



Stres Testi...

Metal fırtınalı stres testi... Hafta başında açıklanan zayıf Çin verilerinin ardından dün emtia piyasaları (özellikle metaller) bir tür "stres testinden" geçirildi. Aslına bakılırsa sisteme öyle ağır sayılabilecek bir şok da verilmedi. Verilemezdi de zaten; çünkü Fed'in tahvil alımlarını 10'ar milyar dolarlık adımlarla azaltarak yıl sonu itibarıyla sonlandırma ısrarını sürdürdüğü ve Avrupa MB'nın "deflasyon" riskine karşılık "pasif" bir politika izlemeyi tercih ettiği bir ortamda piyasaları korumaya alabilecek güçlü "emniyet subapları" yok. Japonya MB dev likidite desteğine rağmen büyümedeki aşağı yönlü revizyonla şaşkın, hatta cari dengedeki sürpriz açık BoJ'un nedenli tehlikeli bir deney yaptığını da ortaya koymakta. Çin MB bir taraftan finansal piyasaları ve üretim süreçlerini yapılandırma gayreti içinde; öte taraftan da Yuan'ı geniş bir dalgalanma bandına alma düşüncesinde. Tüm bunları yaparken de büyümeyi %7.5 hedefine kilitleme arzusunda. Böylesine zor bir denklem içinde sıkışıp kalan Çin MB'nın ancak kendine hayrı dokunabilir. GOP'lar deseniz, tamam bir süredir Gelişmiş Ülkelerle daralan "büyüme farkları" artık daha istikrarlı; ayrıca yer yer lokal para birimleri bazında olumlu kar/gelir potansiyeli de izlenmekte. Fakat, elle tutulur bir yatırım teması yok henüz. Varlık fiyatları da halen global likiditeye yüksek duyarlılık göstermeye devam etmekte. Böyle bir ortamda emtialara gelen satışları hazmetmek pek kolay olmazdı. Neyse ki "metal fırtına" kod adıyla yatırımcılara takdim ettiğimiz "stres testi" yumuşak geçildi. Bunu sağlayan da Wall Street oldu. Metal fırtınada dik durmayı başaran Wall Street piyasalara "moral-motivasyon" verdi.

Avrupa MB konuşmaya devam ediyor... Draghi'nin yardımcıları, geçen haftaki basın toplantısını tercüme ediyorlar... Tamam, varsayalım ki geçen hafta Başkan Draghi'nin konuşmasını "Avrupa MB'nın düşük enflasyon gelişmelerine pek fazla duyarlı olmadığı" şeklinde yorumlayan yatırımcılar tamamen yanlış anlamış olsun. Peki o zaman dün Başkan Yard. Praet ve Coeure'un ifadelerini nasıl okumak gerekir? "Deflasyon riski yok, Banka ihtiyaç halinde hareket geçmeye hazır ama şu anda o noktada değil, farklı ortamlar farklı enstrümanlar gerektirir" vs. Bu söylemler, Avrupa MB'nın ek gevşeme niyetinde olmadığını gösteriyor. Zaten EURUSD de Ocak Sanayi Üretiminde sürpriz daralma yaşanmasına rağmen Praet ve Coeure'un demeçleri sonrasında 1.39'lara demir aldı. Kuvvetli euro'nun hem "deflasyonu davet edeceğini" hem de Çin motorunun teklediği bir global ortamda ihracat kanalından "büyümeyi vuracağını" anımsatalım. Biz deflasyonu yakın vadede önemli risk olarak görmeye devam ediyor ve Çin riskinin piyasaları sarmaladığı bir ortamda Avrupa MB'nın son toplantıda faiz indirimine gitmemesinin veya en azından bu yönde güçlü mesaj vermemesinin hata olduğunu düşünüyoruz.

