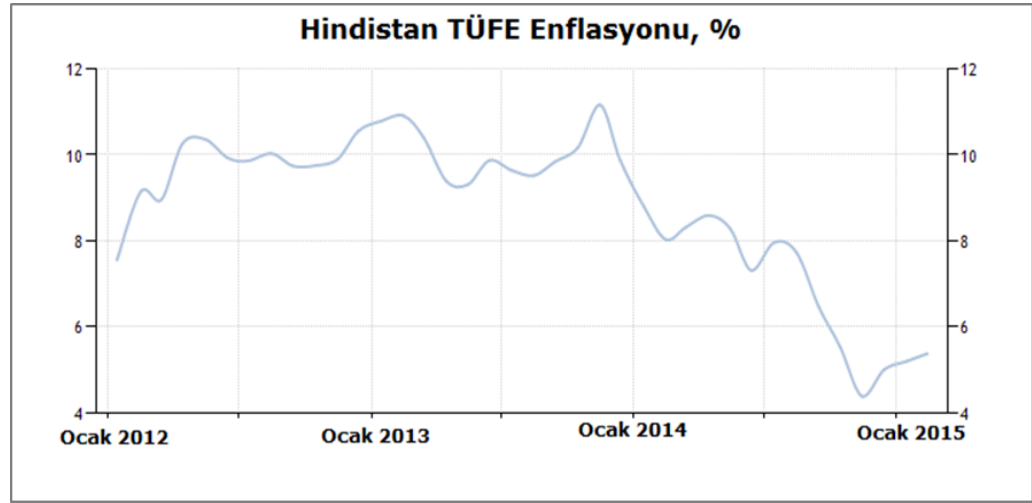
Böylece, Fed faiz artışını da Haziran yerine, sonbahar aylarına bırakabilir.

Orta vadede ise resim değişmeye başlıyor enflasyon açısından. ABD’de işgücü piyasası toparlanmaya devam ederken, düşen petrol fiyatlarının enflasyon üzerindeki devamlı olmayan etkisi tükenmiş hale gelecek. 2016 başlarından itibaren, ya da Fed’in deyimiyle orta vadede, ABD’de enflasyonun tekrar %2’ye yönelecek olması faiz artış adımlarının 2015 ortasını çok da fazla geçmeyecek şekilde atılması gereğini doğuruyor.

Peki Fed “sabırlı” ifadesini devam ettirebilir mi?

Eğer bugün FOMC “sabırlı” ifadesini kaldırmazsa- ki düşük bir olasılık- tüm bu beklenti yönetimi boşa çıkararak bir tur daha dalgalanma yaratmış olacak. Çünkü faiz artışının daha da öteleneceği mesajını alan piyasalarda belirsizlik hakim olurken, bir taraftan da dolar değer kaybetmeye ve tahviller ve borsalar değer kazanmaya başlayacaklar. FOMC Mart ayını ıskalayıp faiz artış mesajını daha sonra verdiğindeyse, bu süreç bir kez daha tepetaklak dönecek.

Grafik 4. Hindistan Enflasyon Oranı, %



Kaynak: RBI

Fed’in böyle bir hata yaparak oynaklığı küresel ölçekte bu şekilde artıracağına ihtimal vermek zor.

Diğer taraftan, doların değerinin bu kadar hızlı, bu kadar çok artması karşısında Fed’in faiz artışı zamanlamasını doların değerine göre ayarlayabileceği iddiaları var ve pek akıllıca değil.

Bir kere, zaten faiz artış beklentileri doları bu kadar yukarılara çekmiş durumda ve faiz artışı başlayınca değerlenme temposu daha sakinleyebilir.

Ayrıca, Japon ve Avrupa Merkez Bankalarının genişlemeci parasal hareketleri dolar değerinin zaten bir miktar daha artmaya mahkum olduğunun habercisi. Fed’in bu durumda

faiz artışını daha geciktirmesi, faiz artışına sadece daha güçlü bir dolar seviyesinden başlamasıyla sonuçlanır.

