



Yatırımcı TCMB PPK'dan dün gelen mesajları nasıl okumalı? Bugün Fed FOMC tutanakları ne söyleyecek?

ABD'de piyasalar FOMC tutanaklarını ve Ocak TÜFE verilerini bekliyor... Dün sert düşen Şubat Empire İmalat Endeksi sonrasında ABD 10 yıllık tahvil faizlerinde %2.70'e doğru gerçekleşen geri çekilme, zayıf dataların büyüme üzerinde etkili olabileceği tezinin kuvvetlendiğini gösterdi. Evet, Fed başkanı Yellen geçen hafta FOMC'nin ağır kış koşullarıyla kötüleşen datalardan endişe duymadığını söyledi ancak dün piyasaların datalardan huzursuz olduğunu gördük. Bu akşam TSİ 20:00'de açıklanacak 28-29 Ocak tarihli FOMC tutanakları piyasalar için önemli; çünkü yatırımcı son dönemdeki olumsuz data akımı sonrasında Fed içinde "şahin-güvercin yelpazesinin" ne ölçüde değiştiğine bakacak. Hatırlarsanız, Yellen geçen haftaki Kongre Sunumunda enflasyona yönelik güvercin söylemlerini azaltmış ve ayrıca "tahvil alımlarından çıkış stratejisine" bağlılığını "güçlü" bir tonda teyit etmişti. Yellen gibi sadık beyaz güvercinden gelen bu tür şahin kokan açıklamalar, Fed'deki "şahin-güvercin" dengesinin değişmek üzere olduğu yönünde bir izlenim uyandırmakta. Açıkçası, dataların zayıfladığı bir ortamda FOMC'de "şahin" ağırlığının artıp artmadığı piyasalar için kritik önemde. Bunu görmek için bu akşam açıklanacak FOMC tutanaklarına bakacağız. Bir diğer kritik gelişme enflasyon. Yarın açıklanacak Ocak TÜFE'nin %1.5'den 1.6'ya yükselerek %2.0'lik hedef seviyeye bir adım daha yıkansayabileceği düşünülmekte. Önce bugün TSİ 15:30'da açıklanacak Ocak ÜFE rakamları izlenecek.

Almanya'da sürpriz zayıf gelen Şubat ZEW Beklenti Anketi akılları karıştırdı... Önceki aya göre %10 gibi ciddi bir oranda düşüş gösteren ZEW Beklenti Endeksi öyle tahmin ediyoruz ki piyasalar kadar AMB'nda da "akıl karışıklığına" yol açmıştır. Zira, AMB Başkanı Draghi'nin bir süre önce deflasyon tehlikesi nedeniyle "faiz indirimi ve ek parasal gevşeme" yönünde verdiği sinyallerin ardından geçen hafta açıklanan ve beklentilerin üzerinde gelen 4Ç büyüme rakamları Banka'nın "beklemede" kalmaya devam edebileceği düşüncesini öne çıkarmıştı. Dün gelen ZEW Anketleri, spotların yeniden deflasyon riskine ve dolayısıyla "faiz indirim ve parasal gevşeme" seçeneklerine çevrilmesine yol açabilir. Öte yandan, ZEW Beklenti Endeksinde sert düşüşe rağmen Almanya'da "makro koşulların" kötüleştiği yönünde bir çıkarım yapmak da pek mümkün değil, zira endeks seviyesi henüz orta vadeli trendlerin üzerinde olup, Alman ekonomisinin "çok da iyi durumda olmamakla" birlikte "normal seyrinde" ilerlediğini ortaya koymakta. Bu noktada, yarın açıklanacak Şubat PMI rakamlarının dikkatle takip edilmesi gerekir. PMI verileriyle yine aynı gün ABD'den gelecek Ocak TÜFE rakamlarının EURUSD paritesinde etkili olabileceğini düşünüyoruz. ABD'de kötüleşen datalar sonrası 1.3760'lara yükselen EURUSD paritesinde, euro-short trade'lerin gelinen seviyelerde bir süre "rafa kaldırılması" gerekiyor; zira makro performansın ve swap spreadlerinin Euro lehine geliştiği şu günlerde euro-short pozisyonları destekleyecek fundamentaller epeyce zayıfladı.

