



Yellen ve Moody's sonrası piyasalar...

Piyasalar Yellen'ı konuşmaya devam ediyor... Merkez Bankası başkanları açısından akademik birikim ve piyasa tecrübesi ne kadar önemliyse, iletişim becerileri de o kadar hayati öneme sahiptir. Bunu en iyi Maestro Alan Greenspan anlatır. Olağan bir basın toplantısının ardından gelen "soru - cevap" bölümünü Fed - piyasa iletişim sürecinde "en kırılğan ve en tehlikeli" aşama olarak nitelendiren Maestro, aslında iletişim becerileri zayıf olan Fed başkanlarını kibarca uyarır. Zira, Greenspan, büyük stres altında sunumu tamamlayan Fed başkanlarının soru - cevap bölümünde "biyolojik rahatlama ve psikolojik rahevete" kapıldıklarını ve bu nedenle usta gazetecilerin sorularına "en savunmasız" oldukları anda yakalandıklarını söyler. Maestro'nun bu yöndeki telkinlerini dikkate alan önceki başkan Bernanke'nin basın toplantılarının soru - cevap bölümüne ayrı bir antrenmanla hazırlandığını gayet iyi hatırlıyoruz. Örneğin, Bernanke'nin Fed teknisyenlerine provokatif sorular sordurarak basın toplantılarına hazırlandığı kulaktan kulağa dolaşır. Ama anlaşılın, Yellen Fed başkanı olarak çıktığı ilk toplantıda Maestro'nun tavsiyelerini ve Bernanke'nin tecrübelerini aklından çıkarmış; sadece sunumuna odaklanmış. Nitekim, bir basın mensubundan gelen "faizler ne kadar süre düşük kalacak?" sorusuna gardını indirdiğinde yakalanan Yellen, o talihsiz hatayı yaparak piyasalara "tarih" verdi.

Yellen'in "acemice" hatası faiz beklentilerini değiştirdi... Hatırlatalım, "tahvil alımlarının (QE) Ekim'de sonlandırılabilceğini" ardından takip eden "altı ay sonra" da faizlerin artırılabilceğini söyleyen Yellen, önceki akşam piyasaların "yanlış ayakta" yakalanmasına yol açtı. Daha iki gün öncesine kadar Bernanke'nin çizdiği çerçevede 2015'in sonuna kadar faiz artırımını öngörmeyen ve hatta 2016'nın müjdesini arayan piyasalar, QE'lerin Aralık'tan önce "Ekim'de" sonlandırılıp ardından da faizlerin "Mart-Nisan 2015'te" artırılabilceğini öğrenince "atmosferin" değiştiğini anladı. "QE finish çizgisiyle ilk faiz artırımını arasında kalan sürenin" tahmin edilenden çok daha kısa olduğunu gören piyasa oyuncuları böyle bir parkurda "güvercin" uçuşun emniyetsiz olduğunu hissetti ve "şahin" moda geçiş hazırlıklarına erken başladı. Nitekim, Mart FOMC öncesinde 2015 sonuna / 2016 başına yığılan "faiz artırım beklentileri" 2015'in ilk yarısına kaymaya başladı.

Fed bölge başkanlarından önümüzdeki birkaç gün/haftada gelecek açıklamaların market-mover olacağını şimdiden not edelim... Bizce Yellen da hata yaptığının farkına varmış olmalı; çünkü piyasaların böyle bir açıklamaya hiç hazır olmadığını en azından basın toplantısının ardından kendine birileri hatırlatmıştır diye düşünüyoruz. Yapı itibarıyla güvercin kampın müdavimi olan Yellen'in ABD ekonomisi henüz ikna edici toparlanma patikasına geçememişken şahin kimliğine bürüneceğini pek düşünemiyoruz doğrusu. Bu nedenle, izleyen günlerde yardımcılarını çeşitli platformlara gönderip "QE'lerde Ekim, faiz artırımında da altı ay" mesajını sulandırmalarını isteyecektir, bizce. İlk provayı bugün TSİ 17:45'de konuşması beklenen St Louis Fed Başkanı Bullard yapabilir. Ardından da TSİ 22:30'da San Francisco Fed Başkanı Kocherlakota sahne alacak. Gelecek hafta da devam edecek Fed bölge başkanlarının yapacağı konuşmalar bu kapsamda dikkatle dinlenmeli. Yellen'in verdiği tarihleri sulandıracak mesajlar olumlu algılanır. Olası görüş ayrılıkları ise yatırımcıların aklını karıştırır. Biz şu noktada QE'lerin Aralık'ta sonlandırılıp 2015 4Ç'ye kadar da faiz artırımına gidilmeyeceği görüşündeyiz.

ABD'de yeni slogan: İyi data iyi Wall Street... Fed'in "banka stres testi" sonuçları yatırımcıları memnun etti... Yatırımcılar hatırlar belki dört-beş hafta kadar önce, data-Wall Street arasındaki asimetric ilişkinin son bulduğu ve korelasyonun pozitif döndüğü yönünde bir iddia orta atmıştık. O günden başlayarak ABD'de data-piyasa ilişkisi bahsettiğimiz doğrultuda gelişti. Piyasaların ilk reaksiyonda "pozitif dataya pozitif, negatif dataya da negatif tepki" vereceği tezimizin arkasında durmaya devam ediyoruz. Nitekim dün, kuvvetli gelen Philadelphia Fed Aktivite Endeksi ve beklentilerin altında kalan Haftalık İşsizlik datası sonrasında önceki gün Yellen'la sert düşen Wall Street toparlandı. Dün piyasaları memnun eden bir diğer gelişme de Banka Stres Testi sonuçları oldu. ABD bankalarının en ağır durgunluk şartlarında dahi yeterli sermayeye sahip olduklarını öğrendik. Teste giren 30 büyük bankanın 29'u zor sınavı geçti. Bugün data ajandası boş. Öte taraftan, Fitch ABD'nin kredi notunu AAA olarak teyit etti ve negatif izlemeden çıkardı. Fitch'in açıklaması beklenen bir gelişme.