En önemlisi de, GSMH’sinin sadece %15’i ihracata dayanan ABD ekonomisinde güçlenen dolara paralel artan tüketici güveni büyümenin en büyük tetikçisi olduğu gerçeği. Kısaca, doların değerindeki artış büyüme yaratmaya çalışan ABD ekonomisi için bir anlamda önemli ve arzu edilen araçlardan bir tanesi.

Klasik Merkez Bankacılar geride kim kaldı?

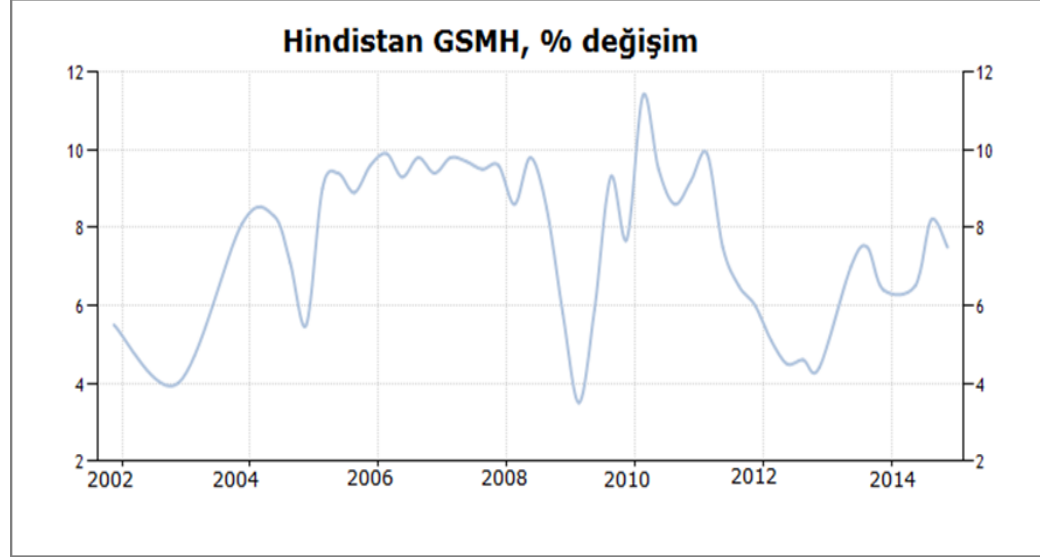
Hindistan güzel bir örnek.

Önceki on yıla göre çok daha yavaş büyümeye mahkum olan Çin’e kıyasla Hindistan, izlediği sorumlu maliye ve para

politikaları beraberinde büyüme tarafında önümüzdeki on yılda tam gaz ilerleyecek. Son on yılda (2012'ye kadar) ortalama %7,7 büyümüş Hindistan'ın; sıfır açlık hedefleyen bütçesinde verimlilik artışlarına, vergi reformuna, iş yapma kolaylığına ve altyapı yatırımlarına öncelik vermesiyle 2025'e kadar ortalama %6,4-7,7 aralığında büyümesi bekleniyor. Bu hız zaten Hindistan'ı dünyanın en hızlı büyüyen büyük ekonomileri arasında lider konuma taşıırken, ülke içinde keyfi harcama yapabilen tüketici sayısının da 2012-2025 arasında üç katına çıkmasını ve başka bir ifadeyle büyüme hızının garanti altına alınmasını sağlayacak.

