



Fed kararlı, GOP'lar dalgalı...

Fed tahvil alımlarını bu yıl sonlandırmaya kararlı, sözle yönlendirme kriterlerinde ise değişikliğe hazırlanıyor... 28-29 Ocak tarihli Fed FOMC tutanakları dün akşam açıklandı. En sonda söyleyeceklerimizi en başta okurlarımıza aktarıp, sonra birkaç detaya girelim: a) Tahvil alımlarını yavaşlatma (QE Tapering) operasyonu ilk başladığında FOMC üyeleri gerekçelerini sıralıyor ve sürece ilişkin senaryolar ortaya koyuyordu. Dün yayınlanan tutanaklardan anlaşıldığı kadarıyla, QE Tapering temel politika olarak istisnasız benimsenmiş. Bu durumda ana senaryomuzla uyumlu olarak "QE'lerin 10'ar milyar dolarlık adımlarla azaltılıp yıl sonu itibarıyla nihayetlenileceğine" dair Fed içinde "güçlü bir konsensüsün" oluştuğunu söylemek yanıltıcı olmaz; b) Fed evvelden %6.5'lik kritik işsizlik eşiğine bağladığı faiz indirim şartını (sözle yönlendirme kriteri) değiştirmeye hazırlanıyor; c) Fed Gelişmekte Olan Piyasalarda (GOP) çalkantı yaratan "finansal volatilitayı ve varlık balonlarını" önemli risk olarak görüyor ancak şu anda ABD ekonomisi üzerinde materyal bir etki olarak algılamayıp izlemede kalmakla yetiniyor; d) O/N ters repo oranları piyasa faizlerini etkileyecek politika enstrümanı olarak tanıtıldı (not: ters repo fazla likiditenin çekilmesi için yapılan bir API işlemidir).

FOMC'de birkaç detay ve çıkarımlarımız... 2Y 2013'de beklentilerden daha kuvvetli bir büyüme performansı sergileyen ABD ekonomisinde QE Tapering'in hızı Ocak FOMC'de epeyce tartışılmış. İki görüş var. Buna göre, QE Tapering'in hızı "ya büyüme oranı uzun vadeli trendinden ciddi oranda sapma gösterdiğinde ya da ekonomik görünümü dışı dokunur şekilde etkileyen bir gelişme olduğunda" değiştirilecek. Bunun anlamı şu: "QE'lerde devam eden 10'ar milyar dolarlık azaltımları değiştirmek için aşılması gereken bar çok yüksek seviyede"; yani büyüme de beklenmedik sürpriz bir gelişme olmazsa 10'ar milyar dolarlık azaltımlar devam edecek. Sözle yönlendirmeye (Forward Guidance) gelince: Kantitatif rakamlar veya kalitatif söylemler arasında bir tercih yapılacak, veya ortaya bir kompozisyon konacak. Bu noktada, FOMC'de çıkan resim iki konu üzerinde toplanıyor: "Finansal istikrar ve %2'lik enflasyon hedefi". Öyle görünüyor ki FOMC son zamanlarda GOP'lardan gelen tehdidi de dikkate alarak, "kalitatif tarafta finansal istikrar güvende olana kadar, kantitatif tarafta ise enflasyonun %2'yi kalıcı şekilde aşma durumu belirene kadar faizler düşük seviyede tutulmaya devam edecek" türünden bir "sözle yönlendirme politikasına" hazırlanıyor. Buna işsizlik oranı da eklenir mi orası tam olarak net değil; ancak öyle görünüyor ki, Fed %6.5 kritik işsizlik söylemini faiz artırımı için "forward guidance" olmaktan çıkaracak. Bizce bunun için önce %6.5'lik işsizlik hedefinin aşağı doğru kırılması gerekir ki bu da en erken Mart'ta olur. Dolayısıyla, Mart FOMC'de çok yüksek olmamakla birlikte, yukarıda ortaya koyduğumuz türden yeni bir "sözle yönlendirme" politikasıyla tanışma ihtimalimiz masada.

