



Ukrayna geri döndü...

Spotlar yeniden Ukrayna'ya çevrildi... 16 Mart Pazar Kırım'da yapılacak referandum öncesi Rus ordusunun Ukrayna sınırında tatbikat yaptığı haberi ve bu gelişmeye karşı ABD - Avrupa bloğundan gelen sert açıklamalar piyasaları sarstı. Hatırlatalım, Kırım'da geçen hafta Rusya'ya bağlanma kararı alan Moskova yanlısı parlamento 16 Mart'taki referandumu dahi beklemeden hafta başında bağımsızlık ilan etmiş ve bu şekilde Kırım'ın Rusya'ya bağımsız bir devlet olarak katılmasına yasal zemin oluşturulmuştu. Kırım'da nüfusun %60'ının Rus kökenli olduğu dikkate alındığında referandum sonrası Kırım'ın Rusya'ya yüksek olasılıkla bağlanacağını söylemek şimdiden mümkün. Enerji hatları başta olmak üzere bölgedeki tüm taşları yerinden oynatabilecek bu gelişmeye Batı İttifakı şiddetle karşı çıkıyor ve referandumun durdurulmaması halinde "ticari/ekonomik ilişkilerden uluslararası organizasyonlara uzanan geniş yelpazede" Rusya'nın izole edileceği tehdidini savuruyor. Rusya ise enerji kartını oynuyor. Hiçkimsenin aklında Batı ile Rusya arasında askeri çatışma ihtimalinin en ufak izi dahi yok; ancak karşılıklı (olası) iktisadi - enerji hamlelerinin Rusya ve Avrupa ekonomilerini / piyasalarını derinden sarsabileceği ihtimali de göz ardı edilmiyor, şu noktada. 30 yıl sonra yeniden dünyayı çok net iki bloğa ayırabilecek bu gelişmeyi piyasalar endişeyle izliyor.

Piyasalarda endişeli bekleyiş... Gözler Londra'da yapılacak Kerry-Lavrov Zirvesinde... Önceki gün metal fırtınasının emtia fiyatlarındaki yol açtığı sert düşüşe karşı dik durmayı başaran ve diğer piyasalara da güç veren Wall Street dün Ukrayna krizine direnemedi ve zirvelerden %1.5'e varan oranda düştü. Altın 1370 doları aşarken 10 yıllık ABD tahvil faizi %2.65'in altına sert geri çekildi. Buna alüminyum ve bakırdaki sert düşüşleri de eklediğimizde piyasalarda güvenli limanlara sığınma eğiliminin ön plana çıktığını söylemek gayet mümkün. Bu sabah NY vadeliiler dünkü kayıpların ardından yatay, Asya'da Japonya çok sert düşüyor ancak diğer piyasalar görece ılımlı kayıpla haftayı tamamlamak üzere. Yatırımcılar, bugün ABD Dışişleri Bakanı Kerry ile Rusya Dışişleri Bakanı Lavrov'un Londra'daki görüşmesini çok yakından takip edecek. Piyasalar ikili arasındaki görüşmenin uzlaşma açısından son fırsat olabileceği düşüncesinde. Şu saatten sonra Kırım'ın Ukrayna'dan kopması çok yüksek ihtimal, ancak kritik konu Rusya'ya bağlanıp bağlanmayacağı. İşte o zaman yukarıdaki senaryo devreye girer. Umutla Kerry-Lavrov zirvesi bekleniyor.

