



## Piyasalarda nasıl pozisyon almalı?

**Hazine'nin dünkü ihalelerinde son dönemin en zayıf sonuçları görüldü...** Okurlarımız hatırlayacaktır, dünkü notlarımızda haftanın ilk ihalelerinde (5 yıllık sabit kuponlu ve 7 yıllık değişken faizli) Hazine'nin süpriz başarılı sonuçlar elde ettiğini dile getirmeye çalışmıştık. İlk etapta yabancı girişini anımsatan sözkonusu ihaleleri swap / para piyasalarıyla ele adığımızda, bu yönde bir sinyal alamadığımızı dikkat çekmiştik. Ve neticede, talebin "getiri saikinden" değil, daha çok yurtiçinde "likidite sağlama ve riski azaltma" saiklerinden kaynaklandığı tezini ileri sürmüştük. Siyasi riskin arttığı bir ortamda, ikinci etap tahvil ihalelerine soyunan Hazine'nin son dönemin en yüksek maliyetleriyle finansman bulabildiğini gördük. Evet, Hazine %78 olan olan iç borç çevrime planını fazlasıyla gerçekleştirdi gerçekleştirmesine de 2 yıllık yeni referans tahvil ihalesinde faiz %11.18 ile son 55 ayın zirvesine tırmandı. Yani Hazine böyle bir "ihale" faizini 2009 krizinin bitiminden bu yana ilk kez görmüş oldu. 10 yıllık sabit kuponlu tahvilde gerçekleşen %10.61'lik "ihale" faizinin bir örneğini arşivlerimizde aradık taradık ancak bu tanım ve vadede daha önce hiç bu kadar yüksek bir "ihale" faizi göremedik. Bereket versin ki 5 yıllık TÜFE endeksli tahvilde "orta/uzun vadeli portföy likiditesini artırma ve riski düşürme" saikleri az da olsa görüldü de dönemsel getiri oranı %3.35'de kalabildi. Para (swap) piyasasına gelince, faizler getiri eğrisi boyunca yukarı kayarken, kısa uçtaki artış daha belirgin oldu.

**Hikaye daha bitmedi...** Sonuçta, Hazine ihalelerinin ardından swap spreadleri (yani uzun vadeli oranlarla kısa vadeli oranlar arasındaki fark) yükselen irtifada daraldı. Yani piyasa için en kötü faiz bileşimi (yüksek irtifa + uzun vadeli göre daha yüksek kısa vadeli faiz) gerçekleşti. Hikaye bununla da bitmiyor. Hazine'nin 5 Mart'ta da 16.6 milyar TL itfası var. Mart başındaki ihalelerde yurtdışı piyasalar kadar Şubat enflasyonunun ve iç siyasi gelişmelerin de etkili olacağını anımsatalım. Bu noktada, enflasyonu hedef alan TCMB'nin "elinin bağlı" olduğunu söylemek hiç de zor değil. İç siyaset yatışmazsa Hazine'nin işi zorlaşabilir; çünkü gelecek hafta yatırımcının karşısına 2.5 milyar TL'lik ek borçlanma talebiyle çıkacak.

**Puzzle tamamlanıyor...** Şurası gerçek ki makro ölçekte "stagflasyonu" betimleyen "yüksek irtifada spread daralmasına" BİST alerjik reaksiyon gösteriyor. Wall Street de mevcut fundamentallerinde dirençlerine dayanıp Gelişmekte Olan Piyasa (GOP) riskine karşı katalist arayışına geçince, "iç siyasetteki" belirsizlikten çekinen ve "enflasyon - büyüme" paradigmasında süregelen bozulmayı "200 milyar doları aşan finansman" yüküyle taşımakta bir hayli zorlanan BİST'e gardını alıp savunmaya çekilmekten başka bir seçenek kalmıyor. Üstelik 4 hafta önce ortodoks sıkı duruşa geçen TCMB de fonlamada 150 baz puana kadar faiz artışına (koridor içinde) göz kırıyor. Bu, aslına bakılırsa Ocak sonunda "net faiz marjından" 50 baz puan kadar silen portföyleri, ilave 15-20 baz puanlık daha marj daralma riskiyle karşı karşıya bırakıyor. Tabii bir de yüksek fonlama maliyetinin "sermaye oranları" üzerinde oluşturduğu "erezyon" var. Az önce çizdiğimiz marko çerçevenin içi kötü tat bırakan mikro parçalarla dolunca "puzzle" da tamamlanmış oluyor.

