



Ukrayna-Rusya gölgesinde Hazine İhaleleri, Enflasyon ve Avrupa MB toplantısı...

Ukrayna krizinde ürküten gelişmeler... Ukrayna krizi, Rusya'nın Kırım özerk bölgesine asker göndermesi ve ardından bölgeyi kontrolü altına almasıyla yeni boyuta ulaştı. İlk ülke arasında savaş rüzgarları esmeye başlarken Rusya ile NATO arasında soğuk savaştan bu yana görülen en ciddi kriz patlak verdi. Piyasalar gelişmeleri endişeyle izliyor. NY Vadeliler bu sabah %0.6-0.7 kadar ekside, Asya karışık, güvenli liman arayışlarına ev sahipliği yapan ABD tahvillerinde 10 yıllık faiz %2.61'e indi. Altın 1341 dolarda, USDTRY ise 2.23 kapsamında.

AMB "faiz toplantısı" market-mover... AMB Başkanı Draghi henüz her platformda Avrupa'nın "deflasyondan uzak" olduğunu, ancak gerektiğinde Banka'nın harekete geçmeye hazır beklediğini dile getiriyor. Artık, kritik Mart toplantısı geldi çattı. Perşembe yapılacak toplantıyı kritik kılan ise AMB'nin aynı anda "2014-2016 dönemini kapsayan orta vadeli enflasyon ve büyüme görünüm raporunu" da kamuoyuyla paylaşacak olmasıdır. Bu önemli; çünkü Draghi'nin "faiz indirimi" ve "parasal gevşeme" noktasında "Bundesbank'ı" ikna için yoğun çaba harcadığını biliyoruz. Gerçi son gelen büyüme verileri ek parasal gevşemeye henüz gerek olmadığı gibi bir manzara ortaya koysa da Draghi ile birlikte bazı Kurul üyelerinin deflasyon kokusu yayan enflasyon rakamlarından rahatsız olduğu da bir gerçek. Geçen Cuma açıklanan ve konsensüsün üzerinde gelen Şubat TÜFE resmi tahminleri ilk etapta AMB'nin hareketsiz kalacağı beklentilerine destek verse de yıllık bazda %0.8 gibi düşük bir seviye tedirgin edici.

AMB ne yapacak? Evvela hafta başında açıklanacak Şubat PMI final rakamları izlenmeli. Revizyon beklentisi yok ama Şubat'ta süpriz düşüş kaydeden PMI'lar Draghi'nin not defterine girdi. Ardından Çarşamba açıklanacak 4Ç Büyüme rakamları mercek altına alınacak. %0.3 beklenen 4Ç büyüme hızı uzun bir aradan sonra ilk kez bir önceki çeyreğe göre vites yükseltmiş olacak ancak düşük enflasyon karşısında Draghi'yi pek de tatmin edeceği söylenemez. Konsensüsü aşan Şubat TÜFE resmi tahmininin ardından piyasalar faiz indirimine pek fazla şans tanımasa da bizce 10 baz puanlık faiz indirimi göz ardı edilmemeli. Buna paralel mevduat faizi de "negatife" geçebilir. Seçenekler faizle sınırlı değil. AMB faizleri sabit tutup halihazırda Para Piyasası Programı kapsamında gerçekleştirdiği varlık alımlarının "strelizasyonunu" durdurarak "176 mia euro'luk likiditeyi aşamalı bir planla piyasada" bırakabilir. Bir diğer alternatif "zorunlu karşılıkların" indirilmesi. Olası gevşeme adımları olumlu algılanır.

