



Piyasalar neyi fiyatlıyor...

Fed sonrası piyasalar... Aslında çok fazla bir değişiklik yok. Takip eden FOMC toplantılarında 10'ar milyar dolarlık azaltımlarla yıl sonunda QE'lerden tamamen çıkma iradesini gösteren ve bu süreci yumuşatacak / rafa kaldıracak potansiyel gerekçeler için çitayı çok yükseğe koyan Fed'in mesajı net: "Global likidite normalleşecek". Bu konuda FOMC içinde en ufak bir görüş ayrılığı yok. Soru faiz artırımının ne zaman geleceğindedir. O konuda mesaj verirken Fed piyasalarda can yakmayacak bir forward guidance (sözle yönlendirme) oluşturmanın peşindedir. Fed piyasaları aydan aya çok fazla oynama gösteren Tarım dışı İstihdam verilerinin yönlendirmesinden (veya volatilitelerinden) kurtarmak istiyor; çünkü zaten driençlerine dayanan Wall Street "Gelişmekte Olan Piyasa (GOP)" ve "varlık balonu" riskleriyle ile tehdit altında. Henüz, bu iki riski de izleme pozisyonunda olan Fed "finansal istikrar" adına "faiz artırım sürecini" istikrarlı ve aynı zamanda da herkesin kabul edebileceği bir "kriter" bağlama arzusunda. Bu kriter elbette ki %2.0'lik enflasyon hedefinden başka birşey olamaz. Halihazırda enflasyonda yukarı yönlü belirgin bir risk görmeyen Fed, bu kanaldan faiz artırım beklentilerini en erken "2015 ortasına" kadar dondurmaya ve bu şekilde piyasalarda ortaya çıkabilecek "sert volatiliteler riskini" de makul düzeyde tutmayı amaçlıyor. Fed'in beklenti yönetiminde başarılı olacağını düşünsük bile görünen o ki piyasalar en geç 18 ay sonra Fed'in faiz artırımlarıyla tanışacak. FOMC tutanaklarının faizde referans olarak "ters repo oranlarını" göstermesi boşuna değil.

Geleneksel savunma hattına çekilen TCMB, carry motifini yurtdışı piyasa koşullarının insafına bıraktı... Dün sabahki piyasa yorum notumuzda da dile getirmeye çalıştığımız gibi, böyle bir ortamda zayıflayan "büyüme-enflasyon" paradigmasıyla "200 milyar doları aşan dış finansman ihtiyacı" için road-show yapmak Hazine ve Özel Sektör için hiç de kolay olmayacak; çünkü Türkiye'nin döviz bilançosu ciddi bir kur riski taşıyor. Zayıf TL, gıda fiyatlarında kuraklıkla gelen artış baskısı ve enerjide seçim sonrasına ertelenen zam tehlikesiyle birleşince TCMB'nin geleneksel sıkılaştırma dışında başka bir seçeneği kalmıyor. Bu noktada, TCMB ne kadar istese de bu politika duruşuyla piyasaların çok ihtiyaç duyduğu o "carry motifini" yatırımcıya veremiyor. "Ortodoks sıkı duruşa" geçerek beklentilerdeki erezyonun durmasını beklemekten başka elinden birşey gelmeyen TCMB, "yakın izlemede" kalıp enflasyonda gelecek aylarda ortaya çıkacak sonucu bizlerle birlikte izleyecek. Bizce, Nisan'da muhtemel enerji zamları sonrasında %9'u aşması beklenen TÜFE oranı TCMB'yi de şaşırtmayacak. Ne rastlantı ki 4 Nisan'da Fitch, 11 Nisan'da da Moody's Türkiye'nin kredi notunu gözden geçirecek. Ekonomide tatsız kokteyle karşı karşıya kalan TCMB yeni bir faiz artırımı yapmaz ancak koridorun üst badını da kullanabilir. Bunu da API'deki finansmanın kompozisyonunu değiştirmek suretiyle halihazırda %10'dan sağladığı efektif fonlama faizini %11.5-12.0 bandına taşıyarak gerçekleştirebilir. Salı günü PPK metninde verilen oldukça şahin mesajlar bizce bu kapıyı araladı. Nitekim, dün TCMB'nin likiditeyi sıkılaştırarak efektif fonlama faizini %10.04'den %10.15'e yükselttiğini gördük. Bankalararası repo faizi ise %11.85'e tırmandı. Evet yüksek faizle döviz kuru duruldu durulmasına da piyasayı taşıyacak "carry motifini" içeriden üretileniyor. Piyasanın akıbeti yurtdışı gelişmelere ve birazdan değineceğimiz swap piyasalarına bağlı.

