

Hazırlayan:
Prof. Dr. Kerem Alkin
Türkiye İMSAD Ekonomi Danışmanı

Küresel boyutta, piyasaların siyasi gelişmelere ve sıcak çatışmalara giderek 'daha duyarsız' kalması, orta vadede yeni risklerin habercisi olabilir. Bununla birlikte, Türkiye'nin 'sakin' görüntüsünün sebep olduğu 'cazibeyi' iyi yönetir isek, cari açığı tekrar risk olmaktan çıkarırız.

- Son 10 gündür, eşime 9 ay önce hazırladığım 25. Evlilik Yıldönümümüz sürprizi için İtalya'daydık. Napoli'den başlayıp, Milano'da biten ve bir hayli tren ve karayolu yolculuğu gerçekleştirdiğimiz bu seyahatte, İtalya'nın, son küresel krizden nasibini alması boyutunda, geleneksel tatil beldelerinde eski neşeyi kaybettiğini, o yörenin insanları ile yaptığımız sohbetlerde tespit ettik. Napoli'nin, Floransa ve Milano ile karşılaştırıldığında, fakir görüntüsü, daha bir fakirleşmiş gibiydi. Genel anlamda, bir kaç yıl öncesinin ekonomik canlılığı aranıyor. **Bu nedenle, herkes Gazze'de yaşanan insanlık vahşetini, insanlık dramını, Ukrayna'da düşen Malezya uçağında yaşamını yitiren onca masum insanı ve her gün yenisine şahit olduğumuz, insanın içini dağılayan trajedilere bir yandan üzülürken, tepkisini içine saklayıp, işine asılmış gözüküyor.**
- Aynı tablo piyasalarda da kendisini hissettirmekte. 2008 yılının son çeyreğinden itibaren, önde gelen ekonomilerin finans piyasalarını vuran ve gelişmekte olan ekonomilere kısmen bulaşıcılık etkisi görülen son küresel kriz, finans sektörü ve reel sektörde o kadar çok iş kaybına ve iflase, o kadar sermaye erimesine sebep olmuş durumda ki, dünyanın en medeni ülkelerinde bile, piyasalardaki hareketlenmenin sebep olduğu atmosferin bozulmasından adeta korkulan, bu nedenle 'medeniyet'le uyumluluğu bozulmuş bir 'duyarsızlık' gözlenmekte. **Normal şartlarda, son 10 güne sığan gelişmelerin piyasalar üzerinde hayli olumsuz etkisi olması beklenebilecekken, piyasaların tüm bu terörize gelişmelere inat, yükseldikleri dahi görülmekte. İnsanlığın 'minimum' ölçütlerinin ekonomik kayıpların telafisine yönelik beklentilerle ihmal ediliyor**

görüntüsü vermesi, dünyanın önde gelen merkez bankalarının piyasaları 'vurması' öncesinde, bir 'pişkinlik' olarak da adlandırılabilir ve 'orta vade' için bir risk görüntüsü içeriyor.