ABD'de makro veriler olumlu gelmeye devam ediyor; ancak yakında Fed Başkan yardımcılığına atanması beklenen Stanley Fischer rakamlardan memnun değil... Geçen hafta açıklanan ve tahminlerin üzerinde 175bin artış gösteren Şubat tarım dışı istihdam verilerinin ardından dün gelen Şubat Perakende Satışlarında da beklenti aşıldı. Bir diğer müjdeli haber de haftalık işsizlik verilerinden geldi. Tahminlerin altında kalan işsizlik rakamları Fed'nin 19 Mart FOMC toplantısında QE'leri üçüncü tur 10 milyar dolar azaltacağını da bir habercisi. Dolayısıyla, pozitif gelen makro veriler aslına bakılırsa madalyonun öteki yüzünde dolara destek vermeliydi. Evet dolar euro karşısında yükseldi ancak bunun sebebi makro veriler değil Ukrayna/Kırım endişesi. EURUSD paritesi şu saatlerde jeopolitik riskle 1.3850/60'larda. Paritenin olumlu ABD makro verilerine tepki vermemesinin en önemli nedeni bizce Avrupa MB'nin deflasyon riskine rağmen ek parasal genişlemeye gitmeyip "pasif" politika uygulamasıdır. Bu noktada, yakında Fed Başkan Yardımcısı olarak atanması beklenen Stanley Fischer'den gelen açıklamalar da kritik. Son gelen %6.7'lik işsizlik rakamının çok yüksek olduğunu söyleyen Fischer, "halihazırda devam eden varlık alımlarını azaltma (QE Tapering) sürecinde FOMC'nin kademeli ve ihtiyatlı hareket etmesi gerektiğini" söylemesi aslına bakılırsa doları zayıflatan bir hamle. Özetle, Fischer 19 Mart'taki FOMC toplantısı öncesinde Yellen'a QE Tapering'de "yavaş ve ihtiyatlı" gitmeyi tavsiye ediyor. Yellen'ın da zaten agresif adım atmaya hiç niyeti yok. Bu çerçevede ana senaryoda tahvil alımlarının 10'ar milyar dolarlık kesintilerle kademeli azaltılarak Aralık'ta sonlandırılacağı yönündeki ana senaryomuzu koruyoruz. Faiz artırımlarını ise hiçkimse 2015 ortasından önce düşünmesin. İlk artırımın 2015'in ikinci yarısında mı yoksa 2016'nın 1Ç'inde mi geleceğini ise ABD'deki toparlanma hızı bize söyleyecek. Anlaşılan Fischer'in aklında 1Ç 2016'dan önce faizi artırmı yok. Zaten piyasaların da umudu bu yönde.

Çin'de reform sesleri... Çin'de son aylarda yaşanmakta olan şirket temerrütleri son gelen makro verilerle daha fazla dikkat çekmeye başlayınca gözler siyasilere çevrildi. Dün de Şubat ayı sanayi üretiminin tahminlerin çok altında %8.6 gibi Çin ekonomisi için düşük sayılabilecek bir seviyede gerçekleştiğini gördük. Bu rakamın ardından piyasalarda konsensüs görüş, Çin hükümetinin makro dengedeki zayıflamaya daha

fazla kayıtsız kalmayıp yabancı sermaye girişlerini teşvik edecek reformlara ağırlık veremeye başlayacağı yönünde. Aksi durumda, kredi balonu ve şirketlerin aşırı borçluluk hali Çin finansal sistemini tamiri çok zor bir tahribatla karşı karşıya bırakabilir ki bu da mevcut ortamda Çin ve ayrıca diğer Asya piyasalarını sarsar. Dün bu umutla ralli yapan Shanghai bu sabah Ukrayna kriziyle kayıpta; ancak Japonya'daki gibi çok sert düşüşler de gözlenmiyor. Reform umudunun Çin ve Japonya hariç diğer Asya piyasalarına yardım ettiğini söylemek mümkün.

