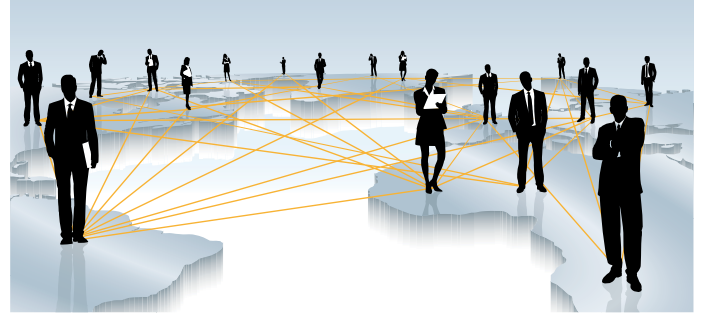


PIYASALARDA YAŞANAN GELİŞMELER

Fed'in gölgesinde seçim sevinci buruk kutlanıyor.

Mayıs 2013'ten bu yana seçim tartışmalarının ve siyasi belirsizliklerin gölgesinde kalan yurtiçi piyasalar, Kasım ayı genel seçimlerinin sonuçları ne olursa olsun en azından üçüncü bir seçim olmayacağı yönündeki beklentilerle Ekim ayı genelinde kayıplarının bir kısmını telafi etme fırsatı buldu. Türk Lirası varlıklara bu şansı tanıyan sadece seçim iyimserliği değil, aynı zamanda küresel piyasalarda güç kazanan risk iştahı oldu. Ekim ayının başlarında ABD'de açıklanan tarım dışı istihdam verisinin beklentilerin belirgin şekilde altında kalması ve Fed'in Eylül ayı ortasında yapılan toplantısında faiz artırımına başlamaya yönelik herhangi bir sinyal vermemesi, faiz artırım beklentilerinin 2016'ya ötelenmesine sebep olurken, küresel çapta borsalara yükseliş, tahvil getirilerine ise düşüş olarak yansdı.

Genel seçim sonuçları ise sürpriz bir şekilde Adalet ve Kalkınma Partisi'nin (AKP) tek parti iktidarı kurmaya yetecek oy çoğunluğuna



kavuşması ile sonuçlanırken, yeniden dikkatlerin ekonomi politikalarına odaklanabilmesine olanak sağlayacak bir zemin yaratmış oldu. Eylül ayı sonundan seçim sonrasındaki 2 Kasım arasında geçen yaklaşık bir ayda gelişmekte olan ülkelerin para birimleri ABD Doları'na karşı ortalama %2'ye yakın değer kazanırken, Türk Lirası'ndaki değer kazancı %6 civarındaydı. Aynı dönemde, 2 yıllık tahvil getirisi 170 baz puan düşerken, gelişmekte olan ülkelere kıyasla 30 baz puan daha olumlu bir performans oldu. Faizdeki ve kurdaki düşüş BIST100 Endeksi'ne %12,8 artış olarak yansırken, endeks 2 Kasım itibarıyla 83.693 puana ulaştı. MSCI endeksleri dikkate alındığında ABD Doları bazında Türkiye borsası gelişmekte olan ülkelere kıyasla aynı dönemde %15 olumlu yönde ayrıştı.

Ancak, gelişmekte olan ülkelerin Ekim ayındaki coşkulu performansı çok uzun soluklu olamadı. Fed 28 Ekim'de gerçekleştirdiği toplantıda faizi değiştirmeyen, Aralık ayının faiz artırımına başlanması için bir alternatif olabileceğine dair güçlü sinyaller verdi. Fed'in artık Çin'deki yavaşlama ve buna bağlı olarak finansal piyasalarda oluşan yüksek oynaklıkların ekonomiye dair bir tehdit oluşturmadığını düşündüğü anlaşılırken, Fed ilk defa "gelecek" toplantıda faiz artırımının bir ihtimal olduğunu yazılı metnine açık bir şekilde eklemiş oldu. Daha net olarak, Fed Başkanı Janet Yellen'in Aralık ayında faiz artırımının uygun olabileceğini belirtmesi de ilk artırımın zamanlamasına ilişkin piyasa beklentilerinin yeniden 2016'dan 2015'e doğru alınmasına sebep oldu. Bu gelişmeler öncesinde, faiz artırımı için %30'dan daha düşük ihtimal verilen Aralık ayı toplantısına ilişkin artırım





ihtimali %50'nin üzerine yükseldi. Ancak, Fed'in faiz kararını yine de ekonomik veri açıklamalarının belirleyeceğini belirtmek gerekiyor. Bu doğrultuda 6 Kasım'da ABD'de yayınlanan ve beklentilerin belirgin şekilde üzerine çıkan tarım dışı istihdam verisi sonrasında, piyasanın Aralık ayında faiz artırımının başlamasına verdiği ihtimalin giderek artması beklenebilir.