Hükümetin başında daha iktidarda ilk yılını doldurmamış

Grafik 6. Hindistan Büyüme Oranı



Kaynak: RBI

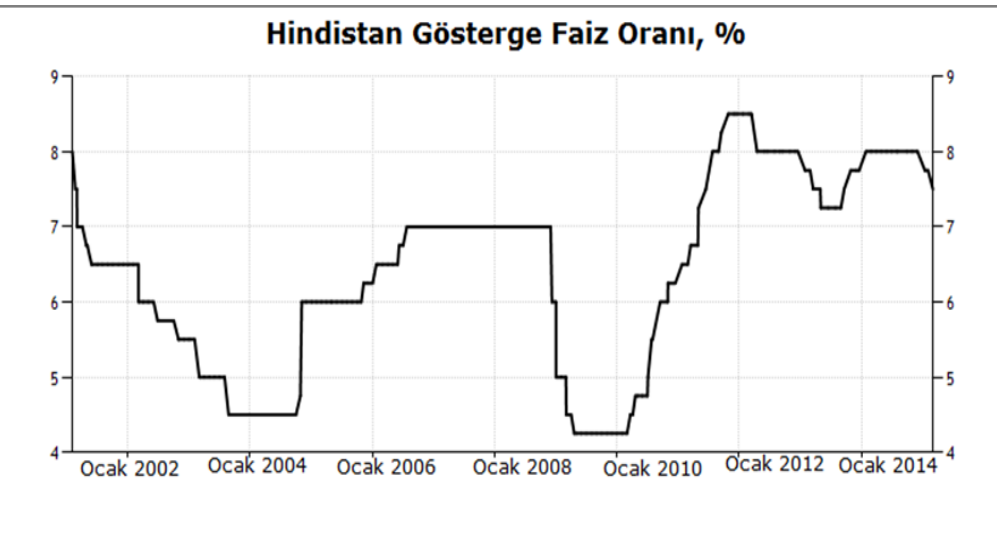
merkez-sağ BJP lideri Başbakan Modi var. Bağımsız Hindistan merkez bankasının (RBI) yönetiminde ise IMF'nin 2003-2006 dönemi baş ekonomisti ve Lagarde'ın ardından IMF Başkanı olması önerilen Rahguram Rajan bulunuyor.

Rajan tam da eski tip denilebilecek bir merkez bankası başkanı: enflasyon hedeflemesine sadık ve resmi olarak hedefleme yapma yetkisini yeni hükümetten koparmış durumda. Bağımsız olduğu kadar da güçlü kur ve disiplinli bütçeden yana.

Sonuç ise ortada: Hindistan'ın enflasyon oranı 2013'teki %11 seviyesinden geçen yıl itibarıyla (hala yüksek tanımlanan) %5'e gerilemiş durumda. Elbette petrol fiyatlarının yardımı var ancak tüm hikaye petroldeki düşüşe dayanmıyor. 2015 enflasyon hedefi %6 olan RBI, bu sene de enflasyonun %5,5 civarında kalacağını öngörmekte.

Sene başından bu yana sorumlu bir 2015-2016 bütçesine dayanıp iki hamlede toplam 50 baz puan

Grafik 5. Türkiye TÜFE Enflasyonu



Kaynak: RBI

faiz indirerek politika faizini % 7,5'e indiren Rajan, Hindistan gibi büyük ve fakir nüfusa sahip bir ekonomide sürdürülebilir büyümeye giden yolun düşük ve istikrarlı enflasyondan geçtiğinin altını defalarca çizmekte. Modi hükümeti de Rajan'a bu konuda açık çek vermiş görünüyor.

%5 enflasyon ve %7,5 politika faiziyle büyümeye ivme vermeyi başaran Hindistan ekonomisi, bütçenin de istikrarlı büyümeye

öncelik vermesiyle Morgan Stanley tarafından Türkiye'nin de dahil edildiği "kırılgan beşli" ülke ekonomileri listesinden daha bu hafta Endonezya ile beraber çıkarıldı.

Türkiye'ye dönersek, Cumhurbaşkanı başkanlığının ağızından duyduğumuz "faizleri yüksek tutarak enflasyonun kontrol altında tutulamayacağı" iddiaları ya da "merkez bankası piyasanın önünde olması"

önerileri veya "geleneksel merkez bankacılığı iflas etti" açıklamaları karşısında kafası karışanlar için Hindistan hepimiz için aydınlatıcı bir örnek. Türkiye'nin gelecekte uygulaması gereken para politikasını doğru değerlendirmek adına Hindistan'daki parasal gelişmeleri yakından izlemekte fayda var.

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.