



Avrupa MB toplantısı, TCMB Londra Konferansı ve Enflasyon...

Bu bir “hedge fon” piyasası... GOP'larda son iki haftadır esen risk rallisine sırtını dayayan ve 'seçim temasıyla' BİST üzerinden harekete geçen yatırımcının bundan sonraki kararında son sözü döviz kurunun (kur riskinin) söyleceği iddiasını ortaya atarak dün sabahki raporumuzu noktalamıştık. Dün gün boyunca “döviz kuru – BİST korelasyonuna” baktığımızda doğru karar verdiğimizizi düşünüyoruz. Bıraktığımız yerden devam edelim. Tamam herkesin gözü spot piyasada. Destekler, dirençler, formasyonlar, işlem kanalları, dalga boyları, momentum gibi çok yoğun ve detaylı tekniz analizler yapılıyor. Şu atmosferde en doğrusu da bu. Yalnız, bir ayrıntıyı gözden kaçırmamak gerekiyor. O da şu: dünkü raporumuzda da dile getirmeye çalıştığımız gibi, GOP ralisinden kuyruk rüzgarı alıp BİST üzerinden “carry” pozisyona girenler oyunu “fundamental” ilkelerle değil “risk/fırsat” motifleriyle oynuyorlar. Yani bir “hedge fon” piyasasından bahsediyoruz. Bunlar çok hızlı hareket eder ve bir sonraki hamlelerini tahmin etmek, spot piyasa verileriyle, çok zordur. Daha doğrusu pek olası değildir. Bunun en önemli nedeni, bahsi geçen bu kurumların pasif tarafının “en az üç boyutlu fiyatlama” teknikleriyle kurgulanan fonlama yapısından oluşmasıdır. Yani, türev ve vadeli piyasalardaki gelişmeleri iyi takip edip yorumlamak gerekir. Bu, çok geniş bir saha, biz ise size iki kanaldan durumu izah etmeye çalışacağız: a) swap faizleri, b) forward kur piyasası.

Hedge fon pazarında spekülasyonlara dikkat... Swap piyasasını yabancı fonların ilk uğradığı “ana terminal” olarak düşünebilirsiniz. TRY cinsi varlıklara dağılım ilk bu terminalden gerçekleşiyor. Önceki gün sadece kısa vadeli segmentte görülen TL-pozitif hareketlilik dün tüm vade segmentlerine yayıldı. Yani terminalin genelinde bir yoğunluk oluştu, elbette swap faizleri de bu yoğunlukta vade boyunca düştü. Tabii böyle bir yoğunluğun oluşmasında birşeyin “tetikleyici” olması gerekir. Son birkaç gündür TCMB'nin faiz indirimine gideceği söylentisi bu noktada devreye giriyor. Bu nedenle, bugün herkesin gözü kulağı TCMB'nin Londra'daki Konferansından gelecek mesajlarda. Bu söylentinin nereden ve nasıl çıktığını hiç bilmiyoruz ancak üzerinde ayrıntılı konuşmaya değer bir kanıt da bulamıyoruz. Doğru ekonomideki zayıflama ve kredilerdeki yavaşlama faiz indirimi için motif olabilir; ancak TCMB PPK'nın yüzü tamamen enflasyon riskine dönük. Oradaki işi tamamlamadan gevşeme olasılıklarını gündeme taşıyan bir kelimelendirmenin Nisan ve Mayıs PPK tutanaklarında yapılması çok düşük ihtimal şu anda. Kaldı ki TCMB kredi piyasasına destek anlamında ne yapacağını da söyledi: TL zorunlu karşılıklara (ZK) “sınırlı ve ölçülü” faiz ödemesi (ör TRY ZK'ların en fazla %15'lik bölümüne yıllık %5 faiz ödemesi gibi). Ve bu da Haziran'dan önce gelmeyecek. Planlama aşamasında olan bu adım daha atılmadan nasıl faiz indirimi söylentisi çıkarıldı, pek anlam veremiyoruz doğrusu. Başta da dedik ya hedge fon pazarındayız. BİST'in her türlü spekülasyona açık olduğunu unutmayalım. Ama öncelikle bugün TSİ 14:45 itibarıyla sahneye incek ECB faktörünün market mover olacağını akıllardan çıkarmayalım; zira o saatlerde ECB'den “ek likidite” kararının gelip gelmeyeceğini öğreneceğiz (birazdan bu konuya değineceğiz).

...ayrıca, bir de kredi notu meselesi var... Neredeyse hemen hergün kur baskısının şirket bilançolarını tahrip ettiğinden ve bunun ülkenin kredi not görünümünü tehdit ettiğinden dem vuran uluslararası derecelendirme kurumları bir de faiz indirimi olursa sizce ne der? Sessiz kalmazlar herhalde. Bu noktada, Fitch'in Cuma Türkiye'nin kredi notunu açıklayacağını not edelim. Fitch'den not veya görünüm değişikliği beklenmiyor, daha çok izlemeye kalacak. Ancak Moody's 11 Nisan'da ilan edeceği basın bülteninde bankaların kredi notunu düşürebileceğinin sinyalini verdi. Özetle, evet seçim sonrasında bir rahatlama oluştu ancak bunun faizleri de gevşetecek motivasyon sağlayacağı düşünülmemeli bizce. Bu faslı burada kesip döviz piyasalarına geçelim.