Fed'in faiz artırımına başlamasının artık net bir şekilde fiyatlanmaya başlaması piyasaları yeniden Ağustos ve Eylül aylarında yaşanan yüksek oynaklık ve riskli varlıklardan kaçış dalgasına geri götürür mü sorusuna cevap aramak gerekiyor. Böyle bir senaryonun ihtimali birkaç sebeple pek yüksek durmuyor. Öncelikle, son dönemde gelişmekte olan ülkelerde büyüme öncü göstergelerinde bir toparlanma olduğu izlenmekle kalmadı, aynı zamanda, gelişmekte olan ülkelerdeki büyümeye ilişkin problemlerin gelişmiş ülkelere sirayet etmediğine dair deliller de görüldü. Ayrıca, Çin Merkez Bankası'nın ekonomiyi desteklemek adına aldığı tedbirler önümüzdeki dönemde gelecek olan ekonomik aktivite verilerinin iyi performans gösterme ihtimalini artırdı. Makroekonomik verilerden gelen bu rahatlatıcı haberlere ek olarak, Avrupa Merkez Bankası (ECB) Aralık ayında niceliksel gevşeme tedbirlerini artırabileceğine dair net sinyaller verdi.

Yine de, Fed'in Aralık ayında faiz artırımına başlamasına kadar geçecek olan zamanda, küresel piyasalarda oynaklığın artması mümkün görünüyor. Ayrıca, Fed'in faiz artırım politikasının bir etkisi risk iştahı ve oynaklık üzerinde olabileceken, bir diğer etki ise reel faizlerde yükseliş baskısı şeklinde hissedilebilecektir. Bu ortamda, Türkiye'nin kendine özgü gelişmelere

bağlı olarak bir fark yaratma potansiyeli taşıdığını düşünüyoruz. Tarihsel olarak bakıldığında, ABD 10 yıllık tahvil getirilerinin Türkiye'nin benzer vadedeki tahvil faizinin ortalama 650 baz puan üzerinde seyrettiği görülürken, son dönemde bu makasın 730 baz puan civarında olduğu izlenmektedir. Bir diğer değişle, bu makasın Türkiye lehine gelişme ve faizlerde ilave düşüşe yol açma ihtimali olduğu söylenebilir. Bu makasın risk primine ve enflasyon beklentilerine bağlı olarak şekillendiği dikkate alındığında önümüzdeki dönemde iki konuya odaklanmak gerektiği de ortaya çıkmaktadır. Birincisi, AKP iktidarının yeni ekonomi yönetimini nasıl şekillendireceği ve reformları hızlandırıp hızlandırmayacağı konusu olacaktır. İkincisi ise, Merkez Bankası politikaları ve kur gelişmeleri paralelinde enflasyon beklentilerinin düşüp düşmeyeceğidir. 5 yıl vadede piyasanın %7 civarında bir enflasyon beklentisini fiyatladığını ve bunun uygun politikalarla %6'ya doğru geriletilmesinin mümkün olduğunu hatırlatalım.

Sonuç olarak, önümüzdeki döneme bakıldığında Aralık ayı oldukça kritik bir hal almıştır. Zira Fed'in faiz artırımına gitmesi, ECB'nin niceliksel gevşeme hamlesi yapması ve nihai olarak da yurtdışında Fed'e paralel bir faiz artırımı olması mümkün görünmektedir. Ekim ayındaki olumlu performansa rağmen, Türk Lirası varlıklarının yılbaşından bu yana bakıldığında benzerlerine kıyasla geride kaldığı izlenmektedir. Ayrıca, Ekim



ayındaki tahvil ve hisse senedi piyasalarında yılbaşından bu yana toplamda 2,5 milyar dolar yabancı fon çıkışı olduğu hesaplanmaktadır. Bu tespitler, önümüzdeki dönemde yurtiçi piyasaların lehine gelişebilecek bir potansiyel yaratmaktadır. Ancak, bunun gerçekleşebilmesinin Fed'in faiz artırımına bir an önce başlayarak belirsizliklerin azalmasına katkıda bulunmasına ve yurtiçinde

kurulacak yeni hükümetteki ekonomi yönetiminin basiretli politikalar uygulamasına bağlı olduğunu düşünüyoruz. Bu doğrultuda, bizim tahminimiz, Aralık ayına kadar yurtiçi piyasalarda oluşabilecek kayıpların, Aralık ve sonrası için yerini yükselişe bırakmasının daha kuvvetli ihtimal olduğu yönündedir.