GOP tehdidi altında kalan Wall Street FOMC tutanaklarına nasıl cevap verdi? Zayıf makro verilere ve GOP'lardan kaynaklanan finansal piyasa risklerine rağmen Fed'in QE'leri bu yıl sonlandırmada kararlı olduğunu gören Wall Street dirençlerden satışa geçti. Sözle yönlendirmede yapılacak değişiklik sinyali faizlerin 2015 ortasından önce artırılmayacağı beklentilerine destek verirken, ters repo işlemlerinin piyasa faizlerine referans oluşturacağına dair FOMC söylemi Fed'in faiz artırımına giden yola girdiğini teyit etti ve piyasanın tadını kaçırdı. Buna ek olarak, Ukrayna ve Tayland'da çıkan toplumsal olaylar nedeniyle "risk-off" moduna geçen piyasalar, Fed'in GOP riskine karşı izlemede kaldığı bir ortamda, Wall Street'te satışları hızlandırdı. Dünü %0.5'i aşan oranda düşüşle kapatan Wall Street endeksleri, bu sabah Çin'de beklentilerin altında kalan Ön PMI endeksinin de etkisiyle %0.3 civarında ekside. Asya piyasaları da satışta, Nikkei ise sert düşüyor. Bu arada, bugün ABD'de TÜFE, Euro-bölgesinde de PMI rakamları izlenecek. PMI'lardan 4Ç'de iyi gelen büyüme verilerinin ardından 1Ç'ye ilişkin de önemli mesajlar alıyor olacağız. Toparlanmanın küçük adımlarla da olsa sürmesi mümkün görünmekte. ABD TÜFE rakamları ise FOMC'nin QE'leri yavaşlatmaya bu kadar kararlı olduğu bir ortamda piyasayı doğrusal yönde etkiler, bizce. Yani "iyi veri olumlu, kötü veri ise olumsuz etki yaratır".

Salı günkü PPK sonrasında piyasalar en az birkaç çeyrek "enflasyon-büyüme" paradigmasından umudunu kesti... Tamam, "yüksek faiz - zayıf TL - yavaş kredi" ekseninde cari açık ciddi oranda (GSYİH'nın %5.5'ine doğru) daralacak daralmasına da Fed'in tahvil alım programından çıkış yaptığı bir ortamda zayıflayan "büyüme-enflasyon" paradigmasıyla "200 milyar doları aşan dış finansman ihtiyacı" için road-show yapmak hiç de kolay olmayacak. Türkiye için en güçlü pazarlama enstrümanı halen bütçe; ancak Ocak verilerinden seçim harcamalarının izini aldık. Bu noktada, Salı günkü PPK'ya tekrar göz atalım derseniz. Enflasyonda iyileşmenin ne zaman başlayacağına dair yatırımcıya hiçbir ip ucu sunamayan TCMB

“görünüm ve beklentilerde” süregelen bozulmaya yaptığı göndermelerle bir bakıma “daha yüksek” enflasyona hazırlanın mesajını verdi. En azından biz öyle algıladık. Zira, TL’de yaşanan değer kayıplarının, kuraklıkla gıdada iyici su yüzüne çıkan fiyat artış riskinin ve de şu ana kadar ertelenen enerji zamlarının yerel seçimler sonrası masaya gelecek olması önemli tehdit unsurları. Üç hafta önce politika faizlerini iki kat artırarak döviz kurundan enflasyona geçişi frenlemeye ve aynı zamanda da beklentilerdeki bozulmayı engellemeye çalışan TCMB’nin “gıda fiyatlarına ve enerjide biriken zam riskine” karşı yapacağı birşey yok. Bu durumda, TCMB dahil hiç kimse 2Ç’de enflasyonu %9’un üzerinde görürse şaşırmasın. Sonrasında ise TCMB elinde yüksek faizle birlikte enflasyonun yatışmasını bekleyecek.

