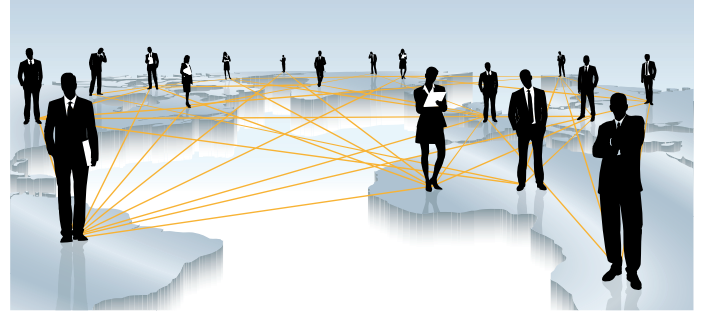


PIYASALARDA YAŞANAN GELİŞMELER

Yellen'in faiz artırımlarından geri adım atması piyasalara doping oldu.

Ocak-Şubat döneminde borsa endeksleri gelişmiş ülkelerde 2013 yılından beri ve gelişmekte olan ülkelerde 2009 yılından beri en düşük seviyelerine geriledikten sonra, Mart ayı itibarıyla dipten sırasıyla %12 ve %22 toparlandılar. Bu toparlanma süresince, VIX ve MOVE küresel oynaklık göstergeleri 2015 yılında görülen en düşük seviyelerine doğru gerilerken, gelişmekte olan ülkelerin Eurobond faizlerine yansıyan risk primi yaklaşık 40 baz puan iyileşti. Risk iştahındaki toparlanmanın tipik yansımaları olan bu piyasa gelişmelerine, gelişmekte olan ülke kurlarındaki %8 değer kazancı ve yerel para birimi cinsinden tahvil faizlerindeki ortalama 40 baz puan düşüş eşlik etti. Ocak-Şubat aylarında küresel varlık fiyatlamalarında belirleyici olan Çin para birimi Yuan'a ve petrol fiyatına ilişkin gelişmeler Mart ayındaki toparlanmanın kaynağına ilişkin önemli ipuçları içeriyordu. Yıla ABD doları karşısında %1,6 değer kaybı ile başlayan Çin para birimi Yuan'ın en zayıf noktasından itibaren %2,2 toparlanması ve petrol



fiyatlarının Ocak-Şubat aylarında gördüğü dip seviyesi olan 28 dolardan Mart ayında 42 dolara kadar yükselmesi küresel finans piyasalarındaki değer kazançlarını açıklıyordu.

Çin para biriminin ve petrol fiyatlarının yükselişi ise gelişmiş ülkelerin para politikalarının koordineli bir şekilde ekonomiyi destekleyici yönde revize edilmesinden destek buldu. Ayrıca, bu koordineli aksiyonların tamamlayıcı bir unsuru olarak, Çin'de ekonomi yönetimi Şubat ayında yapılan G20 toplantılarından bu yana büyümeyi desteklemek için sert devalüasyona başvurmaya devam etti. Petrol fiyatlarındaki toparlanmada petrol üreticisi ülkelerin üretim miktarını daha fazla artırmayacakları yönündeki haber akışı da etkili oldu.

Para politikalarına bakıldığında, Avrupa Merkez Bankası(ECB), Fed ve Japonya Merkez Bankası'nın (BoJ) üçünün de aynı anda ekonomiyi destekleyici yönde para politikası duruşlarını değiştiriyor olmaları yatırımcılar nezdinde piyasaya duyulan güvenin tazelenmesini sağladı. Fed Mart ayında beklediği gibi faizi değiştirmede, ancak öngördüğü faiz artırım patikasından geri adım atmak zorunda kaldı. Daha önceden büyüme ve enflasyondaki toparlanmanın 2016 yılında dört tane faiz artırımına izin vereceğini düşünen Fed son toplantısında iki faiz artırımına işaret ederken, Fed Başkanı Yellen'in yaptığı değerlendirmeler yeni projeksiyonlar konusunda dahi Fed'in emin olmadığını gösterdi. Yellen, çekirdek enflasyonun %1,7 ile sene sonu tahminlerini şimdiden aşmış olmasını faiz artırım gerekçesi olarak görmediklerini belirterek, enflasyondaki





İmlemenin kalıcı olmayabileceğinin sinyalini verdi. Piyasadaki fiyatlamalar Fed'den bu yıl içinde en erken Eylül ayında olmak üzere bir tane faiz artırımını beklediğini göstermektedir. Daha önceden piyasa beklentisi iki faiz artırımını olarak şekilleniyordu. 10 yıllık ABD tahvil faizlerinin %1,8 ile oldukça düşük seviyelerde işlem görmesine yol açan bu gelişmeler, aynı zamanda sene sonu için önceden %3 civarında olan ABD 10 yıllık tahvil faizi beklentilerinin %2-2,5 bandına gerilemesine yol açtı.