Son sözü kur riski söyleyecek... “Kur riskini” ölçümlemekte kullandığımız 3 aylık USDTRY forward kontratlarının işlem gördüğü “faiz oranı” şu saatlerde %10.80'lerde. Dün bu oranın bir ara 10.50'lere kadar gevşediği gördük. Evet, hafta başındaki raporlarımızda da dile getirdiğimiz gibi bu oran önceki haftaya göre 100 baz puan düşerek kur riskini görece hafifletti ve dolayısıyla derin piyasalardaki sofistike yatırımcının TL'ye olumlu bakışını yansıttı; ancak diğer taraftan da “kur riski algısında” henüz trend değiştirecek bir gelişmeye de işaret etmiyor. Bizce USDTRY forward kontratlarda 3 aylık kur düzeyinin belirlenmesini sağlayan faiz oranı %10'un altına kalıcı düşerse trend değişikliğinden olumlu anlamda söz etmeye başlayabiliriz. Bu oranın bizim BİST'e attığımız “risk primi” açısından da belirleyici öneme sahip olduğunu yatırımcılara anımsatalım.

Avrupa MB kararları bekleniyor... Sinyaller yine karıştı... 7 Mart'tan bu yana ECB'den "ek likidite hamlesinin" gelebileceğini tartıştık durduk, artık saatler kaldı. Olası gevşeme adımları GOP'lardaki toparlanmayı teyit eder ve BİST'e de tempo verebilir. Peki ya ECB 6 Mart toplantısında olduğu gibi yine hareketsiz kalırsa? Bu ihtimal yok değil; hatta bazı ECB üyelerinden gelen son açıklamalar hatırısayılır sayıda ekonomist/analisti "ECB'nin bugünkü toplantıyı da bekle-gör modunda geçirme eğiliminde olduğunu" düşünmeye sevk etti. Dolayısıyla "bekle-gör" ve "ek likidite genişlemesi" senaryolarının birbirine yakın durduğunu söylemek yanıltıcı olmaz. Eğer ECB bugünkü toplantıda da "hareketsiz kalır ve beklenen ek likidite önlemlerini almazsa" EURUSD 1.39'lara tırmanır; bir süredir "ek likiditenin" yolunu gözleyen GOP'lar ise kazançlarını geri vermeye başlayabilir. Kar realizasyonunun ne boyutta olacağı ise TSİ 15:30'da basın toplantısı düzenleyecek olan Başkan Draghi'den gelecek açıklamalara bağlı. PPK toplantısında masaya gelmesi beklenen "ek likidite tedbirleri" ve hatta "ilerleyen aylarda olası QE (varlık alım) seçeneklerine" ilişkin Draghi'den piyasaları ikna edecek açıklamalar gelirse GOP'lar son 10 günde yakaladığı %6.8'lik getiriden çok fazla realizasyona yanaşmayabilir; hatta irtifayı koruyabilir de.

Biz ne bekliyoruz? Aslında ECB %0.25 olan politika faizini çoktan indirmeliydi. Bundesbank'ın baskısıyla yap(a)madı. Mevcut makro ve piyasa koşulları faiz indirimi için uygun ancak bugün de ECB'den böyle bir karar gelmeyecek. Para Piyasası Programı kapsamında halihazırda devam eden (sterilize edilmiş) varlık alımlarında da bir değişikliğe gidilmeyecek ancak "ek likiditeye" dair umut var. Bu senaryoda piyasalarda çok büyük değişiklikler olmaz. GOP'lardaki risk-on atmosfer ve irtifa korunabilir ancak borsalarda dış dokunur tempo artışı görmeyiz; çünkü ek likidite beklentileri 20 Mart'ya bu yana %6.8'lik bir ralli yakalayan MSCI GOP endeksinde önemli oranda satın alındı.

ABD'de tarım dışı istihdam (TDİ) rakamları bekleniyor... Yarın TSİ 15:30'da açıklanacak. Dün gelen ve konsensüsün (195bin) çok az altında 191bin kişi artan ADP özel istihdam verisi TDİ'da 200bin+ beklentilerini törpülemedi ancak desteklemedi de. Bugün TSİ 17:00'de açıklanacak ISM Hizmetler verisi dikkatle izlenecek; zira alt kalemler TDİ için önemli bilgiler içeriyor. İki hafta önceki şahin söylemlerinden ciddi oranda geri adım atan Yellen, data-piyasa arasındaki doğrusal ilişkiyi yeniden canlandırdı. Yani iyi data alıcılı Wall Street, bizce.

Piyasalarda bu sabah hava nasıl? ECB toplantısı öncesinde Asya'da karmaşık bir hava var. Çin'de hükümetin KOBİ destek paketi olumlu ancak zayıf PMI verileri moral bozucu. ABD borsaları ise ilk etapta yarın açıklanacak tarım dışı istihdam ve ardından gelecek hafta start alacak 1Ç bilanço sezonunu bekliyor. Dün Fed bölge başkanlarından Lockhart ve Bullard faiz artırımını konusunda uzlaşamayınca (Bullard: 2015 1Ç'de faiz artırılabilir; Lockhart: 2015 2Y'dan önce faiz artırılmamalı) Wall Street'te de iştah kesildi. Bu sabah NY Endeksleri vadeli işlemlerde yatay. Özetle global atmosfer BİST'e bu sabah katkı yapmıyor. Brent petrolün, Libya'da bazı rafinerilerin yakında açılacağı beklentisiyle, 105 doların altına inmesi ise olumlu.

Bugün BİST ilk etapta TSİ 10:00'da açıklanacak Mart enflasyonunu bekleyecek. TÜFE'nin %0.85 artması bekleniyor. Bizce %0.80-1.00 arasında piyasadan pek bir reaksiyon gelmez. %1.2 ve üzeri olumsuz, %0.80 altı ise olumlu olur. Ardından gözler TCMB'nin Londra Konferansına çevrilecek ve döviz kurundaki hareketlenmeler yakından izlenecek.



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 Hamı
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.