



Soğuk hava...

ABD'de datalar iyi ama... 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 yaklaşmasının ve Michigan Tüketici Güveninin yukarı yönde revize edilmesinin ardından dün açıklanan ISM İmalat (Şub) da yüksek geldi. Bu rakamlar ağır kış koşullarına rağmen beklentilerin korunmakta olduğu tezini destekliyor. Kişisel gelir ve harcama tarafında da sorun yok. Orada da konsensüsü aşan artışlar gördük.

...Ukrayna krizi moral bozdu... ABD'deki pozitif data akımı Ukrayna kriziyle çalkalanan piyasalarda yerini bulamadı ve Rusya'nın siyasi / askeri manevralarından rahatsızlık duyan Wall Street sattı. Bir süredir para piyasasındaki dinamiklerle açıklanabilen seviyelerin üzerinde seyreden ve katalist arayan NY endeksleri Ukrayna krizini satış nedeni olarak kullandı; ama neyse ki olumlu datalarla kayıplar sınırlı kaldı. Bir ara Rusya'nın Ukrayna ordusuna "ültime" gönderdiği haberiyle sertleşen satışlar, ardından Rusya'nın yalanlamasıyla duruldu. ABD Başkanı Obama'nın Rusya'yı ekonomik ve diplomatik kanallardan izole etme tehdidi, Soçi'de Haziran'da yapılması planlanan G-8 zirvesi ile ilgili hazırlıkların askıya alınması, NATO'nun bugün AB'nin ise Perşembe olağanüstü acil toplantı kararı alması Rusya'yı dizginlemiş olabilir. Başta kısa sürede çözümlenmesi beklenen Ukrayna krizinin zaman alabileceği düşüncesi şu aşamada ortaya çıktı. Gözler bugün de Ukrayna/Rusya hattında. Asya piyasalarında ölçülü kayıplar gözlenirken ABD vadeli %0.20 kadar artıda. %2.60'lardaki ABD 10 yıllık tahvil faizleri, 1350 dolara yükselen altın ons fiyatı ve 111 doları aşan Brent petrolü piyasalarda güvenli liman arayışlarının ön planda olduğunu göstermekte.

Şubat enflasyonunda manşet beklentilere paralel ama çekirdek kayıyor... Dün açıklanan Şubat TÜFE verileri tahminlere paralel %0.43 oranında arttı. Açıkçası biz de %0.50 ile geçen ay %2'ye yakın artan TÜFE enflasyonunun önemli oranda yavaşlamasını bekliyorduk. Yalnız en başta belirtelim, yavaşlamanın temelde giyimde devam eden indirim sezonundan ve önceki ay %5.2 gibi sert bir oranda yükselen gıda fiyatlarındaki yumuşamadan kaynaklanacağını düşündüğümüz için tüm dikkatimizi "çekirdek" rakamlar üzerinde toplamıştık. 12 aylık bazda sırasıyla %8.4 ve %8.6 ile son iki yılın zirvesine tırmanan çekirdek I ve H endeksleri itiraf etmek gerekirse bize de biraz fazla geldi. Durum ortada! TL'de Kasım'da başlayan ve %10'u aşan değer kaybı, "kuraklık ve siyasi belirsizlikle" birleşince enflasyonda "çekirdeği" şişirmeye başladı. Maliyet tarafına baktığımızda ise geçen yılı %7'de kapatan ÜFE'nin son 26 ayın zirvesi olan %12.40'a tırmandığı gözlenmekte. Üstelik, TÜİK'in yaptığı son değişiklikle bu rakamın içinde artık tarım fiyatları da yok. Öte tarafta, geciktirilen enerji zamlarını da resmin dışında tutmamak gerekir. Bu atmosferde TÜFE ile ÜFE arasındaki makas maliyet enflasyonu yönünde 451 baz puan açılarak TÜFE'deki artışların 2Ç'de de devam edebileceğine işaret ediyor. Perakende sektör maliyet baskısının bir kısmını sermayeden karşılama yolları arayabilir ancak pek fazla hareket alanının kalmadığını da not edelim.

Hazine ihalelerinden gelen mesajlar dikkatle takip edilmeli... Lehman sonrası en düşük seviyeye inen tüketici güveni de oyuna dahil olunca ortalıkta dolaşan "stagflasyon" namelerini yadırgamamak gerekir. Bu resmin olumlu tarafı ise dış ticaret. TİM verilerine göre ihracat Euro bölgesi öncülüğünde %4.5 oranında artarak imalat sanayiine moral desteği sağlasa da yetmez; zira yurtiçi milli hasılanın %70'i iç talepten geliyor. Jeopolitik riskler ve iç siyasi belirsizlik özel sektörü hem tüketim hem de yatırım noktasında gardını almaya zorladığından spotlar bu noktada politika yapımcılarına dönüyor. Mevcut ortamda, TCMB'nin duruşu son PPK sonrasında çok net. 28 Ocak'ta bildiğimiz ortodoks sıkılaşıma geçen TCMB efektif fonlamada 150 baz puana kadar faiz artışına (koridor içinde) göz kırıp interbank O/N repo faizini Ukrayna/Rusya kriziyle tavan sınıra (%12.00) kadar taşıyınca, ekonomiye ivme sağlama noktasında hükümetten başka bir adres aklı gelmiyor. Bir taraftan, uluslararası yatırımcıları ve derecelendirme kurumlarını sakinleştirmek, diğer taraftan da yurtiçinden dört gözle beklenen destek adımlarına kulak vermek durumunda kalan Hükümet ince bir dengede duruyor; çünkü 2013 sonlarına kadar Türkiye ekonomisini GOP'lardan ayırıştıran borç dinamikleri biraz farklı çalışmaya başladı. Evet alarm durumu kesinlikle yok ancak Hazine ihalelerinden gelen mesajları da göz ardı etmemek gerekir.