Fed Başkanı Yellen'dan yeni bir mesaj yok... Geçen hafta Senato'da sunum yapan Başkan Yellen'dan yeni bir mesaj almadık. Fed, Bernanke'nin görev süresi dolarken çizdiği rotada yola devam edecek ve bu kapsamda tahvil alımlarını 10'ar milyar dolarlık adımlarla azaltıp yıl sonu itibarıyla sonlandırarak. Bu doğrultuda FOMC içinde güçlü bir konsensüsün olduğu da Yellen tarafından teyit edildi. Fed'i bu rotadan döndürecek - yani parasal gevşeme politikalarını çalışır vaziyette bırakacak - gerekçeler için "çitanın çok yükseğe konduğunu" anımsatmakta fayda görüyoruz. Fed'in ısrarla son dönemde makro verilerdeki bozulmanın "geçici" olduğunu savunması bu tezi destekliyor. Ukrayna krizi şu aşamada QE Tapering'i sonlandıracak kalibrede değil.

Yellen Şifresi: Sözle yönlendirme (forward guidance) kriterleri genişletilecek, faiz artırımını "ekonominin geneline" bağlanacak ve start düğmesine basmak için "çita" yükseltilecek... Fed bir taraftan olağanüstü dev likidite genişlemesini "normalize" etmeye çalışırken, diğer taraftan da piyasalarda "çalkantı yaratmadan ekonomiyi rayına oturtmak" gibi "zor bir denge" kurmaya çabalyor. Faiz politikasını da böylesine "zor bir denge" üzerinde yeniden dizayn etme arzusunda. Faiz artırımının 2015 ortasından önce gelmeyeceği yönünde de "güvercin" mesajlar verip ortalığı yatıştırmaya devam eden Yellen, kritik seviyeye (%6.5) çok yaklaşan işsizlik oranının "ana kriter" olmaktan çıkarılacağı ve "forward guidance" mekanizmasının yeniden inşaa edileceği mesajını açık seçik verdi. Tek kriter yerine, istihdam piyasasının tamamının ve %2.0'lik orta vadeli enflasyon hedefinin "temel kriter" teşkil edeceği belirtildi. Özetle, ABD'nin "sıfır faiz zemininden" yukarı çıkması yakın zamanda olası görünmüyor.

Fed faiz artırımına giden yolda nasıl bir rota takip edecek? Birinci aşama, Fed'in tahvil alımlarını 10 mia dolar azaltma kararı verdiği 18 Aralık'ta start aldı; takip eden süreçte piyasalar QE'lerdeki azaltımların 10'ar mia dolarlık adımlarla devam edeceğine inandırıldı. Şimdilerde ikinci aşamaya doğru ilerliyoruz. Bu aşamada, "forward guidance" muhtemelen yukarıda bahsettiğimiz doğrultuda yapılandırılacak (Mart/2Ç). Üçüncü aşamada, QE'leri sonlandırmaya yakın (4Ç 2014) Fed, ters repo işlemleriyle ve/veya ters repo faiz duyurularıyla piyasaların likidite sterilizasyona olan dayanıklılığını test sürecine alacak. Dördüncü aşamada, QE'ler sonlandırılacak (2014 sonu). Beşinci aşamada, Fed vadesi dolan ABD Hazine tahvillerine yeniden yatırımı kesecek (2Ç 2015) ve dolayısıyla bilanço daraltmaya başlayacak. Altıncı aşamada, faizler yükseltilecek (2Y 2015 / 1Ç 2016). Yedinci aşamada optimal bilanço büyüklüğü açıklanıp kademeli bir yol planı belirlenecek (2016). Bizim baz senaryomuz bu, ancak global piyasa koşullarına göre ilerleyen zamanda modifiye edebileceğimizi de hatırlatalım.

