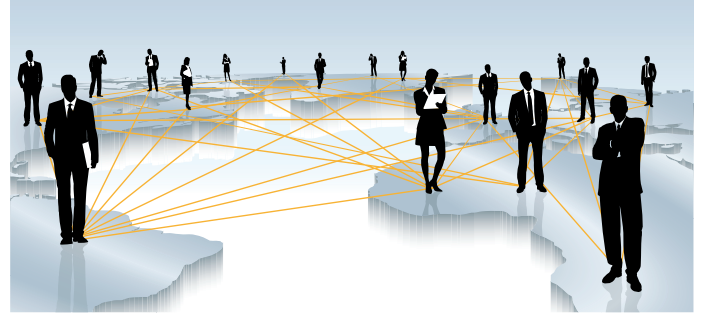


PIYASALARDA YAŞANAN GELİŞMELER

Getiri arayışı ve likiditeden gelen cesaretle para gelişmekte olan ülkelere aktı.

Uluslararası Finans Enstitüsü (International Institute of Finance, IIF) verilerine göre Temmuz 2015-Şubat 2016 arasında gelişmekte olan ülkelere portföy yatırımı kanalı ile yabancı sermaye çıkışları 88 milyar dolara ulaşmıştı. Çin ekonomisinin sert bir şekilde yavaşlamasını engellemek için para biriminde ani değer kayıplarının bir politika tercihi olmasından endişe edilmiş, ABD'nin Aralık 2015'teki faiz artırımına yaklaşıldıkça Çin para birimi başta olmak üzere tüm gelişmekte olan ülke para birimleri belirgin bir değer kaybı süreci yaşamışlardı. Bu tema, Türkiye gibi dış finansman ihtiyacı ve döviz cinsinden yükümlülükleri fazla olan ülkeleri özellikle kötü etkilemişti. Bu yılın Şubat ayında G20 toplantısında, gelişmiş ülke merkez bankalarının para politikası duruşlarını eş zamanlı olarak daha gevşek bir şekilde revize etmeleri ise tam anlamıyla bir U dönüşünü tetikleyerek, gelişmekte olan ülkelere portföy yatırımları kanalı ile Mart ve Nisan aylarında toplam 63 milyar dolara ulaşan hızlı bir yabancı sermaye



girişini başlattı.

Ocak-Şubat aylarında finansal piyasalarda oluşan oynaklıkları ekonomileri için ciddi tehdit olarak gören gelişmiş ülke merkez bankaları para politikası araçlarını kullanmakta gecikmediler. Japonya Merkez Bankası (BoJ) negatif faiz uygulamasına geçerken, Avrupa Merkez Bankası (ECB) elindeki tüm araçları ekonomiyi desteklemek adına devreye soktu. Ancak, küresel piyasaların asıl belirleyicisi olan Fed faiz artırım hızını yavaşlatmasaydı ve bu yıl için dört yerine iki faiz artırımını yapma eğiliminde olduğunu söylemeseydi, risk iştahında bu denli güçlü bir toparlanma görülemeyebilirdi. Nisan ayına gelindiğinde, bu üç merkez bankası mevcut duruşlarını korumanın ötesinde bir adım atmadılar. Japonya ve Euro Bölgesi'nde Mart ayında alınan faiz indirimi ve diğer tedbirlerin etkilerinin anlaşılabilmesi için zamana ihtiyaç olduğu anlaşıldı. Ancak, ekonomik aktiviteye yönelik veri akışının zayıf seyretmesi kısa vadede para politikalarının ekonomiyi desteklemekten vazgeçemeyeceğini düşündürdü. ABD'de sene sonundan önce faiz artırımını fiyatlamayan piyasalar, ECB'den ve BoJ'dan bu yıl içerisinde faiz indirimi ya da likidite tedbirleri (hatta Japonya'da mali tedbirler) gelmesini bekliyor.

Küresel risk iştahının ve likiditenin artması, gelişmiş ülkelere faizlerin düşük seyretmesine (Nisan ayı ortalamasında ABD, Euro Bölgesi ve Japonya devlet tahvili faizleri sırasıyla %1,8, %0,2 ve -%0,1 idi) sebep olurken, bunun uzun soluklu bir süreç olma ihtimali kuvvetlendikçe, yabancı yatırımcının yüksek getiri arayışı ile riskli varlıklara yönelmesi için uygun bir zemin





hazırladı. Geçtiğimiz yıl dolar bazında %17 değer kaybeden ve para birimleri ortalamada %16 zayıflayan gelişmekte olan ülkelerde geline cazip piyasa değerlemeleri de ilgiyi besledi. Ayrıca Çin'in mali ve para politikası tedbirleri ile ekonomik yavaşlamayı yumuşak bir şekilde gerçekleştireceği konusunda yatırımcıların güvenini kazanması ve kısa bir süre önce 30 doların altındaki seviyesi ile küresel büyümeyi tehdit etmesinden endişe edilen petrol fiyatlarının yeniden 40 doların üzerine yükselmesi de küresel risk iştahına destek olan gelişmeler arasındaydı.

Bu yılbaşından beri eksik olan ise küresel piyasalardaki değer kazançlarının vardığı seviyelerin temel göstergelerle meşrulaştırılmasını sağlayacak derecede güçlü bir büyüme görünümü oluşamamasıydı. ABD'de yılın ilk çeyreğindeki yavaşlama, tahmin edilenden daha sert gerçekleşirken, Japonya'da büyümenin eksi bölgede kaldığı tahmin edildi. Euro Bölgesi'nde ise IMF'nin 2016 küresel büyüme tahminini %3,4'ten %3,2'ye revize etmesi sürpriz olmadı. Olumlu bir gelişme ise, Çin ekonomisinde %6,9'luk büyümenin birinci çeyrekte %6,7'ye doğru yavaşlamasının çok sınırlı kalmasıydı. Nisan ayına ilişkin ilk öncü göstergeler de arzu edilen toparlanmanın ikinci çeyreğin başı itibarıyla henüz görülmediğini yansıttı. Önümüzdeki dönemde, piyasalardaki olumlu havanın sürdürülebilmesi için küresel büyümeye ilişkin veri akışının önemli olacağını düşünüyoruz.