ECB ise -%0,3 olan depo faizini -%0,4'e indirmekle kalmadı, varlık alım programının hem miktarını hem içeriğini genişletti ve bankalara kredi portföyleri için kullanılmak üzere negatif faizle uzun vadeli finansman sağlayacağını duyurdu. Her ne kadar, ECB Başkanı Draghi, faiz indirimlerinde sona gelindiğine dair mesajlar verse de, piyasa beklentilerini fazlasıyla karşılayan Mart ayı kararları iyimser piyasa koşullarını destekledi. Hatırlanacağı üzere, Ocak ayı sonunda BoJ da negatif faiz uygulamasını başlatmış ve faiz indirimleri kanalıyla ekonomiye verebilecekleri desteğin genişletilebileceğinin sinyalini vermişti.

ECB ve BoJ'un 2016 yılı içerisinde gevşeme hamleleri yapabileceği bekleniyordu, ancak Fed'in bu denli güçlü ve hızlı bir şekilde faiz artırım sürecini yavaşlatması beklenmiyordu. Dolayısıyla, küresel risk iştahını destekleyen ve piyasa dinamiklerini kökten değiştiren asıl unsur Fed oldu. Fed Başkanı, şirketlerin borçlanma faizlerinde risk primi kaynaklı yükseliş ve borsa endekslerindeki düşüş başta olmak üzere, finansal koşullardaki sıkışmanın büyüme görünümünü tehdit ettiğini ve bunu dengelemek için de daha gevşek bir para

politikası tasarlanması gerektiğini açıkladı. Risk primindeki yükselişin kaynağını ise Fed, ABD ekonomisine değil, Çin ve petrol fiyatları kaynaklı gelişmelere bağlayarak, küresel ekonominin ve piyasaların Fed'in kararlarında belirleyici rolü olacağını göstermiş oldu.

Fazlasıyla piyasa dostu olan bu kararlar, gelişmekte olan ülkelerde değerlemelerin cazip ve pozisyonlanmaların hafif olduğu bir döneme denk gelince, portföy girişlerinin de belirgin şekilde toparlandığı izlendi. Gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy akımları Haziran 2014'ten bu yana en güçlü aylık performansını gösterirken, yurtiçinde hisse ve tahvil piyasalarında yabancı fon girişleri sene başından bu yana 2,8 milyar dolara ulaştı. Ancak, küresel olarak kârlılıkların düşüş eğiliminde olması ve verimlilik kayıpları gibi yapısal sorunlar, sermaye akımlarının gücünü koruyup koruyamayacağı konusundaki şüpheleri de beraberinde getirdi. Her ne kadar Fed faiz artırımlarında aceleci olunmayacağını belirtse de, ilerleyen aylarda iki faiz artırımını ihtimali de masadan hâlâ kalkmadı.

Yurtiçinde BIST100 Endeksi Mart ayı itibarıyla Ocak ayında gördüğü dip seviyesinden %20 yükselirken, döviz sepeti karşısında TL'deki toparlanma %2,7 oldu ve tahvil faizlerinin bu yıl gördüğü zirve seviyesinden düşüşü 130 baz puan civarına ulaştı. Enflasyonun beklenenden hızlı bir şekilde yılbaşından bu yana 2,1 puan gerileyerek %7,5'e inmesi, yurtiçi belirsizliklere



ve zayıflayan sermaye girişlerine rağmen 2015'te %4 gibi görece yüksek bir büyüme performansı elde edilmesi ve mali disipline sahip çıkılıyor olması yurtiçi piyasalarda iyileşme için daha alan olduğunu düşündürmektedir. Faiz tarafına bakıldığında, sene sonu enflasyon beklentilerinin şimdiden %8'in üzerinden %7,5-8 bandına revize edilmeye başlanması destekleyici olmaktadır ve tahvil faizlerinde düşüşün devam etme potansiyeli olduğunu yansıtmaktadır. Bu potansiyel, Merkez Bankası'nın Nisan ayında 25-50 baz puan kadar daha faiz indirimine gitme ihtimali ve enflasyonun Nisan'da %7'ye doğru gerileme ihtimali ile de perçinlenmektedir. Faizin düştüğü dönemlerde diğer gelişmekte olan ülkelerden olumlu yönde ayrıışan hisse senedi piyasasının, gelişmekte olan ülke ortalamalarına kıyasla tarihsel iskontosundan daha ucuz değerlemelerle işlem görmesi de yükseliş için alan olduğunu yansıtmaktadır.

Piyasalardaki olumlu performansın devamı için küresel şartlar elverişli olmakla birlikte, yurtiçinde Merkez Bankası Başkanı'nın Nisan ayında tamamlanması beklenen atanma sürecinin pürüzsüz bir şekilde atlatılması ve sonrasında 26 Nisan'da yayınlanacak olan Enflasyon Raporu'nda yeni küresel konjonktür çerçevesinde belirlenecek olan para politikası stratejisinin netleşmesi olumlu performansın Nisan ayında korunması için önemli olacaktır. Bu yılsonunda iki yıllık tahvil faizinin ve ABD doları/TL kurunun sırasıyla %10,5 ve 3,15 seviyelerindeki beklentimizden daha olumlu gerçekleşme ihtimali artmıştır. 8 Nisan'da ise Moody's'in Türkiye'nin yatırım yapılabilir kategoride olan notuna ilişkin negatif görünümü durağan olarak revize ettiği bir senaryo piyasaya pozitif bir sürpriz olacaktır, ancak bizim tahminimiz herhangi bir değişiklik olmayacağı yönündedir.