



TCMB, ECB ve Fitch...

Dün piyasalar Londra'ya kilitlendi... Dün gün boyunca piyasaların radarında merkez bankaları vardı. TCMB'nin Londra Konferansı ve Avrupa MB (ECB) toplantısı yakından izlendi. TCMB'den başlayalım. Son birkaç gündür, nereden ve hangi gerekçeyle çıkarıldığını bilmiyoruz, TCMB'nin yakınlarda faiz indirimine gidebileceği söylentisi hakimdi. Öyle ki, bu söylenti hem tahvil hem de swap faiz eğrilerine hükmetmiş, özellikle de swap piyasasının kısa vadeli segmentinde kümelenme yaratmıştı. Elbette bunun yansımalarını döviz kuru üzerinde de görmüştük; zira USDTRY forward kontratlarının fiyatlandığı (beklenen) faiz oranı bir hafta içinde 100 baz puan kadar düşmüştü. Açıkçası TCMB'den bir faiz indirim spekülasyonuna hiçbir anlam yüklemesek de itiraf edelim vadeli ve türev piyasalardaki bu tür gözle görülür hareketlenmeler bizde de merak uyandırmıştı. Ne de olsa oradaki fiyatları piyasaların dahi çocukları yapıyor. Neyse, tahminlerin üzerinde %1.13 oranında artarak yıllık bazda %8.39'a yükselen Mart enflasyonu Londra'dan haber manşetleri terminal ekranlarında gösterime girmeden beklentileri törpüledi. Çekirdek enflasyonun en dar tanımında dahi %9.3 ile son 7 yılın zirvesine sıçraması o tür hesapların içinde olan piyasa oyuncularını kendine getirdi. Piyasa gösterge faizi 20 baz puan yükseldi. Peki Londra konferansında Başçı ne mesajlar verdi?

Başkan Başçı makro perspektiften ne mesaj verdi? TCMB para politikasında rotayı çizerken ana merkez aldığı çekirdek enflasyon son 7 yılın zirvesine tırmanınca faizde nasıl gevşeme mesajı verebilir ki? Hele ki bir de çekirdek enflasyonun mevsimsellikten arındırılmış aylık değeri yıllık rakama dönüştürüldüğüne %12 gibi bir oran karşımıza çıkınca! Enflasyonun tüm sektörlere tehlike arz eden ölçüde yayılma eğilimi gösterdiği bir ortamda, TCMB elbette gevşeme sinyali veremedi. Hatta bazı söylemleriyle piyasadaki spekülasyona son derece ihtiyatlı yaklaşan bizleri bile şaşırttı desek yeridir. Mesela, oto piyasasının %24 ve beyaz eşya piyasasının ise %13 oranında küçüldüğü, kredi artış hızının %12 temposuna yavaşladığı bir ortamda ekonominin ilk çeyrekte orta hızda büyümeye devam ettiği hatta %4.0'ün biraz altında GSYİH artışı olabileceğini söylemesi gerçekten bize çok ilginç geldi. Tamam, reel sektör güven endeksi büyüme bölgesinde, kapasite kullanım da %73'lerde; iyi ama sahadan gelen son rakamlara ne demeli? Kaldı ki TCMB'nin Kompozit Öncü Göstergeler endeksi büyüme eşğinin altında seyrediyor. Dün BİST global piyasalardan ayrışarak alımlarla kapandıysa sanırız bunun bir nedeni de Başçı'dan büyümeye dair gelen olumlu mesajdı. Bunu bardağın dolu tarafına koyalım derseniz. Ancak, öte taraftan, Başçı eğer ekonominin orta hızda büyümesini bekliyorsa, bu çekirdek enflasyonun %10'a doğru ivmelendiği bir ortamda faiz koridorunun kılına dokunmayacağı anlamına geliyor bizce, en azından yaz ortasına kadar. Zaten, Başçı enflasyonun yaz aylarına kadar yükseliş trendinde kalacağını peşinen kabul ediyor. Bunu da bardağın boş tarafına koyalım.