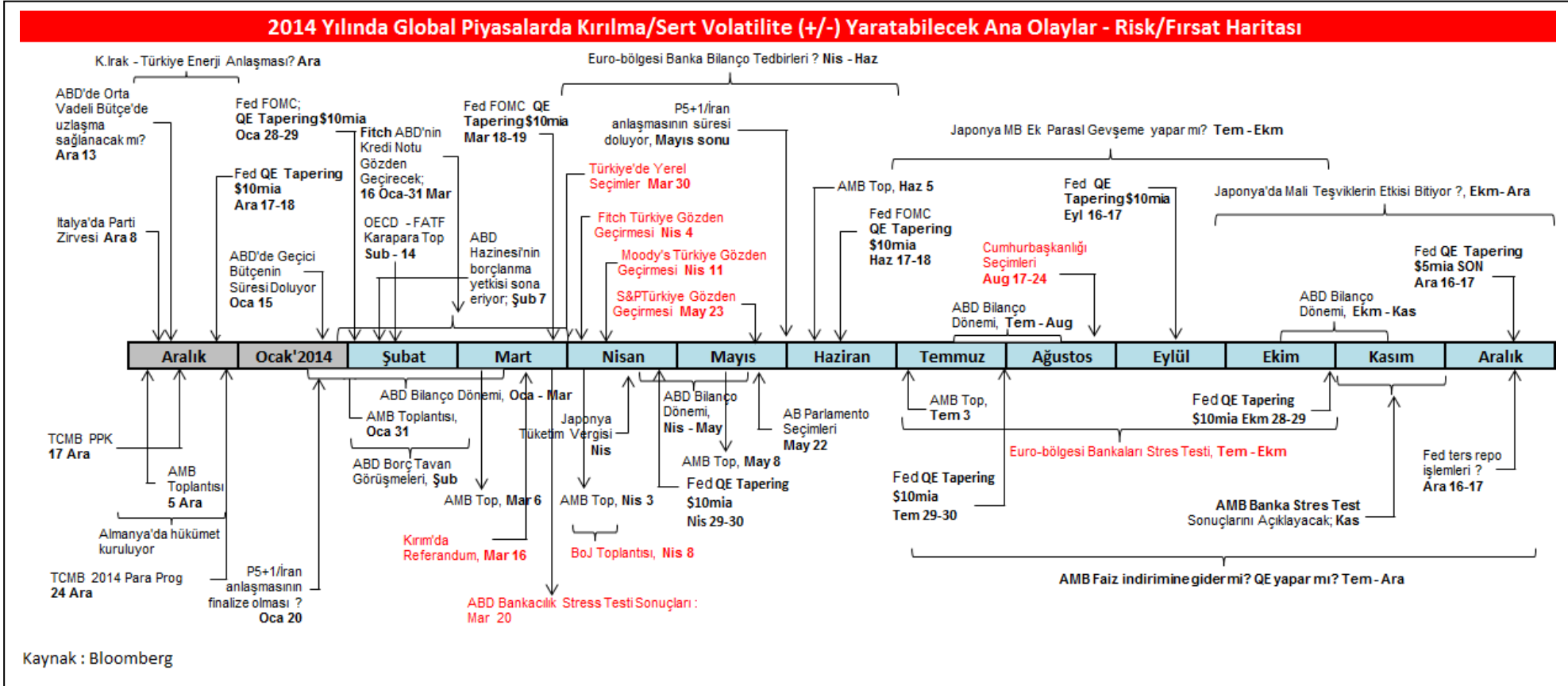
Piyasa getiri eğrileri ne söylüyor? Dün 2 yıllık tahvil faizinde bir ara %11.75 ile Global Finansal Kriz sonrası en yüksek seviyeleri gördük, ama piyasa günü %11.53 seviyesinde tamamladı. Aslına bakılırsa kapanış seviyesi de son 4.5 yılın rekoru. Tahvil getiri eğrisinin uzun (10 yıl vadeli) ucu da %11'in hemen üzerinde kapandı. 3-6 ay segmentte faiz çoktan %11'i aştı hatta son işlemlerde %11.5'in de üzerine çıktı. Özetle, Hazine getiri eğrisinde vade boyunca faiz yükselirken, kısa vadeli segmentte görece yüksek faiz oranları BİST yatırımcısına "acı kokteyl" sunmaya devam etti. Buna bir de TCMB'nin faiz koridorunun tavanına (%12.0) kilitlediği interbank O/N repo oranını ekleyin... Swap'a gelince, faiz her katmanda yükseldi ancak en çok da 6ay-1 yıllık segmentte arttı ve dolayısıyla swap eğrisinin eğimi ise BİST yatırımcısının alerjik reaksiyon gösterdiği "güney" rotasındaki koordinatları pekiştirerek "stagflasyon" sinyali göndermeye devam etti. Bu noktada, beklentilerin hemen altında 4.9 milyar dolar seviyesinde gelen cari açık ve TCMB rezervlerinde görülen 5.8 milyar dolarlık erime yatırımcıya bilinmeyen birşey söylemedi. Zaten fiyatlarda. Bir süredir swaptan "hızlı paranın" izini bile göremeyen BİST, piyasa getiri eğrilerinin desteğinden yoksun bir şekilde "uzun vadeli trend desteğindeki tehlikeli salınımlarla" mücadele etmeye devam etti. Emtia piyasalarının "stres testinden" geçtiği dünkü işlem gününün ilk saatlerinde %1.5'e varan oranda düşen BİST kapanışa doğru Wall Street'in güven veren hareketlerinden güç alarak günü %0.3 artışla kapattı. Bu noktada, güne çok gergin başlayan iç siyasette olumsuz gelişmelerin yaşanmamasının da katkısı büyük oldu.

