

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

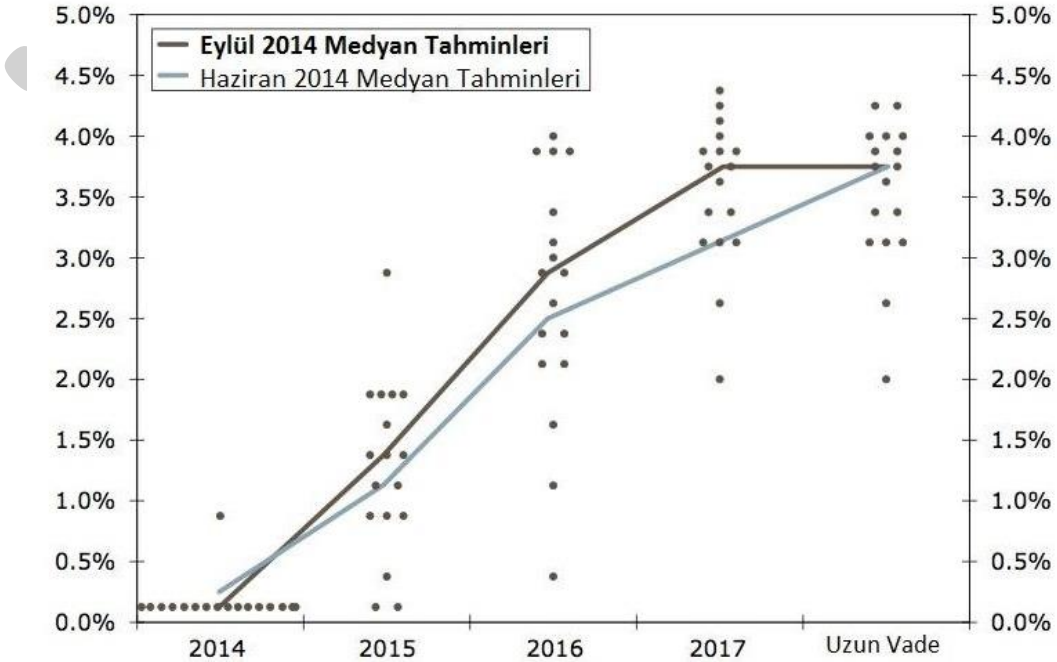
FED'in faiz artırımı süreciyle ilgili takvim hem kısaldı, hem de faizin gelebileceği düzey yükseldi. Beklentilerdeki değişim, euro-dolar paritesini 1,2830 doların altına getirdi. Merkez Bankası eğer TL'deki değer kaybından memnunsam, dolar-TL kuru 2,22-2,25 TL bandına oturabilir. TCMB'nin net tavrı 25 Eylül'de belli olacak.

- ABD Merkez Bankası'nın (FED) 16-17 tarihlerinde gerçekleştirdiği Açık Piyasa Komitesi toplantısı (FOMC) için, küresel piyasalarda ve piyasa profesyonelleri nezdinde en büyük heyecan, FOMC toplantı tutanaklarında "kayda değer zaman" (considerable time) ifadesinin değiştirilip değiştirilmeyeceğiydi. İfade metindeki yerini korusa da ve toplantı sonrası Janet Yellen yumuşak mesajlı bir konuşma gerçekleşirse de, **iki kritik konu** piyasalardaki alginın hayli sert olmasına ve **dolar endeksinin** bir kez daha, **5 yıl öncesi** gördüğü seviye olan **85 puan**a yaklaşmasına sebep oldu. **Söz konusu kritik konulardan ilki Dallas FED Başkanı Richard Fisher ve Philadelphia FED Başkanı Charles Plosser'in faiz artışı yönünde oy verdiğinin ve yetmezmiş gibi, Fisher'in toplantıda faizlerin planlanandan daha erken artırılması gerektiğine işaret etmesinin yanı sıra, Plosser'in da FED'in faizi "uzun süre daha sifıra yakın seviyede tutma" planına karşı çıktığının toplantı tutanaklarından anlaşılması.**
- Piyasalar, tutanaklardaki detaylardan, artık kendilerini 2015 sonbaharına kadar sarkabilecek bir faiz artırımı beklentisi için kandırmamaları gerektiğini fark etmiş durumdadır. Bu nedenle, umut ve dualar 'bari haziran ayına kadar faiz artırımı başlamasın'a dönmüş durumda. Dolayısı ile, ya 16-17 Haziran 2015, ya da 28-29 Temmuz 2015'deki FOMC'da faiz artırımı umudu öne çıkmış durumda. **Ancak, 28-29 Ekim 2014, yani bir ay sonraki toplantıda, "kayda değer zaman" ifadesi tutanaktan kalkar ve FOMC üyeleri '28-29 Nisan 2015'deki toplantı için hazır olun' demeye getirirler ise, 2013 yılı mayıs ayı sonundan, 2014 yılı mart ayı sonuna kadar gelişmekte olan piyasaları vuran 'keyifsiz piyasa ortamı' kendisini tekrar**