.... piyasalara ne söylemek istedi? Öyle sanıyoruz ki, Başçı reel kesimden gelen yardım çağrılarına cevap vermek ve enflasyonun ciddi şekilde çift haneyi zorladığı bir ortamda acilen harekete geçmeyeceğinin mesajını göndermek istedi. O zaman, bir süredir TCMB'den "carry motifi" bekleyen yatırımcılara da "makro-ihtiyatı" politika adımları dışında öyle dişe dokunur bir destek gelmeyecek. Orada da Başçı'dan aslına bakılırsa piyasaları memnun edecek pek birşey duyamadık. Zira, piyasaların dört gözle beklediği "TL zorunlu karşılıklara faiz" teması, çekirdek enflasyondaki ısınmadan çekinen Başçı'nın oldukça ihtiyatlı açıklamalarından sonra epeyce zayıfladı. Şöyle ki TCMB'nin makro-ihtiyatı adımları henüz sadece bir seçenek olarak masada tuttuğunu, yakın vadede uygulamaya koyma niyetinde olmadığını, uygulamaya geçmesi halinde ise TCMB'nin munzamlara sadece %2.5-3.0 gibi piyasa beklentilerinin yarısında kalan oranda bir faiz ödemesi yapabileceğini öğrendik..

Mesajlar TL piyasalarını taşımaya yetecek mi? Özetle, Başçı Londra'da umulanın aksine şahin konuştu ve mevcut sıkı duruşun en azından yaz ortalarına kadar devam edeceğinin mesajını verdi. Bu bizi hiç şaşırtmadı çünkü Türkiye şu sıralar uluslararası derecelendirme kurumları tarafından mercek altında tutuluyor. İhtiyaç duyulması halinde yukarıda bahsi geçen makro-ihtiyatı tedbirler uygulamaya konacak ancak etki alanı son derece sınırlı olacak ve Haziran'dan önce de devreye girmeyecek. Şahin açıklamaların ardından swap piyasası elbette getiri eğrisi boyunca tüm vadelerde yukarı kayarken, tahvilde de benzer bir görünüm karşımıza çıktı. BİST ise öyle anlaşılıyor ki "orta hızda büyüme" temasıyla yetindi. Peki bu, artık MSCI GOP'lara karşı 12 aylık beklenen F/K oranları üzerinden hemen hiç iskonto sunmayan BİST'i taşımaya

yetecek mi? Yerel seçimler sonrasında alışlagelen bir rahatlama sergileyen BİST için bu soruya olumlu cevap vermek çok kolay değil. Kaldı ki son bir haftadır piyasaya moral-motivasyon sağlayan “kur riskindeki” düşüş de durdu. Çünkü işlemlerde USDTRY forward kontratları fiyatlayan oyuncuların daha düşük bir “risk faktörüne” pek fazla sıcak bakmadıklarını hissettik. Bu noktada elbette global likiditeye ilişkin beklentiler de oldukça etkili. Dilerseniz 20 Mart’tan bu yana GOP’ları ralli havasında tutan çünkü ECB toplantısına ve Başkan Draghi’den gelen mesajlara bir göz atalım.

ECB olabildiğince güvercin mesajlar gönderdi ancak aksiyon yok... Faizi beklentilere paralel değiştirmeden sabit bırakan ECB son iki haftadır piyasaların dört gözle beklediği “ek likidite” notasında da hareketsiz kaldı. Tıpkı 6 Mart’taki toplantıda olduğu gibi hiçbir politika adımı atmayan ECB önceki toplantıdan iyi bir ders çıkarmış olmalı ki “sözle yönlendirme” aşamasında tüm kanallardan güvercin mesajlar gönderdi. Aksi durumda son 10-12 günde ECB beklentileriyle ralli yapan global borsalar (GOP’lar %6.8’lik ralli ile başı çekti) sert düşüş gösterebilirdi. ECB satış dalgası yaratmak istemedi. Bu amaçla, Başkan Draghi basın toplantısında a) geleneksel olmayan politika genişlemesine ihtiyaç halinde gidilmesine tüm ECB üst yönetiminin oybirliğiyle karar verdiğini, c) ECB’nin gerektiğinde ek likidite desteği sağlamaya hazır olduğunu, d) ECB’nin teknik ve hukuki altyapısının niceliksel gevşemeye uygun olduğunu, e) Banka’nın niceliksel gevşeme seçenekleri / yöntemleri üzerinde çalışma yapacağını ve f) Nisan toplantısında negatif mevduat faizinin görüşüldüğünü dile getirdi. Görüldüğü üzere, ECB başkanının çantasında yok yok. ECB her kanaldan para politikasını gevşetmeye hazır olduğu mesajını göndererek Avrupa ekonomisinin deflasyona sürüklenmeyeceği garantisini vermeye çalıştı. Aksiyona geçme aşamasında ise kritik gösterge enflasyon olacak.