**Ana yatırım stratejisi ve taktik pozisyonlar...** BİST'te dünkü sert düşüşün ardından yurtdışı piyasalara ve TL'nin pozisyonuna bağlı olarak "tepki" alımları izlenebilir; ancak gelin dilerseniz biraz daha geniş bir çerçeveden bakalım. Ana yatırımı tamamımız 20 Kasım'dan bu yana halen "ihtiyat" modunda. Elbette ki geçtiğimiz birkaç haftada olduğu gibi "swap spreadleri ve türev piyasalar" üzerinden "taktik risk pozisyon" fırsatlarını uygun ortamı yakaladığımızda okurlarımıza aktarmaya devam edeceğiz. Fakat gelinen noktada, geçen hafta ortasında swap spreadleriyle oluşan "pozitif" hareket alanı (risk pozisyonu) hafta başında tamamen kapandı (bkz dün sabahki piyasa yorum notumuz); hatta dün itibarıyla BİST ve swap spreadlerinin kol kola güney istikamette ilerdiği gözlenmekte. Tepki pozisyonlarını bir kenara alırsak, BİST'e en azından "taktik alım" gelebilmesi için swap'ta kısa uca (vade) istikrarlı para (FX) girişinin şart olduğunu anımsatalım. İlerleyen dönemde, yer yer BİST ile swap spreadleri arasında hisselerle pozitif hareket alanı sağlayacak boşluklar oluşabilir (iç siyaset el verirse tabii). Ancak bu sayfalardan sıkça dile getirmeye çalıştığımız gibi mevcut "fundamentaller" ve süregelen "GOP ve iç siyaset" riskiyle bu tür teşebbüslerin "kırılma" arz ettiği de dikkatlerden kaçırılmamalı. Ayrıca, "kısa süreli trade amaçlı risk pozisyonlarının" dışında "carry modunda" alım hareketlerini tetikleyecek bir "katalisti" henüz göremediğimizi birkez daha hatırlatalım.

**Yurtdışında makro ajanda hafif... Wall Street nereye gidiyor?** Yarın Fed Başkanı Yellen'in Senato sunumunu ve dayanıklı mal siparişleri dadasını bekleyen, Cuma günü için şimdiden 4Ç büyüme rakamlarına

odaklanan ABD borsaları zayıf verilere “yüksek” tolerans eşiğinde bakmaya devam ediyor. Wall Street yatırımcısı, halihazırda “datalardaki bozulmayı ağır kış koşullarına bağlayan ve mevcut kötüleşmenin geçici olduğunu iddia eden tezi” fiyatlamayı uygun buluyor. Bu kapsamda, dün gelen ve beklentilerin çok altında kalan Conference Board Tüketici Güveni ve Richmond Fed İmalat Aktivite endeksleri ilk etapta Wall Street’te satışları tetiklese de ardından S&P 500 toparlayarak satışların önemli bir kısmını geri aldı ve dirençlerden kopmamaya çalıştı. Bir süredir dirençlerde seyreden ve zaman zaman da uygun risk iştah koşullarında yeni rekor seviyeleri test eden S&P 500’de gelenen düzeyi “dolar swap ve ABD tahvil spreadleriyle” teyit edemiyoruz. Yönünü “güneye” çevirme eğilimi gösteren “dolar faiz spreadlerinden” anladığımız şu: “Şu ana kadar Fed’in yönlendirmeleriyle ne tahvil alımlarındaki azaltımlara ne de zayıf makro veri akımına kulak asmayan ve ayrıca bilanço sezonunu kapatmak üzere olan Wall Street’in yeni bir “katalist” bulamazsa mevcut direnç seviyelerinde kalması zor”. Henüz tam olarak olgunlaşmadı ama olası “düzeltme sinyallerini” göz ardı etmemek gerekir. Bu arada, tüm yıl için S&P 500’ün halen mevcut kar tahmin rakamları altında %8’lik bir getiri potansiyeli taşıdığı yönündeki tezimizi de yineleyelim. Bugün gözler TSİ 17:00’de açıklanacak Yeni Konut Satış verilerinde olacak. Kötü data'lara yüksek tolerans eşiğinden bakan piyasalar süpriz veriler gelmedikçe belirgin reaksiyon vermez, bizce. Öte tarftan, konut rakamlarında bir miktar toparlanma görebiliriz.

**Bu sabah piyasalarda hava nasıl?** Asya dar band içinde karışık hareket ediyor. Çin hafif artıda, Japonya hafif ekside. Dünü hafif ekside kapatan S&P 500 bu sabah %0.20 kadar artıda. 10 yıllık ABD tahvil faizleri %2.71’lerde sakin, dolar endeksi 80 sınırında yatay. ABD ve Avrupa makro verilerinde son birkaç aydır Avrupa lehine gerçekleşen ayrışmadan destek alan EURUSD 1.3740’larda rahat, ancak hemen not edelim AMB’nın 6 Mart’taki toplantısında 10-15 baz puanlık faiz indirimine açık kapı bırakıldığı için Euro-long pozisyonların toplantı öncesinde azaltılması bizim için süpriz olmaz. Bu noktada yarın açıklanacak Euro-bölgesi Şubat Eğilim Anketleri, Şubat Ön Enflasyon rakamları ve de AMB yetkililerinden gelecek açıklamalar EURUSD’de önemli hareketlenmelere sebebiyet verebilir. Bugün için ise şu noktada yurtdışı piyasalardan BİST’e “karşı rüzgar” almıyoruz. Ortalık “cılız” bir tepki yükselişinin denenmesi açısından sakin ancak iç siyaset ciddi risk teşkil ederken para piyasası dinamiklerinden “negatif” almaya devam ettiğimizi okurlarımıza anımsatalım.





## 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](mailto: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.