TCMB politika faiz oranlarını sabit tutarken makro görünüme dair öngörülerini güncelledi ve "enflasyon şahin" bir duruş ortaya koydu... Piyasalar ne mesaj çıkarmalı? 28 Ocak gece yarısı düzenlediği acil toplantıda politika faizlerini ortalama 500 baz puan artıran TCMB beklendiği üzere yeni bir hamle yapmadı. Hatırlatalım, O/N Borç Alma faizi %8.00, 1 Haftalık repo faizi %10.00, O/N Borç Verme faizi %12.00 (piyasa yapımcıları için %11.5) seviyelerindeydi. Bu oranlar aynen korundu. TCMB "enflasyon görünümünde belirgin bir iyileşme görülene kadar sıkı duruşun devam edeceği" söylemini de yinelerken, son dönemde enflasyondaki ve beklentilerdeki bozulmayı "yakın takibe" aldığını belirterek faizlerin takip eden en az birkaç PPK toplanışında mevcut seviyelerde kalacağını mesajını verdi. Şubat PPK toplantı notlarını "enflasyonla" dolduran ve iç talep ile kredi genişlemesine dair "zayıf" bir görünüm ortaya koyan TCMB'nin ekonomik aktivitede öngördüğü yavaşlamaya rağmen enflasyondaki "yukarı yönlü risklere" daha fazla "hassasiyet" gösterdiğini okurlarımıza aktaralım. Bu durumda, TCMB'nin en azından yaz aylarına kadar faizde indirim mesajı vermeyeceğini, hatta halihazırda %10 seviyesinde olan efektif fonlama faizini zaman zaman faiz koridorunun üst bandı olan %11.5-12.0 düzeyine çıkarmaktan çekinmeyeceğini hafızalarda tutmak gerekir. Özetle, TCMB önümüzdeki iki çeyreklik dönemde "yüksek faiz - yüksek enflasyon - zayıf ekonomik aktivite" sinyaliyle yatırımcıya "sweet spot / tatlı kar" müjdesi veya "carry trade" motifi sunmadı.

BİST'de konu yine geldi dayandı "swap piyasasına"... Swap piyasaları, TL'nin hem "atar" hem de "toplar" damarıdır; çünkü yurtdışından gelen paranın ilk "toplandığı" ardından da "dağıtımının" yapıldığı depodur. Para bu depoda da kalabilir veya eğer daha yüksek getiri imkanı görürse oradan çıkıp tahvil ve hisse senedi