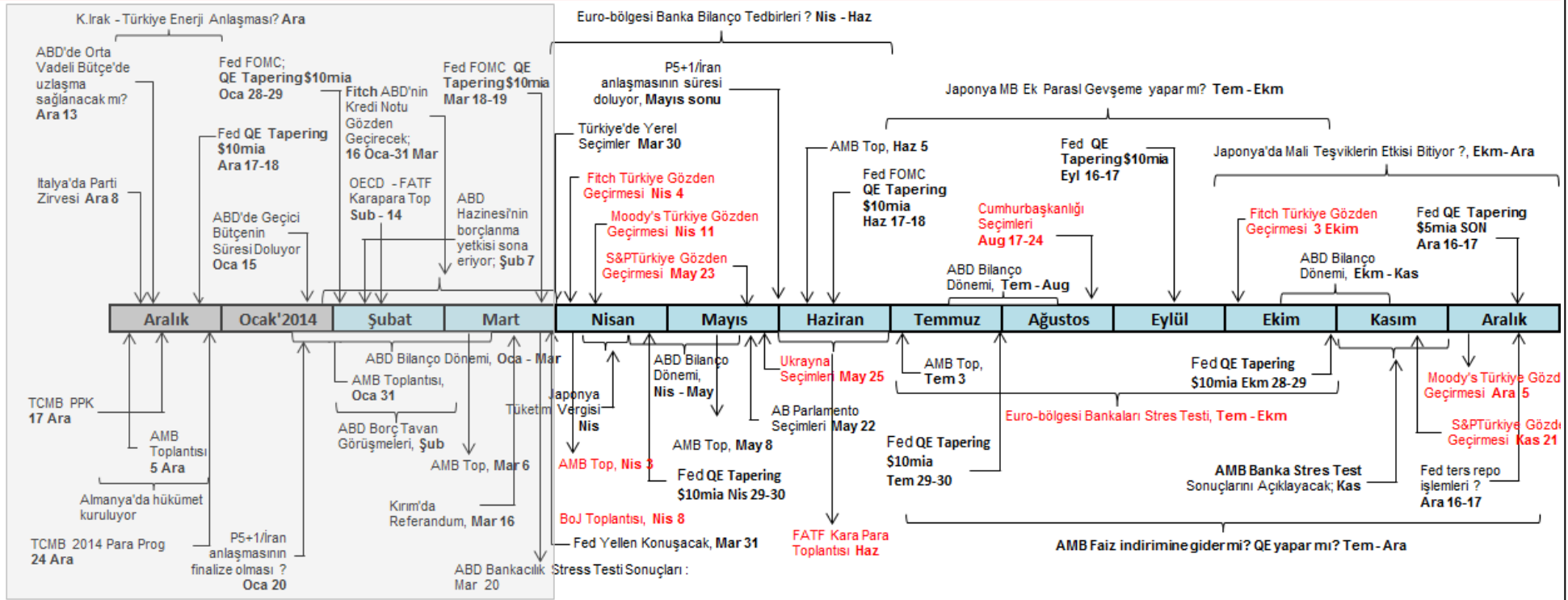
ECB bundan sonra ne yapacak? Nisan’da enflasyonda artış bekleyen Draghi, öyle sanıyoruz ki düşük bir rakamla karşılaşması durumunda ECB üst yönetimine Mayıs’ta harekete geçmeyi önerecek. Bizce, eğer ECB bir faiz indirimi kararı alacaksa, bu Haziran’da gelir ve indirim oranı da 10 baz puan kadar olur. Bu durumda, politika faizi %0.15’e gerilerken, mevduat faizi de “eksiye” geçer. Faiz indirimi de yetmezse QE’ler masaya gelir ve Eylül’de aksiyon alınabilir ancak şu anda ECB’de bu yönde bir eğilim yok. Piyasalar şimdilik Draghi’nin “uçamayan ancak çok istekli kanat çırpın güvercin” görünümüne iyi niyetli yaklaşıyor. Görünen o ki yatırımcılar Mayıs başında açıklanacak Nisan enflasyonuna ve sonrasında yapılacak ECB toplantısına kadar bekleyecek. Borsalar pek fazla tatmin olmasa da 1.3710'lara gerileyen EURUSD paritesi piyasanın Draghi’ye geçici bir süre kredi açtığına işaret ediyor.

