



Seçimlere günler kala piyasalar...

Yellen'in "acemice" hatası faiz beklentilerini değiştirdi... Hatırlatalım, geçtiğimiz Çarşamba "tahvil alımlarının (QE) Ekim'de sonlandırılabilceğini" ardından takip eden "altı ay sonra" da faizlerin artırılabilceğini söyleyen Yellen, piyasaların "yanlış ayakta" yakalanmasına yol açtı. Daha bir hafta öncesine kadar Bernanke'nin çizdiği çerçevede 2015'in sonuna kadar faiz artırımı öngörmeyen ve hatta 2016'nın müjdesini bekleyen piyasalar, QE'lerin Aralık'tan önce "Ekim'de" sonlandırılıp ardından da faizlerin "Mart-Nisan 2015'te" artırılabilceğini öğrenince "atmosferin" değişebileceğini düşündü. "QE finish çizgisiyle ilk faiz artırımı 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 artırımı beklentileri" 2015'in ilk yarısına kaymaya başladı. Bu durum, uzun süredir zirvelerinde dolaşan Wall Street'i ilk etapta sarstı elbette ancak neyse ki geçen hafta sonuna doğru gelen Fed Philly Aktivite datasındaki kuvvetli toparlanma ve banka stres testi sonuçları Yellen etkisinin tahribatını sınırlı tuttu.

Fed bölge başkanlarından önümüzdeki birkaç gün/haftada gelecek açıklamalar market-mover... 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 yardımcıları çeşitli platformlara gönderip "QE'lerde Ekim, faiz artırımında da altı ay" mesajını sulandırılmalarını isteyecektir, bizce. Bu hafta, "altı ayrı Fed bölge başkanının" yapacağı konuşmalar bu kapsamda dikkatle dinlenmeli. Yellen'in verdiği tarihleri sulandıracak mesajlar olumlu algılanır. Olası görüş ayrılıkları veya karmaşık mesajlar ise yatırımcıların aklını karıştırabilir. Elimizdeki takvime göre Başkan Yellen'in bir sonraki konuşması 31 Mart'ta. Biz şu noktada QE'lerin Aralık'ta sonlandırılıp 2015 4Ç'ye kadar da faiz artırımına gidilmeyeceği görüşündeyiz.

ABD'de data akımı bu hafta karmaşık görünüyor... Yatırımcılar hatırlar belki dört-beş hafta kadar önce, "data-Wall Street" arasındaki asimetric ilişkinin son bulduğu ve "korelasyonun pozitif" döndüğü yönünde bir iddia ortaya atmıştık. O günden başlayarak ABD'de "data-piyasa" ilişkisi genel olarak bahsettiğimiz doğrultuda gelişti. Piyasaların ilk reaksiyonda "pozitif dataya pozitif, negatif dataya da negatif tepki" vereceği tezimizin arkasında durmaya devam ediyoruz. Nitekim geçen haftayı kapatırken gelen kuvvetli datalara verilen pozitif tepki görüşümüzü destekledi. Bu hafta ise data akımı bir miktar karmaşık görünüyor. Bu kapsamda evvela Salı açıklanacak Mart Tüketici Güven endeksine bakılacak. Piyasa Şubat ayına göre bir miktar toparlama beklese de olası düşüş dikkatlerden kaçırılmamalı. Aynı şekilde konut satışlarında da hafif düşüş görülmesi mümkün. Bu datalarla piyasalar ABD ekonomisinin henüz ağır geçen kış şartlarının etkisinden kurtulamadığını düşünebilir ancak Fed'in yönlendirmeleriyle muhtemelen belli bir tolerans eşiğinde bakmaya devam edecek. Çarşamba açıklanacak dayanıklı mal siparişlerinin Şubat'ta yükseleceğini, Perşembe açıklanacak 4Ç Büyüme rakamlarının %2.4'den %2.6-2.7'ye doğru revize edileceğini, ve son olarak Cuma açıklanacak Kişisel Gelir/Harcama ve Michigan Tüketici Güven rakamlarının ılımlı artış gösterebileceğini tahmin ediyoruz. Özetle haftanın ikinci yarısı data akımı açısından Wall Street'e bir miktar destek verebilir.

