

Hazırlayan:

Prof. Dr. Kerem Alkin

Türkiye İMSAD Ekonomi Danışmanı

Piyasa profesyonelleri ve uluslararası ekonomi medyası tarafından kabartılan gelişmiş ekonomi tahvillerindeki faiz artışı, küresel piyasalarda gelişmekte olan ekonomilere risk iştahını ne düzeyde etkileyecek, tartışılrsa da, Volatilite Endeksi henüz 'bir sıkıntı' olduğuna işaret etmiyor. Bununla birlikte, geçen hafta Cuma günü açıklanan ABD'nin Ocak ayı verilerinde olduğu gibi, istihdam verilerindeki güçlü seyir, FED'in 2018 yılında minimum 3, hatta 4 kez faiz arttırabileceğine dair beklentileri güçlendirdiğinden, ABD tahvillerinin faiz oranlarında yukarı yönde baskı yapıp, Türkiye gibi gelişen piyasa ekonomilerinin tahvillerine de ilgili azaltıyor.

- Hatırlanacak olur ise, yaklaşık 1-1,5 senedir, raporlarda Chicago Borsası'nda hesap edilen ve günlük olarak yayınlanan, küresel piyasalardaki yatırımcının risk alma iştahını gösteren Volatilite Endeksi'nden (VIX) bahsetmemekteydim. Bunun gerekçesi, Volatilite Endeksi'nin çok büyük oynamalar göstermemesiydi. **Hesaplandığı günden bu yana oluşan trende baktığınızda, VIX'in 16 ile 22 puan arasındaki hareketi, küresel piyasalarda yatırımcıların hisse senedi ve tahvil satın almaya yönelik risk iştahının makul ve anlamlı olduğunu işaret etmektedir. Bununla birlikte, VIX Endeksi'nin 20 puanı kırması, riski göze alma iştahının yavaş yavaş azaldığını gösterir ve 22 puanın üzerine çıktığı zaman küresel yatırımcıların hisse senedi ve tahvil satın alma iştahı, yatırım riskini göze alma iştahının hızla kapandığı söylenebilir. Bu noktada, ifade edeyim ki, son 1 yıldır VIX Endeksi'nin hareket ettiği bant 8,56 ile 19.27 puan arası olmuş. Yani, hayli tatlı, zaman zaman aşırıya da kaçan bir risk alma iştahı. Nitekim, Borsa İstanbul 100 Endeksi'nin kırdığı rekorlar ve 2016 Aralık ayından, 2018 yılının Ocak ayına, küresel yatırımcıların Türk varlıklarında, hisse senedi ve tahvillerinde net 10 milyar dolarlık alım pozisyonunda olmalarını da teyit ediyor.**
- Bu nedenle, makul ve bilhassa gelişmekte olan ülke varlıklarına, hisse senedi ve tahvillerine tatminkar bir alım ilgisine, risk alma seviyesine işaret etmesi nedeniyle, VIX Endeksi'nden bahsetmemiştim. **2008 küresel finans krizinde 80 puanların bile üzerini görerek, küresel finans piyasalarında uluslararası yatırımcıların ne kadar büyük bir korku ve psikolojik travma içerisinde olduğunu teyit etmiş olan VIX Endeksi, sonrasında normalleşen ve hatta kabaran risk alma iştahı ile, 80 puanın üzerinden 2013'de 12-13 puan bandına kadar gerilemişti.** Unutulmasın, 16 puanın altındaki VIX Endeksi değeri ise, risk alma iştahının bir ölçüde giderek kontrolden çıktığını ve aşırı risk iştahı kabarmasının bir süre sonra piyasalara bir kar amaçlı satış dalgası olarak

yansıyacağına işaret eder. Nitekim, VIX Endeksi 21 Haziran 2013'de 18.90 puana kadar olması gereken düzeltmeyi yapmıştı. **Bununla birlikte, zaman zaman dalgalar halinde gelen 3 Ekim 2014'e kadar, Endeksin 10,32 puan ile 17,03 puan arasında gidip geldiğini gözlemledik. 10 Ekim'de 21,44; 17 Ekim'de ise 21,99 puanı test eden Endeks, risk iştahında olumsuz kırılma anlamına gelebilecek 22 puan seviyesinden dönmeyi de bildi.**