ABD’de gözler tarım dışı istihdam verilerinde... Dün zayıf gelen Haftalık İşsizlik ve beklentileri karşılamayan ISM Hizmetler endeksi bugün TSİ 15:30’da açıklanacak Mart Tarım Dışı İstihdam (TDİ) öncesinde pek de iyi tat bırakmadı. Öyle bile olsa, biz, Mart’ta tarım dışı istihdamın 210bin (konensüs:200bin) arttığını düşünüyoruz. İşsizlik oranı da muhtemelen %6.7’den %6.6’ya inecek. Ancak, hemen hatırlatalım, Fed artık sadece işsizlik oranına bakmıyor. Ücretlerin genel durumunu da çok önemsiyor. Bu noktada, nominal ücretlerin yumuşak bir seyir izlediğini, ortalama kazancın olumsuz kıs koşullarından dolayı düştüğünü not edelim. Bu da Fed’i parasal sıkılaşma konusunda sabırlı olmaya teşvik ediyor.

Fitch Türkiye’nin kredi notunu teyit etti... Fitch beklendiği gibi not (BBB-) veya görünüm (Durağan) değişikliği yapmadı. TCMB’nin parasal sıkılaşmasını makro politikaları iyileştirdiğine değinen Fitch, iç siyaseti halen denklemin bilinmeyenleri olarak görüyor. Bankacılık sisteminin ise Türkiye ekonomisine güç verdiği söylüyor. Bu durumda, Başçı’nın para politikasında neden şahin duruşa devam ettiği ve banka bilançolarına karşı hassas olduğu daha iyi anlaşılıyor. Öyle görünüyö ki Fitch 3 Ekim’deki II. gözden geçirme raporuna kadar bekleyecek ve Ağustos’ta yapılacak Cumhurbaşkanlığı seçimleri sonrasında oluşacak atmosfere bakacak. Ancak Moody’s 11 Nisan’da ilan edeceği basın bülteninde bankaların kredi notunu düşürebileceğinin sinyalini çoktan verdi. Moody’s’den ülke not indirimi beklenmiyor ancak “durağan” olan not görünümüne dair bir belirsizlik var.

Piyasalarda bu sabah hava nasıl? Öncelikle, BİST’in “hedge fon” piyasasında olduğunu birkez anımsatalım. Bu önemli çünkü son bir hafta / on gündür GOP rallisinden kuyruk rüzgarı alıp BİST üzerinden “carry” pozisyona giren hedge fonlar oyunu “fundamental” ilkelerle değil “risk/fırsat” motifleriyle oynuyorlar. Bu tür oyuncular hem çok hızlı hareket ederler hem de bir sonraki hamlelerini tahmin etmek, spot piyasa verileriyle, çok zordur. Daha doğrusu pek olası değildir. Bilançoların pasifindeki fiyatlamlarda bizlerin çok da alışkın olmadığı “üç boyutlu teknikler” kullanıldığından, çok farklı motiflerle hareket ederler. Bu noktada, bizim swap ve forward kur piyasası üzerinden görebildiğimiz kadarıyla, F/K’lar üzerinden GOP’lara karşı iskonto sunamayan BİST para piyasası dinamiklerinin de ötesinde yol almakta. Ancak bu arada, Fitch açıklamasıyla piyasanın haftayı rahat bir atmosferde tamamlayabileceğini de belirtelim.

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.