BİST’de zorlu kombinasyonlar devam ediyor... Geçen hafta stagflasyon kokusu yayan Hazine ihaleleri yarınki 16.6 milyar TL’lik yeni iç borç itfası öncesinde dün de çok farklı bir görünüm çizemedi maalesef. Hatta, geçen hafta ihraç edilen 5 yıl vadeli sabit kupon ödemeli tahvil faizi 25 baz puan yükselerek %11’i aşarken, Hazine’nin 2019 vadeli TÜFE endeksli tahvilin yeniden ihalesinde oluşan talep/karşılama oranının da bir miktar zayıfladığı görüldü. Bugün yapılacak 2 yıllık referans, 10 yıllık sabit kupon ödemeli ve 7 yıllık değişken faizli tahvil ihalelerinde “stagflasyon” endişesini ensesinde hisseden piyasadan toplam 8-8.5 milyar TL tutarında finansman sağlaması gereken Hazine’nin işi pek de kolay olmayabilir. BİST ise iç siyasetteki belirsizlik ve jeopolitik risklere ek olarak Hazine ihalelerinin sonuçlarını da dikkatle takip edecek. Tamam 10 yıllık döviz bazlı fiyat/endeks trendlerini dahi aşağı yönde ihlal eden ve ayrıca GOP rölatif MSCI F/K değerlemelerinde %17 gibi bir oranda iskontolanan (yani görece ucuz duran) BİST aslına bakılırsa cazip. Hatta, para/swap piyasası dinamikleriyle karşılaştırıldığında BİST’de geçen Perşembe’den bu yana “dar çaplı” “risk pozisyon imkanı” halihazırda mevcudiyetini koruyor. Dün Ukrayna/Rusya hattındaki krizin yol açtığı %2.2’lik düşüş bahsi geçen “risk pozisyonunu” bir miktar besledi de. Ancak, öte taraftan zorlu kombinasyonlar da devam ediyor.

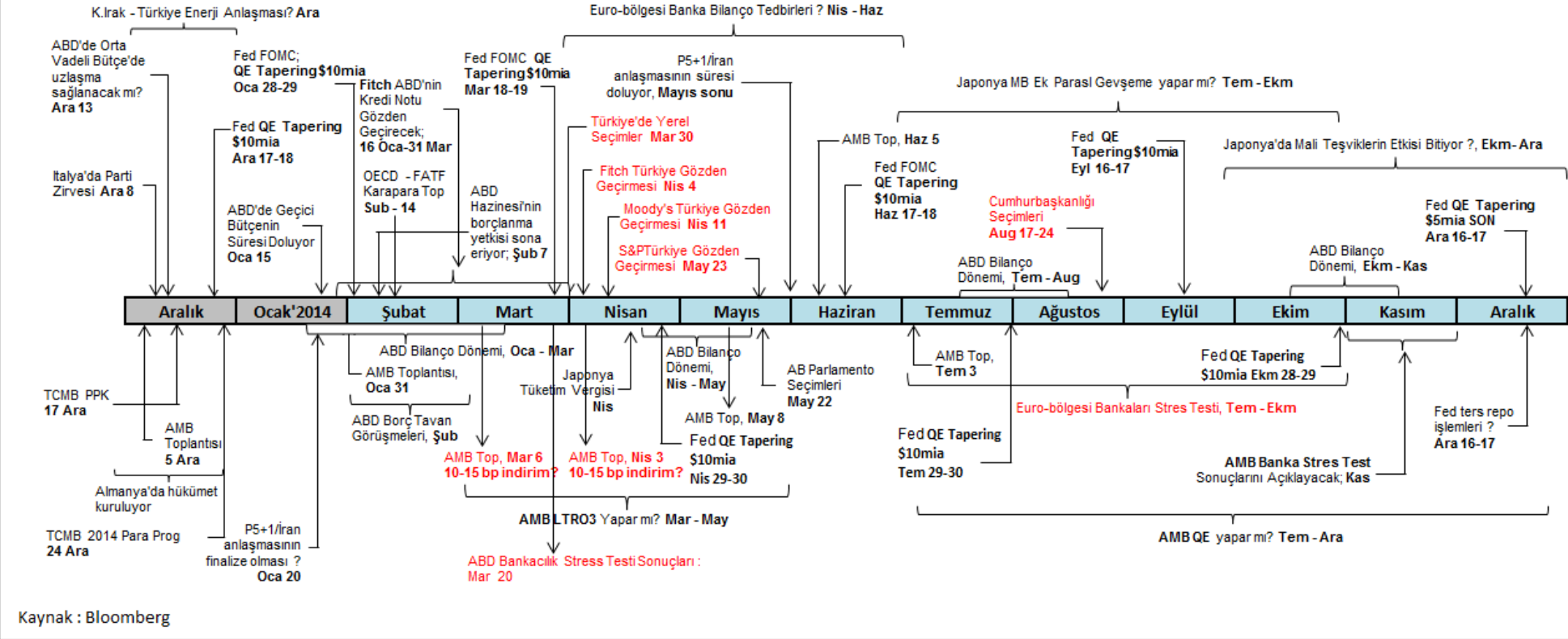
Katalist aranıyor... Öncelikle, yakın döneme ilişkin risk algısının artmasıyla “yüksek irtifada” “güneye” yönelen swap piyasasına yabancı fon girişinin bir türlü gerçekleşmediğini bir kenara yazalım. Bu nedenle, carry arayanların görmekten hoşnut olmadığı, uzun-kısa vadeli faiz makasındaki daralma (6 ay – 2 yıllık segmentteki faizlerin 5-10 yıl vadedeki segmente kıyasla yüksek seyri) BİST-negatif. Ortalık biraz durulduğunda ucuz değerlemelerden toparlanma eğilimi gösteren BİST’te mevcut risk-off atmosferde “risk pozisyon” imkanını kullanmaya teşebbüs etmek şu noktada gerçekten cesaret ister. Ve bunun için de katalist gerekir.