- Nitekim, İngiltere Ulusal İstatistik Ofisi'nce 16 Temmuz'da açıklanan işsizlik oranı, Mayıs ayı itibarıyla 3 ay içinde yüzde 6.5 seviyesine gerileyerek, 2008 yılının dördüncü çeyreğinden bu yana en düşük seviyeye indi. Nisan 2008'de sona eren dönemde işsizlik oranı yüzde 6.6 seviyesindeydi. İstihdam 254.000 artış göstererek ve 30.6 milyona çıkarak, 1971 yılından bu yanaki rekor seviyeye ulaştı. İşsizlik maaşı başvuruları ise, Mayıs'tan sonra, Haziran ayında da, ekonomistlerin tahminlerini aşarak, 36 bin 300 kişi düşüş gösterdi. Tam bir hafta sonra, 23 Temmuz'da İngiltere Merkez Bankası'nın 1 Temmuz'da göreve başlamış olan yeni patronu, Kanada kökenli ve finans çevrelerinde sert üslubu ile bilinen, BoE Başkanı Mark Carney, artık faiz oranlarının kademeli olarak artacağı döneme girdiklerini; bununla birlikte, toparlanan büyüme ve istihdama zarar vermemek için ihtiyatlı olacaklarını da vurguladı.
- **Bu noktada, küresel sistemdeki algının, piyasa profesyonelleri ve önde gelen uluslararası finans kurumlarının karar vericilerinin, küresel yatırımcıların şu iki noktaya yoğunlaştıkları anlaşılmakta: Birincisi, son 10 güne damgasını vuran insanlık trajedisine rağmen, Başkan Obama'nın eleştirilen dış politikasına rağmen, artık dünyanın jandarmalığını yapmaya eskisi kadar meraklı olmayan ve askeri seçenekten eskisine oranla daha hızlı kaçınıyor gözükken bir ABD gerçeği var.** Bu nedenle, küresel finans sisteminin tüm oyuncuları, Orta Doğu ve Ukrayna'da artan tansiyonun, ABD'nin bir askeri girişimi ile, kısa vadede, küresel piyasaları ve uluslararası ticareti ciddi ölçüde değiştirebilecek bir risk görmüyorlar. **'Arap Baharı'nın sonuçları, Suriye'de Beşar Esad'ın yerinde kalması ve Irak'taki kaos, artık büyük devletlerin de içinden çıkamayacakları bir hale işlerin büründüğünü göstermekte. ABD tutumunu sertleştirmeden ve ani bir askeri operasyon yapmadan piyasaların tutumu değişmeyecek.**
- **İkincisi**; son küresel kriz sürecinde ve takip eden dönemde, dünyanın önde gelen finans kurumlarının karıştığı ortaya çıkan finans skandallarının ardı arkası kesilmiyor ve kesilen cezalar, kurumların neredeyse bir yıllık karını götürmekte. Bu nedenle, küresel finans sistemi, geçmişteki rezilliklere sünger çekerek, önde gelen merkez bankalarının parasal genişleme süreci, faiz artırımları ve sıkılaştırma tedbirlerinin devreye girmesi ile hangi gün bitecek

ise, o günü etkisini artırarak sürdüren aşırı küresel ve ucuz paranın katkısı ile, yatırım araçlarının değer kazanmaya devam etmesini ve karlılıklarını daha da arttırmayı hedeflemekteler. **Bu nedenle, piyasalar, Ukrayna-Rusya gerginliğinin ve Orta Doğu'nun, artık dünya siyaseti ve ekonomisini etkilemeyecek olaylar olarak kalacağı değerlendirilmesi yapıyorlar ve büyük küresel güçler devreye girene kadar, 'aşırı paranın küreselleşmesinden' nemalanmayı tercih etmekteler. Yani, bir ABD-Rus çatışması, Çin-Japonya çatışması ve Euro Bölgesi'nin dağılması ancak etkili olabilir diye düşünüyorlar. Ben bu tutumu hayli 'risk' ölçütlerinde iyimser buluyorum.**