Şubat Tarım Dışı İstihdam dikkatle izlenecek... Geçen Cuma gelen ve ikinci okumada %3.2'den %2.4'e revize edilen 4Ç Büyüme oranı bizi şaşırtmadı; zira ilk tahminlerin stok etkisiyle şişirildiği sır değil. Fed'in ekonomideki zayıflamayı geçici nedenlere atfetmesini kabullenen ve orta hızda büyüme ortamına bahar aylarının gelmesiyle dönüleceği ümidini taşıyan Wall Street yatırımcısı tatsız günlerin sabırla bitmesini bekliyor. Bunu beklenti anketlerinden de görmek mümkün. Örneğin geçen Cuma açıklanan Chicago PMI'nin 60 sınırına yaklaşması ve Michigan Tüketici Güveninin yukarı yönde revize edilmesi ağır kış koşullarına rağmen beklentilerin korunmakta olduğu tezini destekliyor. Bu hafta, Kişisel gelir ve harcamalarda hafif artış, ISM endeksinde milimetrik düşüş, ADP özel istihdamda kısmi iyileşme ve son olarak da Cuma açıklanacak Şubat tarım dışı istihdamda 150bin gibi ılımlı artış görebiliriz. Bu rakamlar henüz olumsuz hava koşullarının etkisini yansıtacağından tolare edilebilir. Daha fazla ip ucu için Bej Kitap ve Fed yetkililerinin konuşmaları izlenmeli.

Yatırımcı rakamları nasıl yorumlayacak? Piyasaların ilk reaksiyonda "pozitif dataya pozitif, negatif dataya da negatif tepki" vereceği tezimiz kanıtlandı. Bir süre daha olası zayıf verilere "yüksek tolerans" eşliğinde bakılacak. Yalnız, burada bahsettiğimiz "piyasa-data etkileşimi" "günlük pozisyon" alanlar için geçerli. Carry ile pozisyon alıp taşıyanlar için daha kapsamlı bilgi gerekiyor. Onlar, Wall Street'in zirvelerinde "katalist" arayışında. Bir süredir bu sayfalardan, dirençlerde seyreden ve zaman zaman da uygun koşullarda yeni rekor seviyeleri test eden S&P 500'de geline düzeyi "dolar swap ve tahvil spreadleriyle" teyit etmekte zorlandığımızı dile getiriyoruz. Yeni bir "katalist" bulunmazsa Wall Street'i mevcut direnç seviyelerde tutacak motivasyon sağlanamayabilir. Henüz tam olarak olgunlaşmadı ama olası "düzeltme sinyalleri" göz ardı edilmemeli.

Asya karışık: Japonya tutarsız politikalar izliyor, Çin MB Yuan'a stres testi uyguluyor... Japonya'da hayalkırıklığı yaratan büyüme datasının ardından yeni sürprizler almadık ancak bu defa da Başbakan Abe'nin bazı stratejik ürünlerde tarife indirimlerini kabul etmemesi nedeniyle "trans-pasifik serbest ticaret" görüşmelerinin tıkandığını gördük. Şu noktada, nominal büyüme performansı üzerine inşaa ettiğimiz "güçlü Nikkei" öngörümüz beklentimizi karşılamıyor. Umud, Japonya MB'nin ek gevşemeye gitmesinde; zira Nisan'da tüketim vergileri devreye girecek. Maalesef BoJ bu yönde pek de arzulu görünmüyor. Çin'de FX dalgalanma bandının genişletileceği spekülasyonu Yuan'ın değer kaybettiği görülüyor. Bu, ihracata olumlu olduğu kadar kredi balonunun gözlemlendiği Çin finansal piyasalarının istikrarına da açık bir tehdit. Hatta, geniş dalgalanma bandının sermaye kaçışlarına yola açmasından korkuluyor. Çin MB son tahlilde dalgalanmaya bırakmak istediği Yuan'ın dayanıklılığını test ediyor. Kredi riski varken finansal istikrarsızlığı göze alamaz, bizce.