Ukrayna meselesi... Ukrayna'da halk ayaklanması başladıktan Kırım'ın Rusya'ya ilhakına kadar geçen sürede hep aynı şeyi söyledik durduk. Yatırımcının asıl ilgilendiği konu "Rusya'nın Doğu-Ukrayna'yı Moskova'ya bağlama" arzusunda olup olmadığıydı. Putin geçen hafta "Ukrayna'da daha fazla bölünmeye ihtiyaç olmadığını" ve ayrıca "Batı ile daha fazla cepheleşmenin peşinde olmadıklarını" söyleyince yurtdışı piyasalar memnun oldu; aksi durumda Rusya'nın bu yönde hamlelerde bulunması piyasaları ürküten "soğuk savaşın" fitilini de ateşleyecekti. Ayrıca, Ukrayna ordusunun Kırım'dan çekilmesi ve Obama'nın Kırım'a yönelik askeri müdahale seçeneğini masadan kaldırması endişelerin durulmasını sağladı. Ancak krizin ortadan kalktığını söylemek de şu noktada mümkün değil. Sadece jeopolitik açıdan değil, iktisadi perspektiften de Kırım krizinin bir maliyeti olacak; çünkü ufak adımlarla başlayan iktisadi/ticari yaptırımların Avrupa'da büyümeyi tahrip eden sonuçları görülebilir. İlerleyen günlerde Ukrayna meselesinde çözüm arayışları görebiliriz ancak Moskova "Kiev'de ara hükümet seçeneklerini" reddettiğçe yakın vadede çözüm imkanları da pek yok gibi. En azından Ukrayna'nın yeni Başkanını seçeceği 25 Mayıs'a kadar somut bir ilerleme zor. Bu arada, şu sıralar yatıştırıcı gibi görünen tansiyonun yeniden tırmanması da mümkün ki bu ek yaptırımları masaya getirebilir ve Avrupa ekonomisine dair beklentileri törpüleyerek doların euro karşısında Yellen sonrası başlattığı ataklara destek sağlayabilir.

Tarımsal emtia fiyatları Kırım krizi nedeniyle yükseliş baskısında... Kırım'da kriz tohumlarının atıldığı Ocak ayından bu yana "Bloomberg Tarımsal Emtia Fiyat Endeksi" %20 yükseldi. Ukrayna'nın dünya tahıl ihracat pazarlarında önemli bir oyuncu olduğu bilinir. Özellikle dört yıl önceki El-nino kasırgası sonrasında dünya tahıl arzına önemli katkı sağladığı henüz hafızalarda taze. Bu nedenle, Ukrayna krizinin dünya tahıl fiyatları üzerinde baskı kurması mümkün. Bunun en önemli etkisi hiç kuşkusuz Avrupa'ya olacak. Gıda fiyatları bir miktar yükselir ancak süregelen dezenflasyon baskısı içinde eriyip gidebilir bir süre sonra. Asıl sıkıntı olası yeni ticari/iktisadi yaptırımlar nedeniyle büyümenin sekte uğraması.

Avrupa Merkez Bankası Ukrayna krizinin yansımalarını mercak altına aldı... Bir taraftan deflasyon riski diğer taraftan ağır aksak ilerleyen ekonomik aktivite yeni yaptırımların gelmesi durumunda büyüme(me) endişelerini bir noktada artırabilir. Bu noktada evvela, Pazartesi açıklanacak Euro-bölgesi Mart PMI verileriyle, Salı açıklanacak Almanya Mart IFO Beklenti Anket sonuçları radar ekranında olacak. Gerek PMI ve gerekse IFO verilerinin yatay bir görünüm sergilemesi beklenmekte. Cuma açıklanacak Mart İktisadi Güven Anketlerinde ise çok hafif artış olabilir. Özetle hafta içinde gelecek öncü göstergelerden Avrupa ekonomisine dair yeni bir bozulma sinyali almayacağımızı tahmin ediyoruz; fakat öte taraftan da Avrupa MB'nin 3Ç sonu / 4Ç başlarında faiz indirimi ve/veya likidite seçeneklerini masaya getirip ek parasal gevşemeye gidebileceği düşüncesindeyiz. Bu noktada, Avrupa MB belki 3 Nisan'daki toplantıda bize yeni ip uçları sunabilir. 2Ç sonu için 1.37'de beklediğimiz EURUSD'nin 2014'ü 1.28-1.30 bandında kapatması olası.