- Nitekim, küresel piyasalarca büyük bir dikkatle takip edilmek olan ve piyasadaki yatırım ve risk iştahının bir göstergesi olarak kabul edilen Volatilite Endeksi (VIX) normal koşullar içerisinde, 16-22 puan arasında hareket ettiğine şahit olduğumuz, endeks 13 puanın altına zorluyor ise, yatırım ve risk iştahının aşırı köpürdüğü, 20 puanı aşacakmış gibi gözüktüğünde ise, piyasadaki yatırım ve risk iştahının zayıfladığına işaret eden bir endeks özelliği göstermekteydi. Nitekim, son 1 yıl içerisinde, VIX ne zaman 13-12 puan bandını zorlamış ise, oradan gelen kar amaçlı satışlarla, borsa endekslerinde bir düzeltme yaşandığına şahit oluyoruz. **Ancak, bu defa, bu yılın nisan ayı ortasından bu yana, yukarıdaki paragraflarda vurguladığımız 'piyasa atmosferi' veya 'piyasa psikolojisi' içerisinde, 13-12 puan bandını gördükten sonra dönmeyen, 10,28 puan ile, belki de tüm zamanların en düşük düzeyini test etmiş, son 52 hafta içerisinde 21,48 puan ile 10,28 puan arasında değer görmüş, son 10 günde, bunca insanlık trajedisi yaşanmış olmasına rağmen, gün içerisinde 15,38 puanı görmesine rağmen, yeni haftaya 13,62'den başlayıp, 11,84-11,52 aralığında işlem gören bir VIX Endeksi gerçeği ile karşı karşıyayız.**
- Yukarıda özetlemeye çalıştığım piyasa atmosferi, Türkiye'nin kendi yerel piyasalarını etkilemiş durumda. Malezya uçağının düşürülmesinin dolaylı veya doğrudan Rusya ile bağlantılı çıkması halinde, Rusya'ya yönelik yaptırım ve ambargonun kapsamının genişlemesi, Irak ve Suriye'yi içine alan Işid Kaosu ve benzeri pek çok bölgesel gelişme, aldığı ekonomik tedbirleri ısrarla uygulamayı ve bölgesinde tüm siyasi ve ekonomik çalkantılardan kendi makro ekonomik dengelerini korumayı başarılı bir şekilde yürütmekte olduğu izlenimi veren Türkiye'yi, bir 'vaha' gibi öne çıkarıyor. **Bu da, hem Borsa İstanbul 100 Endeksi'ne, hem de döviz kurları ile faiz hadlerine yansımış durumda. Türkiye'nin Cumhurbaşkanlığı seçim sürecini sakın bir şekilde yönetmeyi sürdürmesi ve bölgedeki çalkantıdan siyasi ve ekonomik**

açıdan minimum düzeyde etkilenmeyi başarması halinde, Moodys'in 8 Ağustos'ta Türkiye'nin derecelendirme notunu 'yatırım yapılabilir' seviyede koruması ihtimali daha da güçlenebilir.

- Hatırlanacak olur ise, **bir önceki raporumda (14 Temmuz)**, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın enflasyonla mücadelesi açısından, kendisi için, hem finansal istikrar, yani cari açık riskini, hem de fiyat istikrarı, yani enflasyon riskini aynı anda gözetebilecek **dolar kuru düzeyinin 2,12-2,08 TL olduğunu belirtmiştim**. Bu düzeyin altı, takdir edilir ise, cari açık riskini yeniden artırabilir. Bu noktada, **dolar kuru 2,08 TL bandını zorlama eğilimi** gösterdiğinde, TCMB'nin 24 Nisan perşembe günü (dün) gerçekleştirdiği açıklama ile, günlük dolar satım kotasyonunu 'en az 20 milyon dolar'dan, 'en az 10 milyon dolar'a indirmesini doğal karşılamak gerekiyor. Keza, aynı günkü bir diğer açıklama ile, euro-dolar paritesinde artan risklere bağlı olarak, TCMB'nin, Türk Lirası zorunlu karşılıklara yönelik olarak, bu zorunlu karşılıkların döviz cinsinden de tutulması anlamında sağlanan **Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM) için, 15 Ağustos tarihinden itibaren, 12,1 milyar Euro yerine, 17,1 milyar dolar ABD Doları yatırılmasını talep etmesi de anlamlıdır.**
- İkinci el faizlerin tekrar yüzde 8 civarını zorladığı ve 8'in altını görebileceği bir ortamda, TCMB Başkanı Doç. Dr. Erdem Başçı, bir toplantı ile, Ankara'da, TCMB'nin yeni Enflasyon Raporu çerçevesinde bazı mesajlar verdi. 24 Temmuz perşembe günü (dün) gerçekleşen toplantıda, TCMB Başkanı Başçı yılsonu yüzde 7,6 olan enflasyon tahmininin değiştirmediklerini açıkladı. Başçı, enflasyonun 2015 yılında yüzde 5 hedefine çekememeleri halinde revizyon yapabileceklerini açıkladı. Erdem Başçı piyasanın Merkez Bankası'nın 50 baz puan indirimini fiyatladığını belirterek bunun 'ölçülü indirim' tanımları içerisinde olduğunu söyledi. Merkez Bankası uzmanları, enflasyonun yıl sonunda yüzde 70 ihtimalle orta noktası yüzde 7,6 olmak üzere yüzde 6,7 ile yüzde 8,5 aralığında gerçekleşeceğini; 2015 yılı için ise, ortak noktası yüzde 5 olmak üzere yüzde 3,3 ile yüzde 6,7 aralığında gerçekleşeceğini öngörmekteler.
- Merkez Bankası Başkanı Erdem Başçı, faizlerdeki indirimin devam edip etmeyeceğine yönelik olarak da piyasadaki fiyatlamalara dikkati çekerek, "Önümüzdeki 3 ay için piyasa bizden 50 baz puan kadar ilave bir faiz indirimi fiyatlıyor. Bu ölçülü bir faiz indirimi sınıfına giriyor. Ancak gerekirse bundan daha sıkı da olabiliriz, ileri de gidebiliriz" değerlendirmesinde bulundu. Erdem Başçı, Başbakan Erdoğan'ın da eleştirildiği bugüne kadar tutturulamayan yüzde 5 enflasyon hedefi ile ilgili de konuştu. Başçı, enflasyonun gelecek yıl