- Sonrasında, 11,82 puan ile 21,08 puan arasında çok sert iniş ve çıkışların yaşandığı bir dönem daha gözlemlendi. Ta ki, 11,95 ile 13,74 puan arasında dalgalandığı 17 Temmuz ile 14 Ağustos 2015'deki dalgalanma sonrası, **21 Ağustos'ta, bir haftada 28 puanın üzerine sıçramasına kadar. 21 Ağustos'la biten hafta, ABD ve Çin başta olmak üzere, pek çok ülkeden gelen olumsuz büyüme verileri ve çöken emtia fiyatları, anlaşılan o ki, küresel piyasalarda yatırım ve risk alma iştahını negatif etkilemiş. 8 ve 15 Ocak 2016'daki 27,01 ve 27,02 tepe noktaları, 12 Şubat 2016'daki 25,40 puan sonrasında, Nisan-Mayıs 2016'da Endeks tekrar 13 puanlara kadar çekilmiş ve 24 Haziran 2016'daki 25,76 puana sıçrama sonrasında, risk iştahının yeniden kademeleri olarak arttığını görüyoruz. Öyle ki, 21 Temmuz 2017'de VIX Endeksi 10 puanın altını dahi görmüş. 16 puanın altı aşırı risk iştahı anlamına gelirken, 10 puanın altı küresel piyasalarda aşırı risk alma ihtiyacının iyice kontrolden çıktığı anlamına gelmekte. 11 Ağustos 2017'deki 15,51 puan dışında, 5-12 Ocak 2018'de, yeni yıla girdiğimizde bile, VIX Endeksi hala 10 puan civarındaydı.**
- 19 ile 26 Ocak 2018 tarihlerinde 11 puan civarlarında dolaşan VIX Endeksi, Geçtiğimiz hafta Cuma gününü, yani 2 Şubat'ı 17,31 puandan kapattıktan sonra, bu satırları kaleme aldığımız **5 Şubat Pazartesi günü, 16,80 ile 19,27 puan arası dalgalandı. Yani, son bir yılın en tepe noktasını bugün gördü; ancak, 20 puanı kırmadı. Yani, halen küresel yatırımcıların önde gelen gelişmiş ve gelişmekte olan ülke finansal varlıklarını, hisse senedi ve tahvilleri satın alma risk iştahı makul seyrediyor. VIX Endeksi'ni 2-3 haftada, aşırı risk iştahı olan 10-11 puan seviyelerinden, bir anda 20 puana yaklaştıran ve risk iştahını törpüleyen konu ise, ABD, Almanya gibi gelişmiş ekonomilerin 2, 5 ve 10 yıllık hazine tahvillerinin faiz oranlarına aynı dönemde gözlenen yükselme. Bilhassa, ABD 10 yıllık tahvil faiz oranlarının yüzde 2,70'in üzerini zorlaması ve küresel piyasalarda 'ABD tahvil faizleri yüzde 3'e mi yürüyor' tartışmaları risk alma iştahını da törpülemiş gözüküyor.**
- Uluslararası ABD finans kurumu JPMorgan'ın Varlık Yönetimi Birimi'nin raporu, ABD'nin 10 yıllık faiz oranları yüzde 3'ü geçmediği müddetçe, Türkiye gibi gelişmekte olan piyasa tahvilleri için durumun pozitif olduğunu belirtmiş. **Bankanın gelişen piyasa tahvilleri fonu yöneticisi Diana Amoa'ya göre, eş zamanlı küresel büyüme, gelişen piyasalar için her zaman olumlu olmakta ve küresel ekonomideki senkronize olumlu büyüme beklentisine göre tahvil portföylerini zaten pozisyonlamış durumdadır.** Amoa, 10 yıllık ABD faiz oranlarındaki yükselişi tahvillerin sağlıklı bir şekilde yeniden fiyatlanması olarak gördüklerini ifade etmiş. Bu nedenle, **ABD 10 yıllık tahvil**

faizleri yüzde 3'e çıkmadıkça, gelişen ülkeler açısından pozitif bir beklenti söz konusu.