Çin hükümeti yavaşlayan büyüme motorunu en azından orta hızda tutmak üzere harekete geçmeye hazırlanıyor... Pazartesi sabaha karşı açıklanacak Mart PMI endeksinin yavaşlama bölgesinden çıkmadığını görürsek şaşırılmayacağız. Özellikle Yellen'dan gelen şahin mesajların ardından Çin'de büyüme umutlarının daha da zayıflayabileceğini söylemek mümkün. Bir süredir kredilerde balon riskine karşı tedbir almaya çalışan ve daraltıcı regülasyonlarla likidite önemlerine başvuran Çin hükümetinin "U dönüşüyle" büyümeyi destekleyen adımlar atacağına dair kuvvetli sinyaller gelmeye başladı. Örneğin geçen hafta başında Yuan'ın dolar karşısındaki dalgalanma bandı genişletildi. Ayrıca, Çin hükümeti geçen Perşembe gecesi yayınladığı bir bültende inşaat sektörü başta olmak üzere kamu yatırımlarına ivme kazandırılacağını duyurdu.

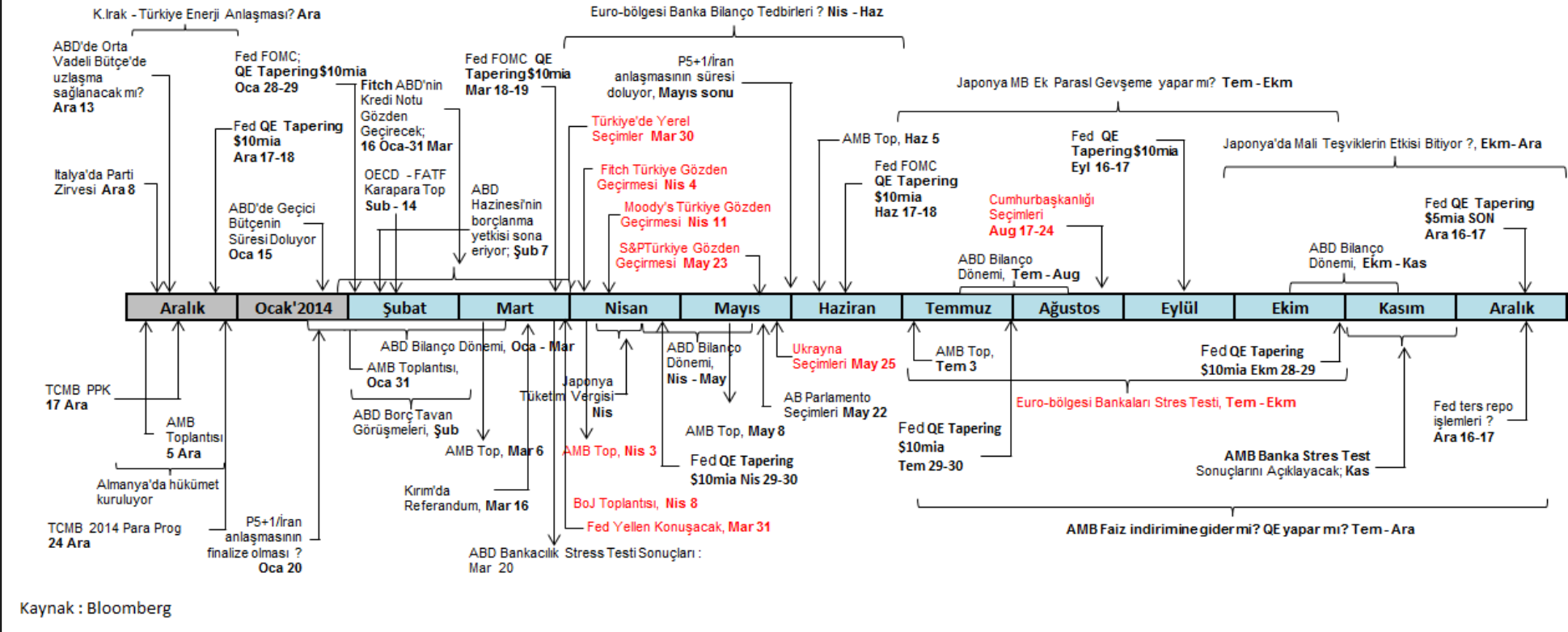
Japonya kurumlar vergisinde indirim imkanlarını tartışıyor... Nisan'da devreye girecek tüketim vergisinden ürken iş dünyasını cesaretlendirmek için Abe hükümetinin "kurumlar vergisinde indirim ihtimalleri" üzerinde görüşmeler yaptığını duyuyoruz. Ancak muhtemel indirim, 2015 mali yılında devreye girebilecek gibi görünüyor.