yüzde 5'e ineceğine sadece kendilerinin değil, yatırımcıların, vatandaşların ve gazetecilerin ikna olması gerektiğini söyledi. Bunun kolay olmadığının altını çizen Başçı, buna karşın ilk işaretlerin olumlu olduğunu dile getirdi.

Başçı, şunları kaydetti: "Çekirdeğin eğilimi yüzde 5'in altında olursa manşet enflasyonda yüzde 5'i gösterebiliriz. Bunu şimdiye kadar yapamadık ama gelecek sene bunu yapacağız. Gelecek sene de bunu yapamazsak burada yapısal problem var anlamına gelir ki ben böyle problem olduğunu düşünmüyorum. Para politikası ve makro ihtiyati politika ikilisi tarafından, bir miktar tarım fiyatları ile ilgili idari politikalar bize destek verirse enflasyon problemini çözeriz. Eğer gelecek sene sonunda da hala enflasyon yüzde 5'e inmediyse o zaman 'neden bunu kalıcı bir şekilde düşüremiyoruz?' sorusunu kendimize sorarız revizyona gidebiliriz. Ama şu an için erken."

- ABD Merkez Bankası'nın (FED) para politikası belirsizliği ve iç siyasi belirsizlikler gibi iki büyük şok döneminde faiz koridorunun üst bandında yüzde 12 seviyesinin yeterli olduğunu söyleyen Başçı, "Şimdi bunu neden indirmiyorsunuz sorusunun cevabı; sütten ağzı yanan yoğurdu üfleyerek yer. O yüzden koridoru indirmedik" dedi ve şöyle devam etti: "TCMB'nin bundan sonra gelebilecek şoklara karşın, bundan sonra nasıl şok gelir bilmiyorum ama, ilave gelecek şoka karşı her zaman tedbir almaya hazır olduğunu belki de olağanüstü toplantı yapmadan bir hafta içinde ağırlıklı ortalama fonlama maliyetini hemen yüzde 10'a, interbank faizlerini de yüzde 12'ye çekme imkanına sahip olduğumuzu gayet iyi biliyorlar... Bunu yeni bir para politikası belirsizliğine göre sigorta olarak düşünebilirsiniz... İleride bu kadar sıkı olmak gerekmiyor diye düşünürsek belki daha sonra değerlendirilebilir ancak şimdi biz bunu korumayı tercih ettik."
- Erdem Başçı bölgedeki gelişmelere bağlı jeopolitik risklerin geçici etki bıraktığını söyledi. Jeopolitik gelişmelerin ardından 115 dolara kadar çıkan petrol fiyatının 108 dolara kadar gerilediğine işaret eden Başçı, bunlarla birlikte, oluşabilecek risklere karşı her türlü sigorta mekanizmalarını hazırda tuttuklarını dile getirdi. TL'deki aşırı değerlenme riskine ilişkin soruyu da yanıtlayan Başçı, döviz kurlarıyla ilgili referans aldıkları rakamlar olduğunu belirterek, "Türk lirasının değeri makul bir seviyede, pek çok piyasa analisti de bizimle aynı görüşte" dedi. Başçı TL 'ne aşırı değerli ne aşırı değersiz biz de bu görüşe katılıyor.' yorumunu yaptı. **Bu ifadeler, bir kaç paragraf yukarıda, sizinle paylaştığım analizle de uyusmaktadır. Kaldı ki, Türkiye Ekonomisi ile ilgili kırılma algısının ve vurgusunun arttığı dönemde, Türkiye hayli çalkantılı bir yerel seçim süreci yaşarken, gerçek ve tüzel**