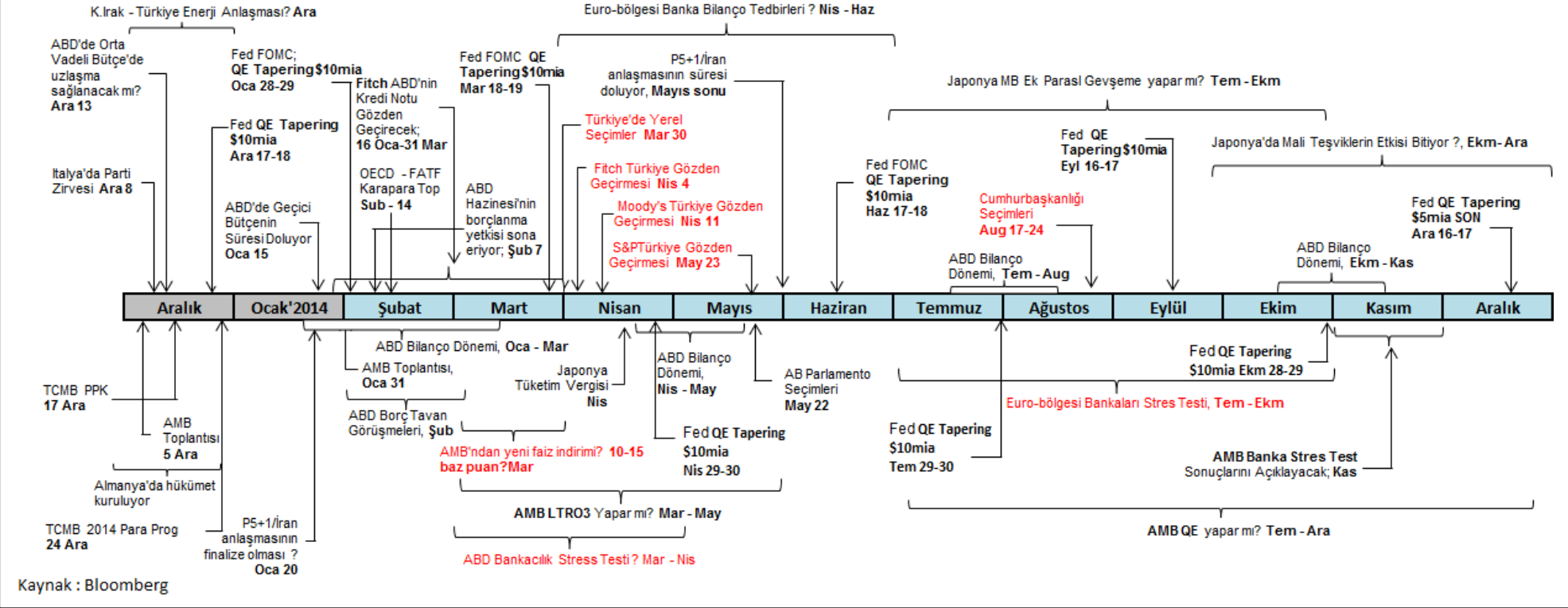
Fonlama maliyetinde riskler yukarı yönde... 28 Ocak'taki ara toplantıda yapılan ortalama 500 baz puanlık artışın ardından piyasa çarpanlarını (fiyat/kazanç - F/K ve fiyat defter değeri - F/DD) fonlama kanalından çapalayan BİST yatırımcısı, Salı günü PPK sonrası 150 baz puana varan oranda yeni maliyet artışlarını da masaya koydu. İlk etapta net faiz marjından 50 baz puan kadar silen portföylerin, bu durumda ilave 15-20 baz puanlık daralma ihtimalini bir kenarda tutmaya başladığı hissini alıyoruz. Tabii bir de yüksek fonlama maliyetinin sermaye oranları üzerinde oluşturduğu erezyon var. Muhasebe yöntemleriyle sermaye oranlarının az hasar alması mümkün görünse de F/K'ları kurtarmak çok da kolay değil. Nitekim, bankalara gelen son satışlar ve kar beklentilerindeki revizyonlarla MSCI GOP F/K'lara göre son 5 yılın ortalama iskonto seviyelerine indik. Puzzle'in asıl çözüm bekleyen tarafı tahvil faizleri. FX hedge uzun vadeli TRY tahvil portföyünün 10 yıllık ABD Hazine tahvillerine göre halihazırda 330 baz puanlık zararla tutuluyor olması anlaşılır gibi değil. Görünen o ki yatırımcı tahvil portföyünü piyasa değerinden muhasebeleştirme yerine reeskont yazmayı tercih ediyor, o zaman da piyasaya satış gelmiyor. Ancak alışa niyetlenen de yok şu koşullarda. Yani tahvil piyasasının dinamikleri çalışmıyor.