JPMorgan'ın Varlık Yönetimi Birimi raporu, gelişen piyasa yatırımcılarının ABD Hazine tahvili faizlerindeki yükselişle birlikte tahvil piyasasında 2013 yılında yaşanan krizin tekrarlanmasını beklememeleri gerektiği de belirtilmiş.

- Bununla birlikte, VIX Endeksi'nin geçen cuma, 2 Şubat günü 10-11 puandan 17 puana çıkmasını teyit eder şekilde, geçen cuma gelişen ülkelerin yerel para ve dolar cinsinden tahvil göstergeleri, ABD'de 10 yıllık Hazine tahvillerinin faizinin dört yılın en yüksek seviyesine çıkararak hisse senedi piyasalarındaki satışları tetiklemesiyle mayıs ayından bu yana olan en büyük düşüşünü sergiledi. Bunda, 2 Şubat Cuma günü, ABD Ticaret Bakanlığı'nın açıkladığı ocak ayı istihdam verilerinde, tarım dışı istihdam ve saatlik ücretlerdeki artışın, 2008 küresel finans krizinden bu yana ki en yüksek sıçramayı gerçekleştirmesinin etkisi göz ardı edilmemeli. Tarım dışı istihdam ocak ayında 200 bin artarak 180 bin seviyesindeki beklentiyi geride bırakırken, 2017 Aralık ayı tarım dışı istihdam artışı verisi de 160 bin seviyesine, yukarı revize edildi. Sözün özü, istihdam verilerindeki güçlü seyir, FED'in 2018 yılında minimum 3, hatta 4 kez faiz arttırabileceğine dair beklentileri güçlendirdiğinden, ABD tahvillerinin faiz oranlarında yukarı yönde baskı yapıp, Türkiye gibi gelişen piyasa ekonomilerinin tahvillerine de ilgili azaltıyor.
- Tekrar vurgulamak açısından, piyasa profesyonelleri ve ekonomistler, küresel anlamda bakıldığında ABD'de 10 yıllık tahvil faizi yüzde 3'e çıkana kadar gelişen ülkeler açısından çok büyük sorun olmayacağını beklemekteler. Cünkü, 2018 yılı, FED para politikasını sıkılaştırmaya başlasa da, bilhassa Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB) parasal sıkılaştırmayan en erken önümüzdeki eylül ayında başlayabileceği ihtimaline bağlı olarak, küresel likidite açısından hala oldukça rahat bir yıl olacak. FED bilanço küçültse de, piyasaya likidite verecek olan bir Avrupa Merkez Bankası var. Yani, sıcak paranın risk iştahını epeyce bir süre daha koruması bekleniyor. Bu nedenle, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın(TCMB) da para politikasını ne sıkılaştıracağı, ne gevşeteceği; olağanüstü bir gelişme olmazsa yıl boyunca sabit tutacağı bir 2018 beklenmekte. Bununla birlikte, 5 Şubat Pazartesi (bugün) yemin ederek, resmen görevine başlayan yeni FED Başkanı Powell'in 2018'de ne yapacağını mart ayındaki FED toplantısında belli olması ile birlikte, eğer FED'in bu yıl için faiz artışını 4'e çıkarması durumunda ise, Türkiye gibi gelişen piyasalar için senaryonun değişebileceği de vurgulanmakta.
- Yine de, JPMorgan analistlerinin kaleme aldığı bir piyasa tavsiye notunda, kurumun gelişen Avrupa, Orta Doğu ve Afrika paralarında uzun pozisyonunu koruduğu belirtildi; buna karşın bazı göstergelere dikkat çekildi. Anezka Christovova, Robert Habib ve Jonathan Cavenagh'in tarafından kaleme alınan notta, gelişen piyasa varlıklarının 2018'in daha ilk ayında rekor seviyede fon girişi aldığı (hisse senetlerine 24.5 milyar dolar ve tahvillere 5 milyar dolar) ifade edildi. JPMorgan'ın Yerel Piyasalar Müşteri Anketi'ne göre, gelişen piyasa paralarında