Türkiye artık 30 Mart Pazar yapılacak yerel seçimlere kilitlendi... Bu hafta, makro tarafta önemli bir gelişme yok; sadece beklenti anketlerini ve TCMB'nin 18 Mart PPK toplantı tutanaklarını alıyor olacağız. Tüketici güven anketinde Şubat'ta yaşanan sert düşüşün durulduğunu görebiliriz belki ancak geçen haftaki PPK toplantısından gelen notlar TCMB'nin büyümede kademeli yavaşlama beklediğini ortaya koymakta. Salı açıklanacak PPK tutanaklarında kredilerdeki ve sermaye girişlerindeki yavaşlamaya paralel iç talebin ivme kaybedeceği ve cari açıkta belirgin bir iyileşme görüleceği tezinin işlendiğine tanıklık edeceğiz. Enflasyonda ise "yukarı yönlü risklerin" Haziran'a kadar canlı kalacağı ve dolayısıyla TÜFE'nin yıl ortasında zirvelerini bulabileceği öngörüsünü ortaya koyan TCMB, 2 yıllık enflasyon beklentilerinden hareketle önden yüklemeli parasal sıkılaştırmanın "orta vadeli enflasyon beklentilerini sınırladığı" tespitini bizle paylaştı. Yakın izlemede kalıp sıkı para politikasını uygulamaya devam edeceğinin altını çizen TCMB bir anlamda enflasyon konusunda umutlu bir resim çizmeye ve dolayısıyla yatırımcıya "moral-motivasyon" aşılamaya çalıştı. Ancak, "kuraklık, TL'deki değer kaybı ve enerji fiyat risklerini" bir araya getirdiğimizde bizce iyimser olmak için henüz "asgari" koşullar oluşmadı.

Para ve tahvil piyasalarından BİST için ne mesaj alıyoruz? Öncelikle, Putin'in BİST için "kurtarıcı" olduğunu tekrar anımsatalım. 30 Mart yerel seçimlerinin ardından siyasi ortamın sakinleyeceği umudunu taşıyan yatırımcıların da manevralarıyla BİST bir süre Moody's'in not tehdidinde ve Yellen'in acemice yaptığı hataya direnç gösterdi; ancak Twitter'ı kapatma kararıyla moraller bozuldu. Para ve tahvil piyasası zaten geçen hafta başından itibaren BİST ile ayrı telden çaldı. Tahvil getiri eğrisi vade boyunca birkaç basamak yükselirken, Moody's ve Yellen'in açıklamaları sonrası uzun vadeliye görece fazla satış geldiği gözlemlendi. Dolayısıyla, uzun-kısa vade arasında yer yer görülen "spread genişlemesi" ilk etapta BİST'e katalist sağlasa da "carry motifi" yansıtmadı. Benzer durum, swap piyasasında da göze çarptı. Dövizde gelince, TCMB'nin interbank O/N repo oranını tavana (%12.0) kilitleyen sıkı fonlama stratejisine rağmen sepet kur 2.65'in altını hiç denemedi.

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. Carry-motifi olmaksızın şu sıralar 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. "Spread genişlemeleri/daralmaları" üzerinden "risk-on/off" sürüş yapmak elbette ki mümkün; ancak bir o kadar da yorucu ve güvensiz. Çünkü (jeo)politikada belirsizlik devam ederken para piyasası dinamikleri stagflasyonu anımsatan bir görünüm ortaya koymakta.

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.