Pazartesi ve Salı yapılacak Hazine ihaleleri market-mover... Hazine'nin Çarşamba günü yapacağı 14.1 milyar TL'lik itfta işte böyle bir ortama denk geliyor. Hazine Pazartesi ve Salı toplam 5 ihale gerçekleştirecek ve en az 11 milyar TL finansman arayacak. 7 yıllık Değişken Faizli ve 5 yıllık TÜFE endeksli tahviller ilgi görebilir ancak sabit kuponlu tahvillerde ihalelerin zorlu geçmesi, eğer yurtdışındaki hava düzelmezse, yatırımcıları çok da şaşırtmamalı. Hikaye bununla da bitmiyor elbette. Hazine'nin 5 Mart'ta da 16.6 milyar TL itfası bulunuyor. Mart başındaki ihalelerde yurtdışı piyasalar kadar Şubat enflasyon verilerinin ve iç siyasi gelişmelerin de etkili olacağını şimdiden anımsatalım. Kaldı ki yerel seçimlerde artık son dönemece girilmiş olacak. Enflasyonu hedef alan TCMB'nin "elinin bağlı" olduğunu söylemek mümkün.

ABD'de karmaşık data akımı... Dün Philadelphia Fed İmalat aktivite endeksi çok sert düştü, ancak Markit PMI ön endeksinde toparlanma görüldü, enflasyon ve haftalık işsizlik rakamları ise beklentilere paralel geldi. Bugün açıklanacak ikinci el konut satışlarında da ağır kış koşulları nedeniyle sert düşüş gündemde. Fakat, geçen hafta Yellen bu hafta da FOMC tutanaklarından gelen "tahvil alım programında kararlı azaltım" mesajları piyasaların datalara reaksiyonu epeyce bastırdı. Wall Street de yüksek irtifada dirençler etrafında örülen formasyon bu şekilde korudu. Haftayı tamamlarken de aynı formasyon geçerli. Ve bu havada Asya'dan (Çin hariç) BİST'e ılık rüzgar etmekte. NY endekslerinin de %0.3 kadar artıda olduğunu not edelim.

Swap piyasalarından BİST'e mesaj var... Haftayı kapatırken MSCI GOP F/K'ları bazında son beş yıllık ortalamalarında iskontolanan BİST'in, swap spreadleriyle karşılaştırıldığında son birkaç gündür bir miktar "pozitif" hareket alanına sahip olduğu göze çarpmakta. Gerçi zaman zaman BİST, yurtdışı atmosferde uygun koşulları bulduğunda bu "boşluğu" doldurmak için hareketlenme gösterebiliyor. Tıpkı dün olduğu gibi; ancak yukarıda ortaya koyduğumuz fundamentaller ve süregelen GOP ve iç siyaset riskiyle yavaşlayan fon akımları bir miktar iştahsızlık yaratmakta. Dün BİST kapanışa yakın swap spreadleriyle olan bu boşluğu doldurmak için harekete geçerken, swap piyasasına dişe dokunur girişin olmadığı da gözledi. Hava müsait olduğunda BİST bahsi geçen boşluğu (yukarı yönde) doldurmaya niyetli fakat TRYUSD swap piyasasına istikrarlı fon girişleri olmadıkça mevcut fundamentaller altında "kırılgan" bir yapının olduğunu da anımsatalım. Ana yatırım temasına gelince; 20 Kasım'dan bu yana "ihtiyat" ana stratejimiz olarak kalmaya devam ediyor; ancak öte taraftan da yukarıda paylaştığımız gibi "swap spreadleri ve türev piyasalar" üzerinden "taktik risk pozisyon" fırsatlarını uygun ortamı yakaladığımızda okurlarımıza aktarmaya devam edeceğiz. Son olarak, BİST'te alımların devamı için swap'ta kısa uca (vade) istikrarlı para (döviz) girişinin şart olduğunu not edelim; ancak "trade amaçlı risk pozisyonlarının" dışında "carry modunda" böyle bir hareketi tetikleyecek "katalisti" henüz görebilmiş değiliz.

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 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.