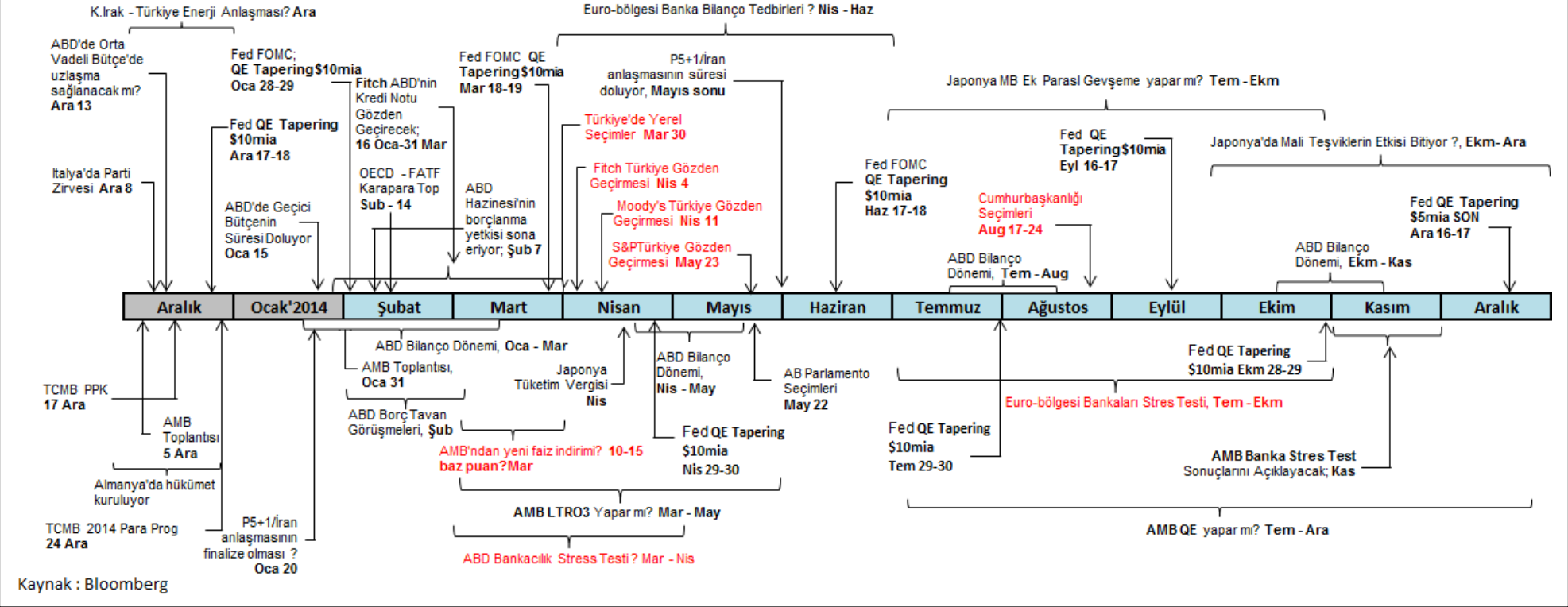
Milyon dolarlık soru TCMB’nin ne zaman faiz indirim sinyali vereceği? Enflasyondaki artış baskısının ne zaman yatışacağını TCMB henüz kestiremiyor ancak sonbaharı görmeden (ki cumhurbaşkanlığı seçimleri de tamamlanmış olacak) sıkı duruşunu da sonlandırma niyetinde olmadığını söylersek okurlarımızı pek de yanıltmamış oluruz. Yılın kalan döneminde faiz indirimi gelir mi? Orası da şüpheli, yurtiçindeki enflasyon riski bir kenara artık Fed’de QE’lerden büyük ölçüde çıkmış olacak ve faiz artırımına doğru yelken açacak. Özetle, dün sabahki piyasa yorum notumuzda da dile getirdiğimiz gibi PPK kanadındaki hikaye şöyle: yüksek faiz en az birkaç çeyrek bizle birlikte ve ilk faiz indirim mesajının ne zaman geleceği de belirsiz ve de şüpheli. TCMB’den carry motifinin kokusunu dahi alamayan piyasa, enflasyon-büyüme paradigması bozulmaya devam ederken, global piyasalardan da rüzgar alamazsa ne yapsın? Üstelik bir de piyasaları Ukrayna-Tayland endişesi tüm GOP’ları sarmışken...