Yurtiçi piyasalara bakıldığında, tahvil ve hisse senedi getirilerinde Ocak-Nisan döneminde diğer ülkelerden çok daha olumlu bir performans vardı. BIST100 Endeksi Nisan'da %2,5 ve ilk dört ayda %19 yükselirken, tahvil faizlerinde

aynı dönemlerde sırasıyla 70 baz puan ve 150 baz puan düşüş oldu. Dış finansman ihtiyacının görece yüksek olmasının da etkisiyle, Türkiye piyasalarının iniş ve çıkışlarında dalga boyunun diğer ülkelerden biraz daha belirgin olduğu dikkate alındığında bu yıl kaydedilen üstün performans da şaşırtıcı değildi. Ancak, Türkiye'nin makroekonomik göstergelerinde son dönemde yaşanan iyileşmenin de piyasaların ivme kazancında payı olduğu görülmektedir.

Yurtiçindeki belirsizliklere ve bazı önemli ihracat pazarlarındaki ekonomik bunalıma rağmen, Türkiye ekonomisi 2015 yılının tamamında %4'lük büyüme elde etmeyi başarmış, büyüme 2011'den beri ilk defa gelişmekte olan ülkeler grubunun altında kalmamıştır. 2015'in son çeyreğinde elde edilen %5,7'lik büyüme ise 2011'den beri görülmemiş bir hızdır. 2016'ya dair ilk sinyaller, büyümenin gücünü büyük ölçüde koruduğunu düşündürmüştür. Bir yandan, büyüyen, bir yandan petrol fiyatlarının düşük seviyeleri sayesinde cari açığındaki düşüşe hızla devam eden ekonomi, enflasyon tarafında da beklenmedik bir düşüş kaydetmiştir. Ocak ayında %9,6 olan enflasyon Nisan ayı itibarıyla %6,6'ya inmiştir. Bu görünüm, küresel piyasalardaki oynaklığın azalması ve hızlanan sermaye girişleri ile birleştiğinde Merkez Bankası'na Mart-Nisan döneminde faiz koridorunun üst bandında 75 baz puanlık faiz indirimi için alan tanımıştır. Merkez Bankası Başkanının atama sürecinin gecikme



olmaksızın sonuçlanması da ekonomi alanındaki belirsizlikleri azaltmış, risk primini düşürmüş ve piyasa performansına katkı sunmuştur. Tahvil ve hisse senedi piyasalarına Nisan ayında 1,6 milyar dolar ve Ocak-Nisan döneminde 4,5 milyar dolar yabancı sermaye girişi gözlenmiş, 2015 yılında ülkeden çıkan portföy yatırımlarının önemli bir kısmı geri dönmüştür.

Enflasyondaki düşüşün çok büyük bir kısmının gıda fiyatlarındaki düşüşten kaynaklanmış olması, düşüşün kalıcılığı hakkında soru işareti yaratmaktadır. Bizim beklentimiz Nisan ayı itibarıyla %9,4 seviyesinde olan çekirdek enflasyonun sene sonunda %7,5 seviyelerine kadar gerilemesi sayesinde, gıda enflasyonunda gelecek aylarda yaşanacak muhtemel yükselişin bir miktar telafi edilebileceği yönündedir. Ancak yine de enflasyonda dip seviyesinin görüldüğünü ve sene sonunda enflasyonun %7,9'a doğru yükselebileceğini düşünüyoruz. Merkez Bankası da benzer bir senaryo ile sene sonu için %7,5 enflasyon öngörmüş, ancak bu durum ilave faiz indirimleri gelebileceği mesajı vermesini engellemiştir. Merkez Bankası piyasa koşulları elverdikçe faiz koridorunu daraltmayı ve daha

sade bir para politikasına geçmeyi hedeflemekte, bankalara verilen likiditenin ortalama maliyetinde ise daha kısıtlı bir düşüşe izin verecek şekilde duruşunu sıkı olarak belirlemektedir. Mayıs-Haziran aylarında faiz indirimi olabileceği beklentisi oluşmuş olsa da, piyasa koşullarının desteklemediği özellikle Türk lirasında değer kaybı olduğu durumda indirimde ara verilme ihtimali az değildir.

Mayıs ayının ilk günlerinde küresel risk iştahının azaldığı ve bu durumun aşılması için ya gelişmiş ülkelerden ilave para politikası adımları gelmesi ya da ekonomik veri akışının büyümede hızlanmaya işaret etmesi gerektiğini düşünüyoruz. Yurtiçinde ise Mayıs ayında piyasanın odağına yeni hükümetin kuruluşu ve bunun etrafındaki siyasi gelişmeler yerleşebilir. İngiltere'nin Avrupa Birliği'nde kalma veya Birlik'ten çıkma kararını vermek üzere Haziran ayında gerçekleştireceği referanduma yaklaştıkça, piyasaların temkinli havasını sürdürdüğünü görebiliriz. Ancak, Fed'in sene sonundan önce faiz artırımına gitmediği bir senaryoda yılın genelinde piyasalar için ılımlı bir görüşümüz bulunmaktadır.