BİST nefeslendi... Geçen haftanın ilk bölümünde artan "siyasi risk" ve "Ukrayna/Rusya" endişeleriyle çok kan kaybeden ve bir ara "para piyasası dinamiklerinin" ötesinde satışla karşılaşan BİST, anımsarsanız, ikinci bölümde "dar çaplı" "risk pozisyon" imkanı bulmuştu. Şu ortamda, bu tür risk pozisyonlara girmenin her zamankinden daha fazla caseret gerektirdiğini itiraf edelim; çünkü TRY piyasalarında zorlu kombinasyonlar devam ediyor, kaldı ki Ukrayna riski de manşetlerde. Günlük hareketler "20 Kasım'dan" bu yana devam eden "ihtiyat" merkezli ana stretejimizi değiştirmiyor elbette. Kısa soluklu risk pozisyonlarının alınmasında ise klavuzumuz "para/swap" piyasaları. Hazine'nin son tahvil ihalelerini "stagflasyon" tadında fiyatlayan para ve swap piyasalarına özlenen fon girişi bir türlü olmuyor. Olsa, swap getiri eğrisinin şeklinden ve uzun-kısa vadeli faiz makasından görmüş olacağız. Nasıl mı? Fon girişiyle swap getiri gerisinin "stagflasyon" betimleyen "güney" istikametteki eğimi azalacak ve ayrıca uzun-kısa vadeli faiz makası kısa vadeli oranların düşmesiyle genişleyecek. Bunlar pek olmuyor. Aslına bakılırsa BİST'in %1.25 yükseldiği Cuma da olmadı; zira yabancı fon girişlerinin ilk durağı olan kısa vadeli segment milim alçalmadı. Ancak, "kötüleşme duruldu ve TL nefes aldı". 10 yıllık döviz bazlı fiyat/endeks trendlerini ihlal etmeye başlayan ve ayrıca GOP rölatif MSCI 12 Aylık Beklenen F/K değerlemelerinde de %16 gibi bir oranda iskontolanan (yani görece ucuz duran) BİST yakasını biraz olsun GOP ve iç siyasetten kurtardığında, ve ayrıca swaptaki kanama durulduğunda, "nefes" almaya çalışıyor.

...ancak bardağın yarısından fazlası boş... Yeni haftaya başlarken, yukarıda bahsi geçen "dar çaplı" "risk pozisyonun" büzüştüğü gözlenmekte. Evet BİST lehine hareket imkanı var; ancak oyun alanı geçen haftaya göre "daha dar" ve ayrıca Ukrayna riski nedeniyle "kırılgan". Swap'ta kısa uca (vade) istikrarlı para (FX) girişine dair güçlü sinyal alamayan ve dolayısıyla "taktik alımlara" gerekçe bulamayıp 10 yıllık desteklerde ürkek duruş sergileyen BİST'de bardağın yarısından fazlası boş. Örnek: geçen hafta stagflasyon kokusu yayan Hazine ihale sonuçları, 5 Mart'taki 16.6 milyar TL'lik yeni iç borç itfası, rotayı "güneye" kıran swap faiz makası, iç siyasi belirsizlik, GOP riski vs. Makro tarafta ise 2010 Şubat'ından bu yana en düşük seviye inen Tüketici Güveni enflasyon-büyüme paradigmasındaki bozulmanın sürdüğünü göstermekte. Bugün TSİ 10:00'da açıklanacak ve %8'e tırmanması beklenen Şubat enflasyon rakamları da bu durumu muhtemelen teyit edecek. Böyle bir ortamda piyasaların çok ihtiyaç duyduğu o "carry motifini" yatırımcıya veremeyen TCMB, ortodoks sıkı duruşunu sürdürerek bir anlamda efektif fonlama faizinde koridorun üst bandını (%11.5-12.0) gösteriyor. Bankalararası repo faizi bu ortamda %12.00'ye sızdı bile. Hazine, Pazartesi ve Salı toplam 5 ihalede en az 14.5-15.0 milyar TL finansman ararken TCMB'nin eli kolu bağlı. İç siyaset bir kenara, piyasanın akıbeti "yurtdışı gelişmelere" ve "swap piyasalarına" bağlı. Kısa vadede her "iki yöndeki dalgalanmaya" da hazırlıklı olalım; ancak haftaya Ukrayna-Rusya arasında esen savaş rüzgarlarıyla "risk-off" başladığımızı da not edelim.