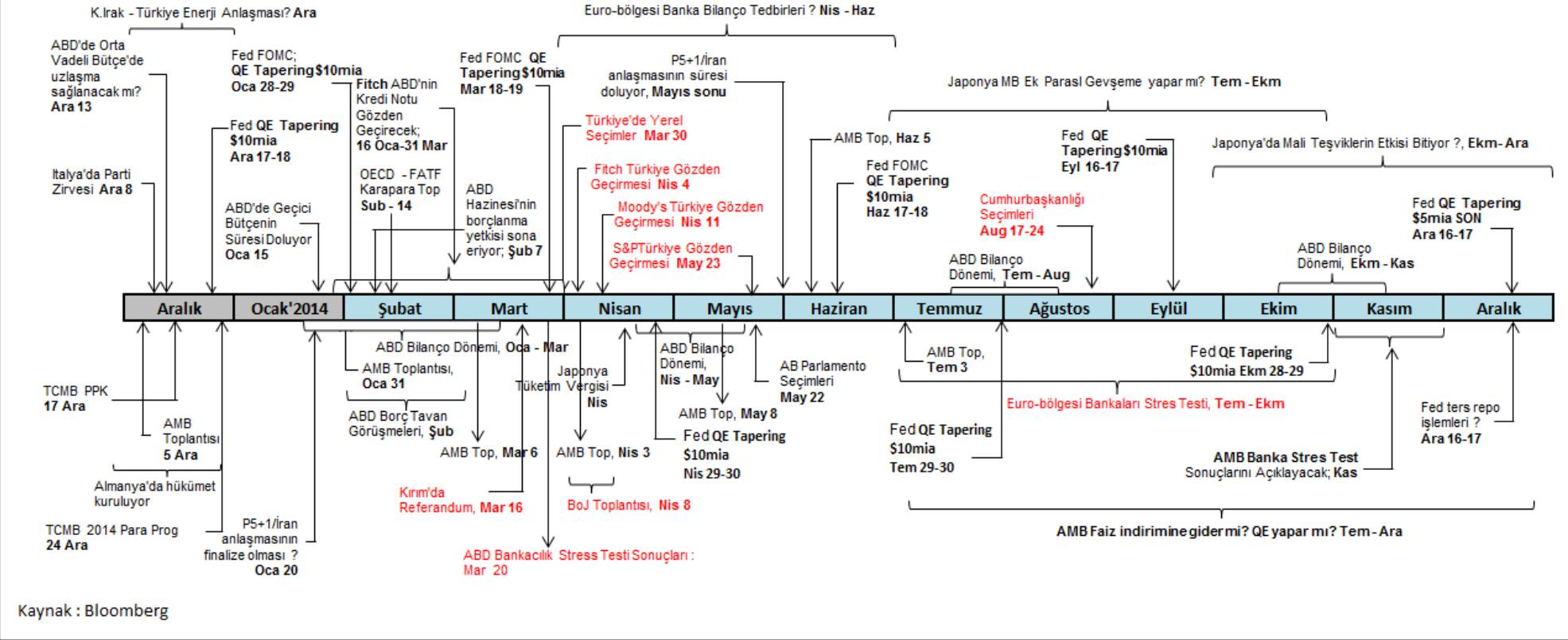
Rusya/Ukrayna krizi BİST için fırsata dönüşür mü? Son birkaç gündür piyasada çeşitli çevrelerce dile getirildiği gibi Rusya'dan çıkan ve yeni yatırım olanakları arayan fonlar için BİST'deki değerlemeler cazip olabilir; çünkü döviz bazlı endeks performansında son 10 yılın diplerinde seyreden ve GOP rölatif MSCI 12 Aylık Beklenen F/K değerlemelerinde bir süredir %14-15 gibi bir iskontoyla çalışan Türk hisseleri ilk bakışta önemli fırsat sunan bir görüntü ortaya koymakta. Ancak kurumsal yatırımcı elbette ki salt "fiyat ve çarpanlar" üzerinden yatırım kararı almaz. Tamam, BİST görece değerlemelerde çekici; ancak, son birkaç haftadır bu sayfalardan sıkça dile getirmeye çalıştığımız gibi, "stagflasyon" tehlikesi ve "iç / dış siyasi belirsizlik" carry pozisyonlar için gereken "moral-motivasyonun" oluşması önünde engel teşkil ediyor. Para piyasalarında faiz eğrilerinin konumu da "taktik alımlara güvenilir gerekçe" sağlamakta yetersiz. "Büyüme:enflasyon" paradigması yatırımcıya "acı kokteyl" sunmaya devam ederken ve "politik ortam" mahalli seçimlere çok kısa bir süre kala henüz sis perdesinden sıyrılamazken Rusya'dan çıkan fonlara BİST içinde "carry motifi" yaratmak kolay bir iş değil. Pek tabii ki Rusya-Batı arasında enerji/ekonomi cephesinde yaşanabilecek olası çatışmaların yatırım stratejilerini kökten değiştirebileceğini ve kısa vadede güvenli limanlarda kalma eğilimini artırabileceğini söylemeye gerek bile yok. Bu tür şok senaryoları bir kenara bıraktığımızda, ilk etapta, BİST'i "uzun vadeli trend desteğindeki tehlikeli salınımlardan" kurtarmak gerekiyor. BİST'i tehlike bölgesinden uzaklaştırabilmek için "swap'a taze fon girişi" çekmekten başka bir çare yok. Gelin şimdi dilerseniz para piyasasından gelen mesajlara kulak kabartalım.