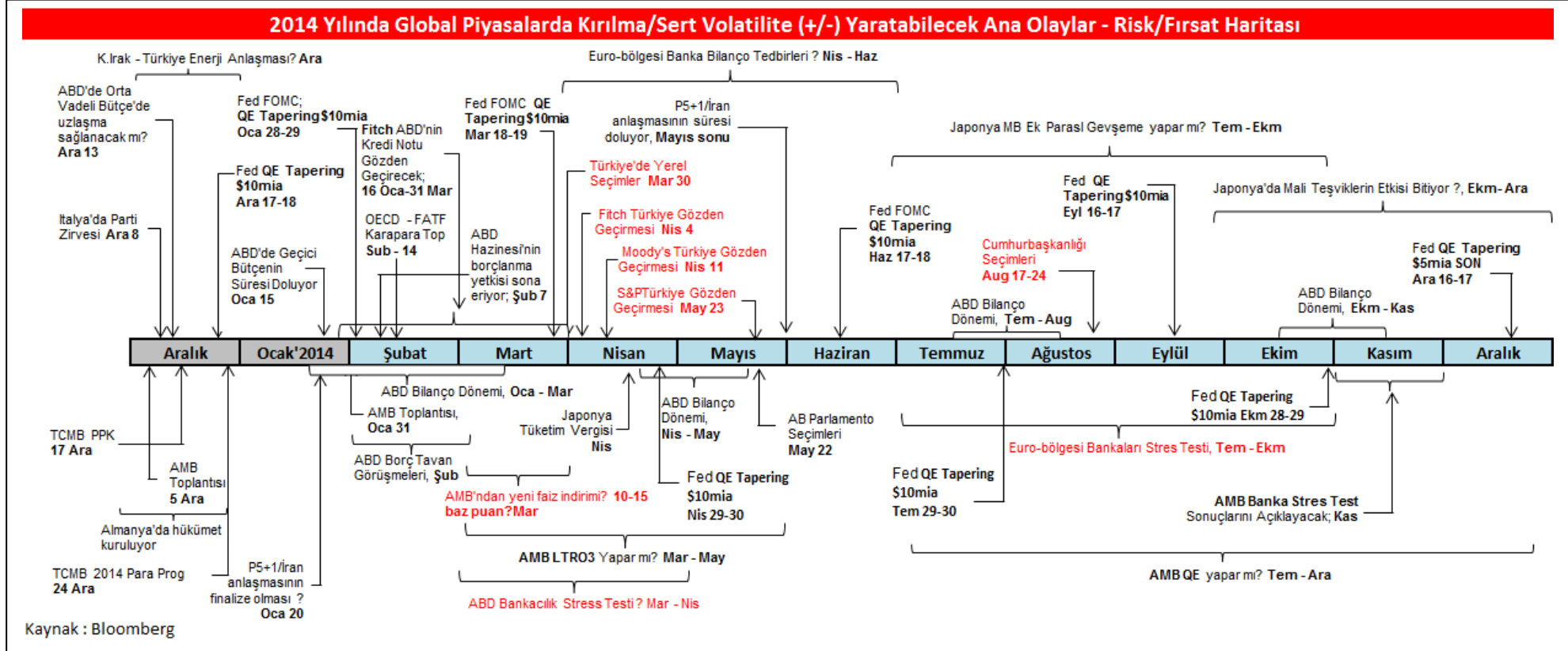
piyasalarına yönelebilir. Swap'a para girişi olup olmadığını veya bir çözümlenin yaşanıp yaşanmadığını anlamak için a) swap getiri eğrisinin irtifasına ve yönüne, b) kısa vade ile uzun vade arasındaki makasa (spread) bakarız. Eğrinin irtifası yükselmiş ve eğimi güneye çevrilmişse yani kısa vadeli swap oranı uzun vadeli orandan daha hızlı artmışsa, ve bunun sonucunda spread daralıp negatife geçmişse BİST için kötü haber. Tıpkı Aralık-Ocak döneminde olduğu gibi. Tam tersi, yani swap eğrisinin irtifası alçalıp eğimi kuzeye dönmüş ve de spread uzun vadeli oranlar lehine genişleme eğilimi göstermişse BİST için iyi haber. Tıpkı 5 Şubat sonrasında (AMB Başkanı Draghi parasal gevşeme işareti verip Wall Street'te kısa pozisyonları kapatma hareketinin başlamasının ardından) olduğu gibi. Swap piyasasına girişlerde, TCMB'nin 28 Ocak'taki ortalama 500 baz puanlık faiz artırımı sonrasında "fonlama tarafına ilişkin beklentilerin mevcut seviyelerde çapalanmasının" etkili olduğunu düşünüyoruz. Ancak, swap piyasası geçen hafta sonuna doğru duruldu ve yataya geçti. Sonuçta, swap spreadlerinden yeni bir destek bulamayan ve de global piyasalardan ekstra bir risk iştahı alamayan BİST'in dün nefesi kesildi.