PPK sonrası piyasa gelecek hafta yapılacak ağır iç borç itfasını düşünmeye başladı... Bizi bu sayfalardan takip eden okurlarımız belki hatırlar, haftaya başlarken “yatırımcı anatomisini” incelemeye çalışmış ve Şubat başındaki toparlanmanın “Ocak’ta açılan kısa pozisyonların kapatılmasıyla gerçekleştiği ve kırılma arz ettiği” teşhisinde bulunmuştuk. Bu süreçte, BİST’in temelde swap piyasasına gerçekleşen FX girişlerinden nemalandığı iddiasını ortaya atmış ve görece fiyatlamalarda “GOP’lardan kopmadan ihtiyatlı hareket edilmesinin” önemine dikkat çekmiştik. TCMB PPK sonrasında yaşanan dalgalanma görüşlerimizi teyit etti. Swap’a girişler durunca, TCMB’den tahminlerin ötesinde şahin söylemler alan BİST yatırımcısının tadı kaçtı. Önceleri, 28 Ocak’ta politika faiz oranlarında yapılan ortalama 500 baz puanlık artışın ardından fonlama tarafının %10’lar etrafında çapalandığını düşünen yatırımcı, PPK sonrası koridorun üst bandını (önceki sabah raporlarımızda sıklıkla dile getirdiğimiz %11.5-12.0 seviyesi) da izlemeye başladı. Kaldı ki - neredeyse hemen hergün bu sayfalarda okurlarımıza aktarmaya çalışıyoruz - faiz tarafı henüz normal dinamiklerinde çalışır vaziyete gelmiş değil. Örneğin FX hedge TRY tahvil portföyünün ABD Hazine tahvillerine göre 310 baz puanlık zararla tutuluyor olması anlaşılır gibi değil. Geçen hafta swap’a gerçekleşen girişlerle 20-25 baz puan kadar hafifleyen zararın GOP riskiyle büyümesi de mümkün. Bu, TCMB’nin beklenden daha fazla şahin duruş sergilediği ve TL’nin zayıf kalmaya devam ettiği bir ortamda, 26 Şubat’taki 14.1 milyar TL’lik iç borç itfası öncesinde 24-25 Şubat’ta yapılacak ihalelerin zorlu geçeceğine işaret etmekte.

Piyasalarda ne beklemeli? Nasıl hareket etmeli? Son beş yıllık ortalamalarda MSCI GOP F/K’ları bazında %12 oranında iskontolanan BİST’in, böyle bir resimde, halihazırda %7 civarında bir iskonto oranıyla fiyatlanması öyle görünüyor ki yatırımcıya pek de cazip gelmiyor artık. Kaldı ki bankalarası piyasalarda %11’i aşan yüksek fonlama oranının “net faiz marjı ve sermaye oranları” üzerinde oluşturduğu erezyonu da anımsatalım. BİST’in swap spreadlerine göre son iki gündür ölçüsüz düşmesinin nedenini kanaldan açıklamak mümkün (bir diğer nedeni de artan GOP riski). Şu anda GOP’lar risk-off, ancak global piyasalarda atmosfer yeniden risk-on olduğunda elbette dışında kalmamak gerekir ve biz de swap spreadleri ve türev piyasalar üzerinden taktik risk pozisyon önerilerimize uygun ortamı yakaladığımızda devam edeceğiz. İlerleyen dönemde muhtemelen bu tür önerilerimiz okuyor olacaksınız ancak yukarıda ortaya koyduğumuz fundemantallere dayalı görece fiyatlamaları - “Fiyat Defter Değeri (F/DD), Fiyat Kazanç (F/K) ve sermaye oranlarını - da aklımızın bir köşesinde tutalım.

Sonuç: Bizi bu sayflardan takip eden okurlarımız için büyük oranda tekrar olacak ancak görüşümüzde bir değişiklik olmadığını anımsatmak istiyoruz: a) 5 Şubat’ta “short’ların kapatılmasıyla başlayan alımlar rahatlatma/soluklanma rallisinden başka bir şey değil(di)”, b) “uzun soluklu carry hikayesi yazmak için elde gerekli fundamental gerekçe yok henüz”, c) ana yatırım stratejilerinde “ihtiyat elden bırakılmamalı”; d) BİST’te alımların devamı ancak swap’ta kısa uca (vade) para (döviz) girişiyle mümkün ancak Fed FOMC tutanakları ve GOP’lardaki risk-off atmosfer şu anda bu olasılığın önünü tikiyor ve e) ancak risk iştahının da tamamen öldüğünü söyleyemeyiz; piyasa risk-on düğmesine yeniden basarsa yatırımcı “görece değerlemelerde GOP’lardan kopmadan hareket etmeli, primli F/K’lardan kaçınmalı, F/DD’deki baskıya dikkat etmeli ve swap spreadleriyle yol almalı”.

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.