Piyasa getiri eğrileri ne söylüyor? Öncelikle belirtelim Hazine tahvil eğrisinin eğimi çok önemli. BİST yatırımcısının alerjik reaksiyon gösterdiği "güney" rotasındaki seyir (kısa vadeye yüksek uzun vadeye görece düşük faiz) henüz devam ediyor. "Çift haneli irtifada" kısa vadeli faizlerin uzun vadeli oranların üzerinde olması, "stagflasyonu" tasvir ettiğinden "carry yatırımcısının" aslında cesaretini kıran bir formasyon. Swap'ta ise kısa vadeli faizin bir süredir olumlu piyasa koşullarında dahi hemen hiç oynamadığını görüyoruz. 2-10 yıllık segmentte zaman zaman milimetrik gevşemeler yaşıyoruz ancak oranlar genel olarak yüksek. Kaldı ki bu tür milimetrik değişimlerle piyasalara taze yabancı fon girişini müjdelemek de pek olası değil. Bu durum, Ukrayna endişeleriyle bu sabah sözonusu bile değil. Normal koşullarda, BİST elbette "para piyasası" olmaksızın doğrudan fon girişleri sağlayabilecek kapasitede; lakin swap ayağı olmadan hisseye gerçekleşen fon girişlerinin uzun soluklu carry'ye dönüşmesi çok zor; çünkü hisseler "carry motifini" para/tahvil piyasaları üzerinden alır ve biz henüz "risk/rebound" türü hareketlerin dışında para/tahvil piyasalarında yeni bir mesaj alamadık. Böyle bir ortamda Wall Street de çalkalanınca BİST yatırımcısı kırılğan bir ortamla başbaşa kalıyor (örnek dünkü kapanış ve bu sabahki risk-off atmosfer). Tam bu noktada, son birkaç gündür para piyasalarının BİST'e "alım yönünde" değerlendirilebilecek herhangi bir "risk yastığı" sunmadığını ve hatta, dün ve önceki gün BİST'teki irtifanın para piyasası dinamiklerinin ötesine geçtiğini ısrarla vurguladığımızı bizi bu sayfalardan takip eden yatırımcılara anımsatalım. Bu sabah hava risk-off...

Bugün makro tarafta ABD'den gelecek ÜFE ve Michigan Tüketici güven endeksleri izlenecek... Piyasaların ilk reaksiyonda "pozitif dataya pozitif, negatif dataya da negatif tepki" vereceği tezimizin arkasındayız. Ancak Ukrayna krizinin belirleyici olacağını not edelim. Talep tarafından son gelen rakamlar ilk çeyrekte ABD ekonomisinde büyümenin %1 temposunda yol aldığını göstermekte; ancak 2Ç'de büyüme bizce bir şok olmazsa %2.5 temposuna ulaşır ve Fed'in çıkış stratejisine destek vermeye başlar.

Piyasalarda nasıl pozisyon almalı? Bültenimizin başında da belirttiğimiz gibi piyasalar Ukrayna kriziyle güvenli limanlara sığınma eğiliminde. Yatırımcı psikolojisi, Karry-Lavrov zirvesinden gelecek haberlere kadar risk-off. Özetle bu sabah global piyasalardan "sert ters rüzgar" alıyoruz. Dün bir ara 2.22'lerin diplerine yaklaşan USDTRY şu saatlerde 2.24'ün kapısında. Tekrar edelim, BİST mevcut döviz bazlı görece fiyat/endeks ve GOP rölatif MSCI 12 Aylık Beklenen F/K değerlemeleriyle ancak "risk-on" atmosferde yatırımcıyı heyecanlandırabilir, ilk bakışta. Ancak yatırımcı şunu da çok iyi bilmelidir ki tahvil/para piyasası dinamikleri mevcut görünümüleri itibarıyla "carry motifi" sunmaktan uzak. Bu yönüyle, normal zamanlarda dahi BİST'in salt "görece değerlendirme" saikiyle gerçekleşen fon girişlerine "kırılğanlık" gösterebileceği unutulmamalı. Kaldı ki para piyasalarından destek anlamında herhangi bir "risk yastığı" bulamayan BİST, haftayı kapatırken Ukrayna tehlikesiyle karşı karşıya. İhtiyatlı stratejimizde dördüncü ayı tamamlıyoruz.

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.