hissettirebilir. Bu mesajlar, doğal olarak başta Türk Lirası olmak üzere, önde gelen gelişmekte olan para birimleri ile euro ve yende de belirgin bir değer kaybı sürecine sebep olacaktır.

- Piyasadaki algıyı sertleştiren **ikinci kritik konu** ise, FOMC üyelerinin faiz artırımını ile ilgili beklentilerindeki değişikliğin beklenenden daha yüksek düzeyde politika faizine işaret etmesi oldu. **Şu anda yüzde 0 ile 0,10 aralığında olan FED'in para politikası faiz düzeyinin, 2015 sonuna kadar en fazla yüzde 0,50 düzeyine kadar yükseleceği umudu, FED'in Açık Piyasa Komitesi üyelerinin yüzde 1 ile 1,5 aralığındaki tahminleri ile, yerle yeksan oldu ve bu moral bozukluğu ile önde gelen gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilerin çoğununun para birimi dolar karşısında değer kaybetti.** FOMC üyelerinin daha haziran ayındaki ankette 2015 sonu için faizin gelebileceği düzeye yönelik öngörülerini yüzde 1.125 iken, eylül anketinde aynı oran bu defa 1,375'e yükseldi. **Yani, bu durumda, eğer 2015 yılı sonunda politika faizi en az yüzde 1'e gelecek ise, FED'in faiz artırımlarına en geç haziran ayında; eğer 2015 yıl sonunda politika faizi yüzde 1,5'e ulaşacak ise, en geç nisan ayındaki toplantıda başlaması gerekiyor.**

FED Politika Sıkılaştırması Hedeflenen FFR Faizi



- Yukarıdaki grafiğe baktığınızda, 2017 sonu için de FOMC üyelerinin politika faizinin yüzde 3,75'e geleceğini öngördüklerini görüyorsunuz. Oysa, haziran ayında, aynı dönem için politika faizinin geleceği düzeyin üyeler arasındaki ortalama öngörüsü yüzde 3 imiş. Bu durumda, en iyimser tahminle, FED 2015 yılı haziran ayında faiz artırımına başlayacak ve 2017 sonuna kadar her FOMC toplantısında 25 baz puan faiz artıracak. FOMC üyeleri faiz artırımlarına yönelik öngörülerini değiştirmiş olsalar da, 2015 ve sonrasına ilişkin enflasyon ve büyüme tahminleri değiştirmediler. **FOMC üyelerinin öngörülerindeki bu keskin değişiklik yetmezmiş gibi, toplantı sonrasında açıklamalarda bulunan FED Başkanı Yellen'in da "kayda değer zaman" kelimesinin artık kayda değer bir anlamı olmadığını açıklaması da piyasalar üzerinde etkili oldu.**
- FED Başkanı Yellen, faiz artışı için hayati öneme sahip olduğunu belirttiği istihdam piyasasında istenilen düzeye yaklaştığını ifade etti. Yellen " işe alımlar bir nebze yavaşlasa da, istihdam piyasasının kullanımı için alınan tedbirler iyileşiyor" dedi. Enflasyonun aşamalı olarak FED'in hedefi olan yüzde 2'ye yaklaştığını kaydeden Yellen, enflasyonda yıl başından bu yana toparlanma olduğunu da sözlerine ekledi. **Yani, FED Başkanı 'korkulan gün yaklaşıyor. Herkes ayağını yorganına göre uzatsın' demeye getirdi.** Bu durumda, Dolar Endeksi'nin 9 Haziran 2010'da 88 puanı test ettiğini dikkate alırsak, Türk Ekonomisi'nin kendi dinamiklerinden bağımsız bir dolar-TL kur hareketi gözlemleyebiliriz. **Uzmanlar, bu koşullar altında, yerli piyasa profesyonelleri dolar-TL kurunun artık bir gösterge olarak alınmaması gerektiğini önermektedir.**
- Esas euro-TL kurunun veya döviz sepetinin (0,5 euro+0,5 dolar) Türk ekonomisinin iç dinamiklerini temsil edebileceğini; TL'de genel bir değer kaybı olmaması, **sepet kurda sert bir yükselme olmaması halinde, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'ndan, döviz kurlarını tutmak adına, ek parasal sıkılaştırma ya da para politikası değişikliği beklenmemesi gerektiği vurgulanıyor.** TCMB, şu anda bankacılık sistemini, finansal sistemi ortalama yüzde 8.3 ile fonlama maliyeti ile TL cinsinden besliyor; fonluyor. Söz konusu fonlama maliyeti yüzde 8.25 olan politika faizine çok yakın. **Bu durumda, TCMB eğer döviz kurlarındaki genel gidişattan rahatsızlık duyar ise, piyasayı TL cinsinden fonladığı, beslediği faiz seviyesini yükseltebilir. Yani, TL'nin maliyetini, fiyatını arttırır; TL'ye ulaşmayı pahalılaştırır.**
- Bununla birlikte, geçen hafta perşembe ve cuma günkü döviz kuru hareketinden; yani TL'deki değer kaybindan, TCMB şimdilik rahatsız değilmiş gibi gözüküyor. Ancak,