kişiler, bankalardaki döviz mevduatını nisan ayı sonunda 151,3 milyar dolara kadar çıkarmışlardı. 11 Temmuz itibarıyla, bu rakamın 143,8 milyar dolara gerilemiş olması, 7,5 milyar dolarlık bir döviz mevduatının bozduğunu gösteriyor. Aynı dönemde, TL mevduatı ise, 882,6 milyar TL'den, 903,3 milyar TL'ye çıktı. Yani, 20,7 milyar TL arttı.

- Sözüün özü, küresel piyasaları etkisine alan bölgesel politik olaylara yönelik 'belirgin ilgisizlik' ve aşırı paranın küreselleşmesinden son kerteye kadar yararlanma güdüsü, gelişmekte olan ülkelerin borsalarını da yaklaşık 19 ayın en yüksek seviyesine tırmandırmış durumda. Yakından takip edilen iShares MSCI Emerging Markets Endeksi, 23 Temmuz Çarşamba günü 44.76 dolar ile Ocak 2013'ten bu yana kaydedilen en iyi kapanışı gerçekleştirdi. Piyasa uzmanları, piyasalarda gözlenen bu ralliyi 5 temel faktöre bağlıyorlar: **1.** Çin verilerinin olumlu gelmesi yardım ediyor; BlackRock küresel yatırım stratejisti Russ Koesterich'e göre dünyanın en büyük gelişen piyasası olan Çin'den gelen olumlu ekonomik veriler takdir edilmeyi hak ediyor.
- Koesterich geçtiği son haftalık yatırım raporunda şu ifadelere yer verdi: "Çin'den gelen ekonomik verilerin son dönemde kaydettiği iyileşme gelişmekte olan piyasalara yeniden dönüşün başlangıcını tetikledi. Geçtiğimiz hafta altıncı hafta arka arkaya olmak üzere gelişmekte olan piyasalara sermaye girişi gerçekleşti ki bu da varlık sınıfına ilişkin algının dönmeye başladığına işaret ediyor." Koesterich, ekibinin özellikle Asya borsalarını tercih ettiğini, gelişen ülkelerin borsaları hakkında ise genel olarak nötr olduklarını belirtti.
- **2.** ABD harici piyasalar hakkında yapılan konuşmalara dikkat edilmesi öneriliyor; Borsa yatırımcılarının ABD dışındaki piyasaları nasıl değerlendirdiğine ve gelişmekte olan ülke borsalarının görece ucuz olması hakkında yaptıkları konuşmalara dikkat edilmeli. Michael Batnick Irrelevant Investor adlı blogunda bu tavsiyede bulundu. Batnick yıllarca SPDR S&P 500 ETF'inden düşük performans gösteren iShares MSCI Emerging Markets ETF'inin Şubat ayı düşük seviyesinden yüzde 20 değer kazandığına dikkat çekti. Ritholtz Wealth Management araştırma direktörü olan Batnick, "Cazip değerlemelerin yanı sıra parasal genişlemenin sonuna gelirken gündeme gelen endişeler ile gösterilen düşük performans düşünüldüğünde yatırımcıların ABD dışına da bakmaya başladığına şüphe yok," değerlendirmesinde bulundu.
- **3.** EEM almak istemeyebilirsiniz: iShares MSCI Emerging Markets ETF'i çok dikkat çekiyor ancak EEM herkes için uygun olmayabilir. Analistler

ETF.com'da, bu ETF'nin güçlü likiditesi ve derin opsiyon piyasaları nedeniyle kurumsal yatırımcılar ile aktif traderlar için uygun olduğunu yazdı. Analistlerin EM segmenti için bir numaralı tercihleri ise, iShares Core MSCI Emerging Markets ETF. ETF.com Güney Kore'yi kapsamayan Vanguard FTSE Emerging Markets ETF'ini de "güçlü bir tercih" olarak görüyor. **4.** Rusya'nın geri çekilmesi gelişen piyasalardaki ralliyi durdurmadı: Rusya devasa bir gelişmekte olan ülke ancak Ukrayna kaynaklı endişeler nedeniyle Rusya borsalarının gerilemesi gelişen piyasa ETF'lerinin gerilemesi için yeterli olmadı.