pozisyonlanma Temmuz 2007'den beri görülen en güçlü "ağırlığı artır" düzeyine çıktı. Raporda, Çek Korunası, zloti ile ruble ve tenge gibi petrol fiyatlarına duyarlı para birimlerinin gelişen piyasa paralarına yönelik risk iştahındaki potansiyel düzeltmelere karşı daha dirençli olduğu ifade edildi. **JPMorgan'a göre, iki para birimi olarak, cari denge, bütçe açığı ve yüksek enflasyon açısından temelde daha etkilere açık olduklarını düşündükleri Türk Lirası ve Ley'de, uluslararası yatırımcılar bu iki parayı da hedge etmeyi sürdürüyor.**

- Bu arada, FED'in yeni Başkanı Powell da, görevine ABD hisselerinin en az iki yılın en sert düşüşünü yaptığı ve FED'in dünyanın en büyük ekonomisindeki enflasyon baskılarını kontrol altına almak adına bir önceki başkan Janet Yellen'dan daha agresif davranması gerekebileceğine ilişkin endişelerin arttığı bir ortamda başladı. Daha önce FED Governörü ve Wall Street kıdemlisi olarak çalışmış ve görev yapmış olan Powell'ı gürültülü bir hafta bekliyor. **ABD'de 10 yıllık Hazine tahvillerinin faizi, dört yılın en yüksek seviyesine ulaştı, hisse senedi piyasasında Volatilite, 2016'dan bu yana olan en yüksek seviyeye tırmandı ve yatırımcılar, yerel ve küresel ekonomide ilerleme kaydedilen bir ortamda FED'in faiz artırma planlarının daha fazla netlik kazanmasını bekliyor. Geçtiğimiz hafta açıklamalarda bulunan FED Açık Piyasa Komitesi (FOMC) üyeleri, piyasalarda bu yıl üç faiz artışına sadık kalmaya devam edeceklerine dair bir görüntü verdiler. Piyasa beklentileri bu nedenle, bugün için 2018'de üç faiz artışı yönünde şekillenmiş gözüküyor.** FED'in görev süresi dolan başkanı Yellen ise, ABD hisse senedi ve ticari gayrimenkul fiyatlarının yüksek olduğunu belirtti. Bununla birlikte Yellen, bu piyasalarda balon olduğunu söylemedi.
- Bu hafta, Türkiye Ekonomisi açısından iki önemli açıklanacak makro ekonomik göstergedenden birisi enflasyon, diğeri aralık ayı sanayi üretim verisi. 5 Şubat Pazartesi (bugün) açıklanan ocak ayı enflasyon verisi, piyasa ekonomistlerinin beklentilerinin altında kaldı. **Enflasyon Ocak'ta aylık yüzde 1.02, yıllık bazda ise yüzde 10.35 arttı. Oysa, piyasa beklentisi TÜFE'de aylık yüzde 1.23, yıllık bazda ise 10.59 artırdı. Çekirdek enflasyon da, yine beklenti yüzde 12.23 iken, yüzde 12.18 olarak açıklandı. ÜFE'de 2017 yılının ocak ayı artış oranı yüzde 3'ün üzerindeyken, geçen ocak ayında aylık bazda yüzde 0.99 çıkıp, aralık ayındaki yüzde 1,37'den daha düşük açıklanınca, yıllık bazda 2017 sonu yüzde 15.47 olan oran, 2018'in ilk ayı sonunda yüzde 12.14'e geriledi. Enflasyon oranları sonrası, Türk Hazinesi'nin 10 yıllık faiz oranlarında makul bir gerileme gözlemlendi.**