Katalist arayışları sürüyor... Tamam, BİST görece döviz bazlı endeks performansında son 10 yılın diplerinde ve GOP rölatif MSCI 12 Aylık Beklenen F/K değerlemelerinde "cazip" görünmeye devam ediyor etmesine de "stagflasyon" tehlikesi "iç / dış siyasi belirsizlikle" birleşince "carry işlemler" için hemen hiç "moral-motivasyon" kalmıyor geriye. Makro fundamentaller de "taktik alımlara güvenilir gerekçe" sağlamakta yetersiz. Şurası bir

gerçek: BİST'i tehlike bölgesinden uzaklaştırabilmek için "swap'a taze fon girişi" çekmekten başka bir çare yok. Bunun için ya "makro ortamın stagflasyon" patterninden kurtulması gerekir ki enflasyon riski ve zayıflayan güven anketlerine bakılırsa yakın gelecekte bu pek mümkün değil, ya da global ölçekte GOP'lara carry furyasının başlaması gerekir. İşte biz tam bu noktada Avrupa MB'nın GOP'lar için kurtarıcı olacağı düşüncesindeydik; ancak, deflasyon riskini göz ardı edip parasal gevşemeyi kısa vadede rafa kaldıran Avrupa MB hayal kırıklığı yarattı. Umut, mahalli seçimler sonrasında oluşacak siyasi yapıda.

Bugün gözler ABD'den gelecek Şubat Perakende Satış verilerinde... Ocak'ta %0.4 oranında düşen Perakende satışların Şubat'ta %0.1 gibi zayıf bir artış göstermesi beklenmekte. Bu rakamlar, ilk çeyrekte ABD ekonomisinde büyümenin %1 temposunda yol aldığını göstermekte; ancak 2Ç'de büyüme bizce %2.5 temposuna ulaşır ve Fed'in çıkış stratejisine ve dolayısıyla dolara destek vermeye başlar.

Bu sabah piyasalar sakin... Nasıl pozisyon almalı? Bültenimizin başında da dile getirdiğimiz gibi Wall Street'in "metal fırtınaya" dayanıklılık göstermesi diğer piyasalara da moral verdi. Ardından metal fiyatları öncülüğünde emtia piyasalarının da toparlanmasıyla borsalarda asayiş sağlandı. Altın her iki koşulda da kazançlı çıktı. Dün sabah güvenli liman arayışlarıyla yükselen altın bu sabah da emtia piyasalarındaki toparlanma ve doların euro karşısındaki zayıflığından istifade ediyor. Altının ons fiyatı 1370 doları aştı. EURUSD paritesi 1.3930/40'larda "risk-on" piyasa atmosferi veriyor. Bu gelişmelere paralel, Asya borsalarının rengi "yeşile" döndü. Dünü yatay kapatan NY vadeli endekslerinde de %0.3 kadar artış var. ABD 10 yıllık faizler %2.73'lerde rahat. Özetle bu sabah global piyasalardan ters rüzgar almıyoruz. Dün bir ara 2.25'i de aşan USDTRY şu saatlerde paritenin de yardımıyla 2.22'lere gerilemiş durumda. Ortalık sakin. BİST için iyi haber. GOP rölatif MSCI 12 Aylık Beklenen F/K değerlemelerinde %14 civarında iskontolu görünen ve dolayısıyla "global risk-on" piyasa atmosferinde yatırımcıyı heyecanlandırabilen BİST, para piyasaları cephesinden bakıldığında pek o kadar da cazip durmamakta. Hesaplarımıza göre, şu an itibarıyla para piyasalarıyla BİST arasında "alım yönünde" değerlendirilebilecek herhangi bir "risk boşluğu" bulunmuyor. Hatta, BİST'teki irtifanın bir miktar para piyasası dinamiklerinin ötesine geçtiğini de not edelim. Evet global iklim yumuşadı ve bu atmosferde GOP rölatif değerlemeler 10 yıllık döviz bazlı destek seviyelerinden (yani tehlike bölgesinden) uzaklaşmayan BİST'i cazip kılmakta ve dünkü alımları beslemekte; ancak pozisyon alırken para piyasası dinamiklerini de göz ardı etmemekte fayda var. Zira, "kırılgan" görünüm devam ediyor.





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.