- Rusya'nın EEM'in yalnızca yüzde 5 kadarını oluşturduğu unutulmamalı. Latin Amerika ile Çin'in her birinin payı yüzde 18 iken Orta Doğu ile Afrika'nın toplam payı yüzde 9. Vladimir Putin zayıflığı küçümsese de EEM'in Kırılgan Beşli'ye maruz kalması Rusya'ya marus kalmasının etkilerinin dengelenmesine yardımcı oluyor. Kırılgan Beşli; Türkiye, Hindistan, Endonezya, Brezilya ve Güney Afrika'dan oluşuyor. DealBook'ta yayınlanan bir makaleye göre Kırılgan Beşli bu yıl Fantastik Beşli haline dönüştü. **5.** Grafikleri takip edenler 45 dolar seviyesinden endişeli: iShares MSCI Emerging Markets ETF'i Ocak 2013'te 45 dolar civarına yükselerek zirveyi görmüştü. Jones Trading'ten Dave Lutz ETF'lerin anahtar direnç oranını gördüğüne dikkat çekti.
- Uluslararası Para Fonu IMF, küresel ekonomide büyüme tahminlerini revize ederek 2014 tahminini yüzde 3,7'den yüzde 3,4'e indirdi. IMF'nin kararında ABD ekonomisindeki daralma ile diğer ülkelerdeki büyüme tahminlerinin aşağıya çekilmesi etkili oldu. Buna karşın IMF, başta İngiltere olmak üzere bazı ülkelerin büyüme tahminlerini yükseltti. İngiltere ekonomisi için daha önce yüzde 2,8 büyüme öngören IMF, bu tahminini yüzde 3,2'ye yükseltti. IMF'nin 2015 küresel büyüme tahmini ise değiştirmeyerek yüzde 4'te tutuldu. IMF'nin başekonomisti Olivier Blanchard, küresel ekonominin büyümeye devam ettiğini belirterek, büyüme rakamlarını bazı ülkelerdeki ekonomik toparlanmanın Nisan ayındaki tahminlerin altında kaldığı için revize ettiklerini söyledi. ABD ekonomisinin ilk çeyrekte süpriz bir şekilde daralması yıllık büyüme rakamlarını da etkiledi
- IMF yükselen ekonomiler için ise büyüme tahminlerini aşağıya çekti. Bu ülkelerin başında IMF'nin "bölgesel gerilim" yaşandığını söylediği Rusya geliyor. Rusya ekonomisinin bu yıl binde 2 büyümesi bekleniyor. Rusya geçen yıl yüzde 1,3 büyüme kaydetmişti. IMF sözcüsü William Murray Ukrayna krizi nedeniyle Rusya'ya uygulanan yaptırımların bölgedeki ekonomileri de

etkiyebileceği uyarısında bulundu. Murray, Rusya ile yüksek ticaret hacmi olan Orta Avrupa ve Orta Asya ülkelerinin yaptırımlardan etkilenebileceğini söyledi. Malezya Hava Yolları'na ait bir uçağın Ukrayna'da düşürölmesi sonrasında Rusya'ya yönelik yeni yaptırımlar gündeme gelmişti. Bu arada IMF, tüketici ve iş piyasasındaki güven sorunu yüzünden Brezilya'nın da büyüme tahminlerini düşürdü. IMF, Euro Bölgesi'nde ekonomik krizden en fazla etkilenen ülkelerden biri olan İspanya için ise büyüme tahminini artırdı. İspanya ekonomisinin 2014'te yüzde 0,6 büyümesi bekleniyor. Geçen sene İspanya yüzde 0,3 büyümüştü.

•

İMSAD