Dünkü düşüşte sadece Çin'deki likidite daralması mı etkili oldu? Sanmıyoruz... Sabah gazeteleri okuduğumuzda BİST'deki düşüşte sadece Çin Merkez Bankasının likiditeyi geri çekme kararının etkili olduğu ileri sürülüyor. Çin'den gelen kritik kararlar piyasalarda her zaman etkili olur ancak, ancak çünkü %2.25'lik düşüşü tek başına açıklamaz, bizce. Az önce de dile getirdiğimiz gibi, swap spreadleri yataya geçince BİST para piyasalarından destek bulamadı. Bu noktada, TCMB PPK'dan da olumlu bir "işaret / sweet spot sinyali" alamayan yatırımcının morali bozulmuş olabilir; zira TCMB'nin dün teyit ettiği gibi önümüzdeki dönemde de kötüleşmeye devam etmesi beklenen "enflasyon-büyüme" paradigmasında "carry motifinin" izi dahi henüz yok. Tahvil piyasası deseniz, swapta gerçekleşen girişlerle geçtiğimiz birkaç günde 20-25 baz puan kadar toparlanan "hedge" edilmiş TRY tahvil pozisyonları net net zararda. ABD tahvilleriyle ortaya çıkan zarar ise 320 baz puanla kapanmaktan henüz çok uzak. Tüm bu gelişmeler Şubat'taki toparlanmanın Ocak'taki "kısa pozisyonların kapatılmasıyla" ortaya çıktığı ve "kırılganlık" arz ettiği yönündeki görüşümüzü desteklemekte. Dünkü %2.25'lik düşüşün tezimizi desteklediği görüşündeyiz.

Piyasalarda ne beklemeli? Nasıl hareket etmeli? BİST her ne kadar sepet döviz bazlı orta-uzun vadeli trendlerde çok cazip noktalarda işlem görüyor olsa da böyle bir ortamda swap piyasasına giriş olmadıkça BİST'i daha yüksek "endeks ve fiyat seviyelerine" taşımak çok da kolay olmamakta. Zira, son beş yıllık ortalamalarda MSCI GOP F/K'ları bazında %12 oranında iskontolanan BİST'in halihazırda - çünkü kayıpların ardından - %6 civarında iskontolu çalışıyor olmasını mevcut dinamikler altında (büyüme-faiz öngörülerini sabitken) izah etmek biraz güç. Kaldı ki bankalarası piyasalarda %11'i aşan yüksek fonlama oranının "net faiz marjı ve sermaye oranları" üzerinde oluşturduğu erezyonu anımsatalım. Global piyasalarda atmosfer risk-on olduğunda elbette dışında kalmamak gerekir ancak yukarıda ortaya koyduğumuz fundamantallere dayalı göreceli fiyatlamaları da aklımızın bir köşesinde tutalım. Dün bu atmosferin dışında kaldık. Spreadlerdeki toparlanmanın yataya girmesiyle swap'tan cesaret alamayan BİST, TCMB'den de carry umudu bulamayınca sert düştü. Bu arada, BİST'te yaşanan dünkü düşüşün para piyasalarındaki gelişmelerin ötesine geçtiği ve bir miktar "ölçsüz" olduğunu da not edelim.

Sonuç: Bizi bu sayflardan takip eden okurlarımız için tekrar olacak ancak görüşümüzde bir değişiklik olmadığını anımsatmak istiyoruz: a) 5 Şubat'ta "short'ların kapatılmasıyla başlayan alımlar rahatlama/suluklanma rallisinden başka bir şey değil(di)", b) "uzun soluklu carry hikayesi yazmak için elde gerekli fundamental gerekçe yok veya çok cılız", c) risk-on dönemlerde "göreceli değerlemelerde GOP'lardan kopmadan hareket edilmeli, primli F/K'lardan kaçınılmalı ve F/DD'deki baskıya dikkat edilmeli", d) Wall Street'in dirençlerine dayanmasına rağmen yurtdışında risk-on atmosfer volatil bir patternde bir süre daha devam edebilir ancak "ihtiyat elden bırakılmamalı" ve e) BİST'te alımların devamı ancak swap'ta kısa uca (vade) para (döviz) girişiyle mümkün (şu anda dünkü "ölçsüz" düşüşün yol açtığı "boşluk" dışında swap spreadlerinin BİST'e sağladığı imkan oldukça sınırlı).

Yeni güne başlarken Fed FOMC tutanaklarını bekleyen global piyasalarda temkinli bekleme var. Dün likidite daralmasıyla sert düşen Çin'de enerji hisselerinin öncülüğünde %1'lik artış dikkat çekiyor





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.