TL değer kaybı, Türk ekonomisini hızla diğer gelişmekte olan ülke para birimlerinin durumuna göre, diğer gelişmekte olan ekonomilerin performansına göre, bizi o ülkelerden, aleyhimize, negatif ayrıştırmaya başlar ise, TCMB'nin TL'yi cazip kılmak adına, piyasadan likidite, yani TL miktarını çekmeye başlayabileceği uzmanlarca dile getiriliyor. **Bu noktada, üçünün sağlık nedenlerinin dolayı Türkiye'ye daha erken teslim edildiğini öğrendiğimiz, Işid'in elindeki 49 rehinemizin serbest bırakılması nedeniyle, yurt içi piyasalarda oluşacak iyimserlik eğer dolar-TL kuruna 2,250-2,2270 TL bandını aşağı doğru kırdırır ise, o zaman dolar-TL kurunda rahatsızlık, olumsuz baskı azalabilir.**

- **Tersine, dolar kuru 2,2250-2,2270 düzeyine doğru çözülmez ise, piyasalar bundan ciddi rahatsızlık duyacak ve bu nedenle, piyasaya bir TCMB müdahalesi gelebilir.** Piyasa profesyonelleri dolar-TL kurunda rahatlama için, 2,2250 ve 2,2150 TL seviyelerine dikkat edilmesini önermektedirler. **Euro-TL'de ise,** kur 2,8686 TL düzeyindeyken, 2.8887 TL önemli bir direnç noktası. Bu direnç noktası kırılır ise, 2,8910 TL var. Aşağı doğru eğer 2,857 TL destek olduğu sürece, euro-TL kuru 2;882 TL düzeyini hedefleyebilir. Eğer, euro-TL kuru 2,857 TL'yi aşağı doğru kırar ise, bu durumda euro-TL'de kısa vade için 2,849 ve 2,844 TL seviyeleri konuşulabilir. Bu nedenle, 22 Eylül haftasına nasıl bir kur düzeyi ile başlayacağımız kritik önemde.
- Gelelim, Türkiye'nin önde gelen ekonomistlerinin her ay düzenli olarak katıldığı TCMB Beklenti Anketi'nin 19 Eylül sonuçlarına. Ağustos ayındaki ankette, ay sonu için 2,1557 TL dolar-TL kuru tahmini yapan, ekonomistler, içinde bulunduğumuz eylül ayı sonu için dolar-TL kur tahminlerini 2,2125 TL'ye yükselttiler. Ağustos ayındaki ankette, 2014 yıl sonu için öngörülen dolar-TL kur tahminlerinin ortalaması 2,1919 TL düzeyindeyken, eylül anketinde aynı tahminler ortalaması 2,2383 TL'ye yükseldi. 12 ay sonrasının dolar-TL kur tahminlerinin ortalaması ise, bir önceki ayki anketten eylül ayındaki ankete, 2,2576 TL'den 2,3066 TL'ye yükseldi. Yine, Bir önceki ankette 49,5 milyar dolar olan 2014 yılı cari işlemler açığı beklentisi, eylül anketinde 48,4 milyar dolara geriledi.
- 2015 yılı cari işlemler açığı beklentisi ise, önceki ankette 54,1 milyar dolar iken son ankette 53 milyar dolara düştü. Yani, cari açığı iyileşmenin sürmesi bekleniyor. Merkez Bankası Beklenti Anketi'nde, enflasyon beklentileri ise bozulmaya devam ediyor. 12 ay sonrasının enflasyon beklentisi yüzde 7,35'den 7,44'e çıkarken 4 yılın en yüksek seviyesine yükseldi. Son bir yılda 12 aylık beklentileri yaklaşık 1 puan yükseldi. 24 ay sonrasının beklentisi ise yüzde 6,8 seviyesinde sabit kaldı. Enflasyonda son aylarda yaşana yükseliş, beklentilerin de bozulmasına neden