Eczacıbaşı Menkul Değerler

ŞUBELERİMİZ

İSTANBUL MERKEZ

Büyükdere Caddesi No:209
Tekfen Tower Kat:5 34394
Levent İSTANBUL
Tel. : (212) 319 59 99
Faks : (212) 319 59 00

İZMİR

Halit Ziya Bulvarı No: 42
Kayhan İşhanı, K:4 D: 401
Konak İZMİR
Tel. : (232) 498 0 498
Faks : (232) 498 0 444

ANKARA

Ankara Ticaret Merkezi
Kızılırmak Mahallesi 1450. Sokak
No:3 Kat:14 Daire:64
Çukurambar/ANKARA
Tel. : (312) 292 93 00
Faks : (312) 292 93 43

ANTALYA

Deniz Mh.Konyaaltı Cad.
Arat Apt. No:13/3 07050
ANTALYA
Tel.: (242) 244 05 58
Faks: (242) 244 12 01

BURSA

Atatürk Caddesi Buluş İş Hanı
Kat:1 16010 Heykel BURSA
Tel.: (224) 224 03 64
Faks: (224) 224 60 54

BÖLÜMLERİMİZ

ELEKTRONİK İŞLEMLER

Büyükdere Caddesi No:209
Tekfen Tower Kat:5 34394
Levent İSTANBUL
Tel. : (212) 319 55 55
Faks : (212) 319 59 69
e-posta : datanet@emdaz.com.tr

VARLIK YÖNETİMİ

Büyükdere Caddesi No:209
Tekfen Tower Kat:6 34394
Levent İSTANBUL
Tel. : (212) 319 59 99
Faks : (212) 319 56 26

Bu dokümanda yer alan tüm bilgi ve veriler, güvenilir olduğu düşünülen kaynaklardan elde edilmiştir. Makroekonomik Araştırma Bölümü burada sunulan bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda makul özeni göstermekle beraber, olabilecek hatalar ve eksikliklerden sorumlu değildir. Bu belgede yer alan analizler çeşitli varsayımlar altında yapılmıştır. Değişik varsayımlar, önemli derecede farklı sonuçlar ortaya koyabilir. Bu belgede yer alan görüşler ayrıca bir uyarıya gerek olmaksızın değişebilir ve Eczacıbaşı Menkul Değerler A.Ş.'nin diğer bölümlerinin görüşleri ile farklı veya karşıt yönde olabilir. Bu belgede yer alan görüş ve düşünceler, Makroekonomik Araştırma bölümüne ait olup, Eczacıbaşı Menkul Değerler A.Ş. yönetiminin görüşlerini temsil etmez. Bu belgenin hazırlanmasından sorumlu olan Makroekonomik Araştırma Bölümü analist(ler)i, piyasa hakkında bilgi alabilmek, değerlendirebilmek veya yorumlayabilmek amacıyla, satış/pazarlama veya diğer bölümlerle iletişim kurabilir. Bu belgede yer alan yatırımla ilgili bilgiler, yorumlar ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Bu belge sadece bilgi amaçlı yayınlanmış olup, içeriğinin hiçbir bölümü alım-satım yönünde yatırım tavsiyesi olarak değerlendirilemez. Burada yer alan görüşler, yatırımcının mali durumuna veya risk ve getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilere uygun sonuçlar doğurmayabilir. Tüm hakları saklıdır. Bu belgenin hiçbir bölümü; Eczacıbaşı Menkul Değerler A.Ş.'nin önceden yazılı izni alınmaksızın çoğaltılamaz, yayımlanamaz veya fotokopi, mekanik kopyalama ve elektronik ortam dahil olmak üzere hiçbir surette dağıtılamaz.