“20 Kasım’dan” bu yana devam eden “ihtiyat” merkezli ana stretejimizde bir değişiklik yok ancak kısa soluklu risk pozisyonlarının alınmasına da klavuzluk etmeye devam ediyoruz... Fundamental bazda pek çok sorunu bir arada yaşayan BİST iş değerlemeye gelince, az önce de değindiğimiz gibi, gerek MSCI F/K ve gerekse para piyasası dinamikleri açısından “dar çaplı” da olsa bir miktar “risk pozisyon imkanı” taşıyor. Ancak piyasaların “risk-off” olduğu bir ortamda bu tür hamleler öncelikle “anti-carry” akımlarının durulmasına ve ayrıca boğaları harekete geçirecek sağlam katalist(ler)in oluşmasına bağlı. Carry tarafında moral-motivasyonun iç ve dış risklerden dolayı bozuk olduğu gün gibi ortada; katalist tarafında ise Perşembe günkü AMB toplantısı piyasalara bir hikaye sunabilir.

Ukrayna/Rusya krizi piyasalar açısından tehdit; ancak, Avrupa MB toplantısı (Perşembe) ve ABD Tarım Dışı İstihdam (Cuma) da market mover... Geçen hafta Euro-bölgesinde konsensüsü aşan Şubat TÜFE resmi tahmininin ardından piyasalar AMB’nin olası faiz indirimine pek fazla şans tanımasa da bizce 10 baz puanlık indirim 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 mevcut atmosferde olumlu algılanır. ABD tarafında ise Cuma açıklanacak tarım dışı istihdam dikkatle izlenmeli, öncesinde yarın ilan edilecek ADP özel istihdam ve ISM hizmetlerden önemli ip uçları alabiliriz. Bu arada, Fed FOMC’nin yeni üyeleri Stanley Fischer, Lael Brainard ve Jerome Powell bugün ABD Bankacılık Komitesinde birer sunum yapacaklar. Her üçü de 19 Mart’taki Fed FOMC toplantısına katılacak.

BİST’de nasıl pozisyon almalı? Sonuç olarak, Ukrayna-Rusya hattındaki gerilimin çok boyutlu hale gelmesi piyasalara öncelikle “risk-off” atmosfer veriyor. Bu durum, enflasyon-büyüme paradigmasındaki bozulmanın sürdüğü ve iç siyasetteki belirsizliğin devam ettiği bir ortamda makro fundamentallerden carry motifi alamayan BİST için moral bozucu. Ancak öte taraftan da GOP rölatif endeks ve F/K değerlemelerinde cazip duran BİST yakasını biraz olsun dış riskler ve iç siyasetten kurtardığında, ve ayrıca swaptaki kanama durulduğunda, “nefes” almaya çalışıyor. Yatırımcı para piyasası dinamiklerini ve görelî değerlemeleri de dikkate alarak “dalgalanmanın” çift yönlü olabileceğini unutmamalı.

2014 Yılında Global Piyasalarda Kırılma/Sert Volatilite (+/-) Yaratabilecek Ana Olaylar - Risk/Fırsat Haritası





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.