oluyor. Küçük bir hatırlatma. 3 Eylül'de açıklanan ağustos ayı enflasyon verileri, yüzde 9,57 ile Nisan 2012'den bu yana en yüksek düzeye ulaşıldığını göstermişti.

- 22 Eylül haftasının, yurt içi piyasalar açısından diğer bir kritik konusu ise, TCMB Para Politikası Kurulu'nun (PPK) 25 Eylül perşembe günkü toplantısı. Anadolu Ajansı Finans Portalı'nın gerçekleştirdiği piyasa profesyonelleri anketine göre, ekonomistlerin tamamı politika faizinde (bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı) ve borçlanma faizinde herhangi bir değişiklik olacağını öngörmüyor. Ankete katılan 17 ekonomistten ikisi, piyasa yapıcısı bankalara sağlanan fonlama faiz oranında 25 ve 50 baz puan indirim beklerken, 3 ekonomist marjinal fonlama oranında 25 ve 50 baz puanlık indirimin olacağını tahmin ediyor.
- Hatırlanacak olur ise, TCMB'nin geçen ayki PPK toplantısında marjinal fonlama oranı yüzde 12'den yüzde 11,25'e, açık piyasa işlemleri çerçevesinde piyasa yapıcısı bankalara repo işlemleri yoluyla tanınan borçlanma imkanı faiz oranı yüzde 11,50'den yüzde 10,75'e indirildi. Merkez Bankası borçlanma faiz oranı ise yüzde 7,50 ve bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı yüzde 8,25 düzeyinde sabit tutuldu.
- **Ankete Katılan 17 Ekonomistin Görüşlerinin Özeti:**
 - Politika faizi (Yüzde 8,25): Katılımcı sayısı 17; 17 ekonomist de değişim beklemiyor.
 - Piyasa yapıcısı bankalara sağlanan fonlama faizi (Yüzde 10,75): Katılımcı sayısı 17; 17 Ekonomist içinde; 1 ekonomist 25 baz puan indirim bekliyor, 1 ekonomist ise 50 baz puan indirim bekliyor. 15 ekonomist ise faiz değişimi beklemiyor.
 - Borçlanma Faizi (Yüzde 7,50): Katılımcı sayısı 17; 17 ekonomist de değişim beklemiyor.
 - Marjinal Fonlama Oranı (Yüzde 11,25): Katılımcı sayısı 17; 1 ekonomist 25 baz puan, 2 ekonomist ise 50 baz puan indirim bekliyor; 14 ekonomist ise değişim beklemiyor.
- Geçelim, Avrupa cephesine. Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB) bilançosunu büyüterek Euro Bölgesi ekonomisini canlandırmak ve düşük enflasyonla mücadele etmek amacıyla başlattığı kampanyanın başlangıcı hayal kırıklığı yarattı. Bankalar dört yıllık ucuz kredilerden yalnızca 82,6 milyar euro (106.26 milyar dolar) aldı. Uluslararası piyasa uzmanları, aralık ayında yapılacak ikinci operasyonda bankaların daha fazla talep gösterebilecekleri yönünde. Zaten, aralık ayında ECB de bankacılık sistemine ilişkin detaylı değerlendirmesini tamamlamış olacağından, bankalar söz konusu dönemde borçlanma konusunda kendilerini daha rahat hissedebilirler. Ayrıca, miktarın bankaların borç verme miktarını artırıp artırmamalarına göre ayarlanacağı altı operasyon daha yapılacak.