AB Liderler zirvesi bugün tamamlanıyor... Herkes AB Liderlerinin Rusya'ya getirdiği yaptırımları konuşurken, gündemin bir diğer maddesinin de "banka birliği" olduğunu anımsatalım. Dün geç saatlere kadar

süren müzakerelerin sonrasında 8 yıl içinde temin edilmek üzere 55 milyar euro'luk bir yardım fonunun oluşturulması üzerinde uzlaşmaya varıldı. Hangi bankaların fondan yararlanabileceğine ise Avrupa MB karar verecek ve fondan sorumlu olacak. Mayıs'taki AB Parlamentosu seçimleri öncesinde fonun hayata geçirilmesi planlanıyor.

Para tahvil piyasalarından BİST için ne mesaj alıyoruz? Öncelikle, Putin'in BİST için kurtarıcı olduğunu tekrar anımsatalım. Ne Moody's'in not tehdidi ne de Yellen'in acemice yaptığı hata BİST'in direncini kırmaya yetmedi. Tabii bu noktada 30 Mart yerel seçimlerinin ardından siyasi ortamın sakinleyeceği umudunu taşıyan yatırımcıların manevraları da hafife alınmamalı. Ama para ve tahvil piyasası BİST ile aynı telden çalmıyor. Tahvil getiri eğrisi vade boyunca birkaç basamak yükselirken, Yellen'in açıklamaları sonrası uzun vadeliye görece fazla satış geldiği gözlenmekte. Dolayısıyla, uzun-kısa vade arasındaki "spread genişlemesi" ilk etapta BİST pozitif gibi görünse de "carry motifi" yansıtmamaktadır. Benzer durum swap piyasasında da göze çarpmakta. 2-10 yıllık segmentte uzun vade lehine açılan ve BİST'e ilk etapta pozitif mesaj gönderen "spread genişlemesinin" aslında Yellen ve Moody's sonrası uzun vadeli swap oranlarının yükselmesinden kaynaklandığını ve "carry motifi" taşımadığını yatırımcılara anımsatalım. Nitekim, uzun vadeli tahvil portföylerini hedge etmek için sıklıkla baş vurulan 3 ay vadeli USDTRY Forwad Kontratlarının işaret ettiği beklenen getiri oranı %11.64 ile gösterge tahvil faizinin (%11.41) dahi üzerinde. Hal böyle olunca sepet kur da 2.65'in altına inemiyor. Üstelik, dövizdeki bu yüksek tansiyon TCMB'nin interbank O/N repo oranını tavana (%12.0) kilitleyen sıkı fonlama stratejisini sürdürdüğü bir ortamda karşımıza çıkıyor.

Piyasa görüşümüzde bir değişiklik yok... BİST mevcut değerlemeler altında "Rusya'dan çıkan fonlara adres" olmaya devam edebilir ancak "carry-motifi" vücut bulmadıkça TL'ye topyekün destekten bahsetmek de mümkün olamıyor. Yukarıda özetlediğimiz döviz piyasası gelişmeleri de bu durumu gayet iyi resmediyor. Carry-motifi olmadan sağlanan zayıf para girişi yıl boyunca 200 milyar doların üzerinde dış finansman temin etmesi gereken Türkiye'nin ödemeler dengesi içinde eriyip gidiyor. Bu ortamda, henüz "risk/rebound" türü hareketlerin dışında yeni bir mesaj alamıyoruz. Gün içinde yaşanan "spread genişlemeleri / daralmaları" üzerinden "risk-on/off" sürüş yapmak elbette ki mümkün; ancak bir o kadar da yorucu. Gerçi bu tür piyasa sürüş teknikleri Rusya'dan çıkan ve yeni yatırım olanakları arayan fonların at koşturduğu bir ortamda gayet uygulanabilir duruyor fakat "emniyetli" olduğu söylenemez. Çünkü bir taraftan (jeo)politikada belirsizlik devam ederken, diğer taraftan da para piyasası dinamikleri stagflasyonu anımsatan bir görünüm ortaya koymakta. Bu arada, 11 Nisan'da Türkiye'nin kredi notunu gözden geçirmesi beklenen Moody's'in iki gün önce bankalar üzerinden yaptığı "uyarı atışı" da dikkatlerden kaçırılmamalı. Özetle, orta vadeli portföylerde 20 Kasım'dan bu yana uyguladığımız "ihtiyat" stratejisinde kalmaktan memnunuz; kısa vadeli portföylerde ise "risk on/off sürüşe" para ve tahvil piyasalarından gelen sinyallerin yardımıyla devam ediyoruz. Zor bir sürüş olduğu kesin. Mesela BİST'in dün gün içindeki hareketlerini gözünüzün önüne getirin. Haftanın son gününe piyasalar sakin giriyor.



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.