- Yine de 82,6 milyar euroluk ilk tahsis, ECB'nin ilk iki operasyonda kullanılmasını beklediği 400 milyar euronun yalnızca beşte birine denk geldi. ECB'nin bilançosu 2012'de gördüğü zirveden yüzde 50, yıl başından bu yana ise yüzde 12,3 küçülmüş durumda ve şu an bilanço büyüklüğü 2 trilyon euronun biraz üstünde. ECB Başkanı Mario Draghi 700 milyar euro ile 1 trilyon euro arasında bir parasal genişleme ile, Avrupa Merkez Bankası'nın bilançosunu 2012 yılı başlarındaki büyüklüğe ulaştırmak istiyor. FED'in bilançosu ise, gelecek ay tahvil alım programını son 15 milyar dolarlık kesinti ile bitiriyor olsa da, 400 milyar dolar daha büyüyerek, 4,4 trilyon dolara erişmiş durumda. Bu da, ECB'nin son küresel krize tepkide FED'in çok gerisinde kaldığını gösteriyor.
- ECB, son küresel kriz döneminde, bilanço büyüklüğünün bankalar ve bankaların likidite iştahı tarafından belirlenmesine büyük ölçüde izin verdi. Söz konusu iştah, ECB'nin üç yıllık kredileri vermeye başladığı 2011 sonunda oldukça güçlenmişti. Yapılan iki operasyonda bankalar 1 trilyon euronun üstünde borçlandı. Ancak, aldıkları söz konusu 3 yıllık kredilerin geri ödemesini de istikrarlı biçimde gerçekleştirdiler. FED ise, mortgage destekli menkul kıymet ve Hazine tahvillerinde yapılan alımlarının hızını kendisi belirledi. Şimdi ECB de varlığa dayalı menkul kıymet ve ipotekli tahvillerde alım yapmaya karar vermiş durumda. Ancak, miktar konusu hala net değil.
- Piyasa profesyonelleri, esasen ECB'nin yaklaşımını hayli mantıklı buluyorlar. Çünkü, Euro Bölgesi'nin finans sistemi, sermaye piyasalarından çok, bankalara dayalı. Ancak, bu özellik bir yandan da Avrupa Merkez Bankası'nın dış etkilere de bağlı olduğu anlamına geliyor. Bu nedenle, aralık ayında yapılacak operasyon da hayal kırıklığı yaratırsa, ECB, stratejisi hakkında yeni sorularla ve hükümet tahvillerinde alım yapması konusunda da yoğun çağrılarla karşı karşıya kalabilir.
- Asya'nın en büyük internet alışveriş portalı olan Çinli Alibaba, New York borsasında 19 Eylül'de gerçekleşen halka arzında, 21,8 milyar dolar gelir elde ettikten sonra, ilk işlem gününde de hızla yükseldi. Hisse fiyatı açılışta 68 dolardan 92,70 dolara fırladı. New York borsasındaki açılış gongunu şirketin kurucusu Jack Ma çaldı ve daha ilk dakikalarda Alibaba hisselerinde 100 milyonun üzerinde işlem gerçekleşti. Borsanın açılmasıyla birlikte Alibaba hisseleri yüzde 36 prim yapınca şirketin piyasa değeri de 227 milyar dolara çıktı.

- Halka arz öncesinde yapılan değerlendirme çalışmalarında şirketin değeri 167,6 milyar dolar olarak hesaplanmıştı. Alibaba'yı bu kadar değerli kılan ise Çin'de internet üzerinden yapılan alışverişlerin yüzde 80'ini yönetiyor olması. Şirketin siteleri üzerinden yaratılan iş hacmi, Amazon ve eBay'in yarattığı iş hacminin toplamından daha fazla. Alibaba'nın şimdiden ABD'nin dev şirketleri Walt Disney ya da Boeing'den daha değerli bir şirket konumunda olduğu düşünülüyor. Alibaba toptan satıcılar, perakendeciler ve küçük işletmeler için internet üzerinde oluşturulmuş bir pazar yeri gibi çalışıyor.
- Şirket yapılan her alışverişte para transferlerini yönetiyor ve hem alıcının hem de satıcının sorun yaşamadan işlemi gerçekleştirmesini sağlıyor. Alibaba sitelerine kayıtlı 279 milyon aktif müşteri var. Bu müşteriler ayda en az bir kez siteleri ziyaret ediyor. Çin'de giderek yaygınlaşan internet kullanımı ve bilinciyle birlikte internet üzerinden alışveriş sektörünün de hızla büyümesi bekleniyor. Alibaba ise halka arzla elde edeceği geliri hem gelişen ülkelere hem de ABD ve Avrupa pazarlarına girmek için kullanacağını söylüyor. Alibaba bu yılın ikinci çeyreğinde 2 milyar dolar kâr elde ettiğini açıkladı. Yılın ikinci üç aylık döneminde Alibaba'nın satışları yüzde 46 oranında arttı ve 2,54 milyar dolara yükseldi.
- Credit Suisse Gelişmekte Olan Ülkelerin Sermaye Piyasaları ile 2030 tahminlerini yayınladı. Kurum, 2014-2030 arasında gelişmekte olan ülkelerin dolar bazında piyasa kapitalizasyonunda en hızlı artışı Türkiye'nin göstermesini bekliyor. Halihazırda gelişmekte olan ülkeler, global hisse senedi piyasa kapitalizasyonunun yüzde 22'sini, global şirket ve ülke tahvil piyasa büyüklüğünün ise yüzde 14'ünü oluşturuyor. 2030'da ise söz konusu oranların hisse senedi piyasasında yüzde 39, şirket tahvillerinde yüzde 36 ve ülke tahvillerinde ise yüzde 27 olması bekleniyor.
- World Economic Forum tarafından yapılan yıllık Finansal Piyasalar Gelişme Anketine göre, son 8 yılda (2006-2014) en büyük gelişmeyi Çin göstermiş onu Türkiye, Filipinler, Güney Afrika ve Suudi Arabistan takip etti. 2014-2030 arasında gelişmekte olan ülkelerin dolar bazında piyasa kapitalizasyonunda yıllık yüzde 16,5 oranında artış hızı ile en hızlı artışı Türkiye'nin göstermesinin beklediğine dikkat çekti. Raporda göre, Türkiye'yi yüzde 15,5 ile Çin ve yüzde 15 ile Endonezya'nın takip etmesi öngörülüyor. Türkiye için 2030 yılı piyasa kapitalizasyonu tahmini ise yaklaşık 3 trilyon dolar seviyesinde bulunuyor.
- Global piyasa kapitalizasyonunda Türkiye'nin yüzde 0,3 olan ağırlığının 2030'da yüzde 1,1 olması bekleniyor. 2014-2030 arasında Türkiye için tahmini IPO/SPO

büyükülüğü ise toplam 218 milyar dolar seviyesinde bulunuyor. 2030 yılında Türkiye'nin şirket tahvil piyasasının GSYH'ya oranının yüzde 36,6 olarak, piyasa büyüklüğünün 820 milyar dolara artması bekleniyor. Global şirket tahvil büyüklüğünde Türkiye'nin yüzde 0,1 olan ağırlığının 2030'da yüzde 0,6 olması öngörülüyor.

- 2008 krizinin üzerinden 6 yıl geçti fakat uzmanlar hala yeni bir krizin gelebileceği konusunda uyarıyor. Financial Times'ın Ekonomi Başyazarı Martin Wolf, 2008 finansal krizden beri küresel finansal sistemin başka bir krizi önlemek için yeterince ilerleme göstermediğini söyledi. Wolf yaptığı değerlendirmede, "Durumumuz gerçekten değişim göstermedi" diye konuştu. Hala daha fazla borçla büyümeye talebin oluştuğuna dikkat çeken Wolf, borç makinesinin yeniden çalışmaya başladığını dile getirdi. Makineyi kusurlu bir makine olarak nitelendiren Wolf, yüksek kaldıraçlı ve yüksek derecede birbirleriyle entegre finansal kurumlar tarafından para yaratıldığını ifade etti.
- Durumun daha kötü bir hale gittiğini vurgulayan Wolf, "Tüm bunlar tehlikenin geldiğine işaret ediyor. Bu şekilde yürütülen istikrarsız bir sisteminiz varsa, krizler kaçınılmazdır" diye konuştu. J.C. Flowers CEO'su J. Christopher Flowers ise bankacılık sektöründeki aşırı regülasyonlar nedeniyle krizi ufukta görüyor. Tüm kuralların karda zayıflamaya neden olduğunu bildiren Flowers, "Bu gerçek bir kırılma. Kimse yüzde 5 getiri sağlayan bir sektöre yatırım yapmaz" diye konuştu.