



Seçim öncesi munzam dopingi ve detaylar...

TCMB faiz-dışı kanaldan kredi piyasasına destek sağlamanın yollarını arıyor... Önceki gün yurtdışında yabancı yatırımcılarla toplantı halindeyken TCMB'nin "Zorunlu Karşılıklara (ZK) faiz ödemeye hazırlandığını" basından öğrendik. Öyle görünüyor ki enflasyon riski ve TL'deki dalgalanmayla mücadele eden TCMB büyüme tarafını göz ardı etme niyetinde değil. Mart'ta kapasite kullanımında son 12 ayın dibine inilmesi, Şubat'ta konut satışlarının %7 düşmesi, oto satışlarının %26 daralması ve kredilerdeki artışın %13 temposuna yavaşlaması TCMB'yi harekete geçirdi anlaşılır.

BİST için elbette iyi haber, ama bazı detayları da gözden kaçırmamak gerekir... TCMB'nin ZK'lara faiz ödeme sinyalinin banka hisselerine yansması elbette göz ardı edilemez, zira ZK'lara her %1 faiz ödemesinin sektörün 2014 karına ortalama %1.5-2.0 civarında katkı yapma potansiyeli var. Evet, piyasada konuşulduğu gibi, eğer TL ZK'lara %5 faiz ödenirse bu durumda bankaların karı durduğu yerde ortalama %8.5 artacak. Yalnız bazı önemli detaylar var bu analizde. Birincisi, TL zorunlu karşılıkların en fazla %15'i rezerv opsiyon mekanizması (ROM) kapsamında TL olarak tutuluyor (sektör toplamı yaklaşık 11 milyar TL). Şu anda ZK'ların %85-90'lık kısmı ise döviz. Bunun anlamı şu: banka bilançolarının bu karardan ne kadar fayda sağlayacağını "faiz oranı" kadar "ZK'ların TL/FX kompozisyonu" da belirleyecek. TCMB'nin ZK'lara ödeyeceği faiz oranını ve bu kapsama girecek ZK tutarını ise ROM tayin edecek. Bu noktada bir sorun var: Eğer faiz oranı bankalara çekici gelir ve TCMB faiz ödeyeceği ZK kapsamını geniş tutarsa sektör temsilcileri ROM mekanizmasına daha az ilgi gösterebilir ve bu da TCMB'nin döviz rezervinde çözülme yaratır. Uluslararası derecelendirme kurumlarından peş peşe uyarı atışının yapıldığı şu günlerde TCMB'nin döviz rezervinde seri halde bir erimeye razı olmayacağı düşüncesindeyiz. Özetle, TCMB ZK'lara 2010'daki uygulamadan daha fazla (%5) faiz ödemez ve kapsamı da ZK'nın en fazla %15'lik bölümüyle sınırlı tutarsa, "munzama faiz uygulamasının" etkisi de çok sınırlı kalır. İkincisi, TCMB'nin enflasyonla mücadelede henüz geri adım atacak bir pozisyonda olmadığını hatırlatmamız gerekiyor. Kuraklık ve TL'deki dalgalanmaya bir de seçim sonrasında gelecek muhtemel enerji zamlarını eklediğimizde TCMB'nin makro-ihtiyati persepektiften güvercin mesajlar göndermesi çok da iyi bir tat bırakabilir.

Faiz cephesinden BİST'e yerel seçimler öncesinde iyi haber ancak... Öncelikle, TCMB'den gelen makro-ihtiyati gevşeme mesajı Hazine tahvil faizlerinin getiri eğrisi boyunca düşük irtifaya geçmesinde önemli rol oynadı. TCMB açıklamasından sonra geçen hafta %11.5'leri aşan 2 yıllık referans faizi dün %11.1'e kadar gerilerken, geçen hafta %11.3'ü test eden 10 yıllık tahvil faizlerini de dünkü kapanışta %10.7'lerde bulduk. Benzer bir görünüm de swap piyasasında gözlemlendi. 1-10 yıllık segmentte para piyasası faizlerinin belirgin gevşediğine tanıklık ettik. Sözkonusu segmentin kısa ucundaki düşüşün görece belirgin olması piyasada carry kokusunun yayıldığını müjdeledi (piyasalara toplam 1 milyar dolara yakın giriş olduğu konuşuluyor) ve buna paralel sepet kur 2.65'de bir süredik takılı kaldığı barriyeri aşağı doğru kırarak 2.60'lara gevşedi. Bu bileşim, neticede BİST'e Pazar günü yapılacak seçimler öncesinde moral-motivasyon sağladı. Gayet iyi haber ama piyasanın TL'deki risk algısına baktığımızda karşımıza farklı bir resim çıkıyor.

... genel görünüme dair değişiklik yok... Bir an için kendinizi sabit getirili enstrümanlarda yabancı yatırımcı olarak varsayın. Diyelim ki tahvil eğrisinin uzun ucundan mesala 10 yıllık tahvillerde long pozisyon alıyorsunuz. Getiri eğrisi halen aşağı yönlü eğim gösterdiğinden kısa vadeli borçlanıp taşımak net net zarar. Birkaç rakam verelim derseniz. Örneğin TCMB interbank O/N faizi dün de tavana (%12.00) yakın bir oranda (11.98%) kilitli tutarken, swap piyasasında "O/N - 3 aylık oranlar" TCMB'nin faizdeki sıkı politikası nedeniyle %11.8-12.1 bandında hareket etmeye devam etti. Bu noktada, TCMB'nin efektif fonlama faizinin de %10.2 ile yatırımcıya pek de çekici bir marj bahşetmediğini belirtelim, zaten orada da miktar kısıtlamaları var. O zaman tahvilde alınacak pozisyonların FX koruma (hedging) ayağını boş geçemezsiniz. Hedging için 3 aylık USDTRY forward kontratları kullanırsanız karşınıza %11.5 gibi bir maliyet çıkıyor. Yani tahvil eğrisinin uzun ucuna yapılan yatırımlarda 80 baz puanlık net net "hedging zararı" oluşuyor. İyi haber bahsi geçen zarar geçen hafta 100 baz puandı, kötü haber vadeli piyasalar henüz TL'de risk algısını değiştirmeye değer bir gelişme görmüyor. Özetle, TCMB'nin ZK'lara faiz ödeme sinyalini verdiği andan bu yana oluşan risk iştahı sadece spot piyasada cereyan ediyor. Bu noktada iç siyasette bir süredir ortamın yumuşayıp yatırımcıya nefes aldırması neticesinde TCMB'den gelen açıklamanın etki alanının genişlediğini söylemek mümkün.

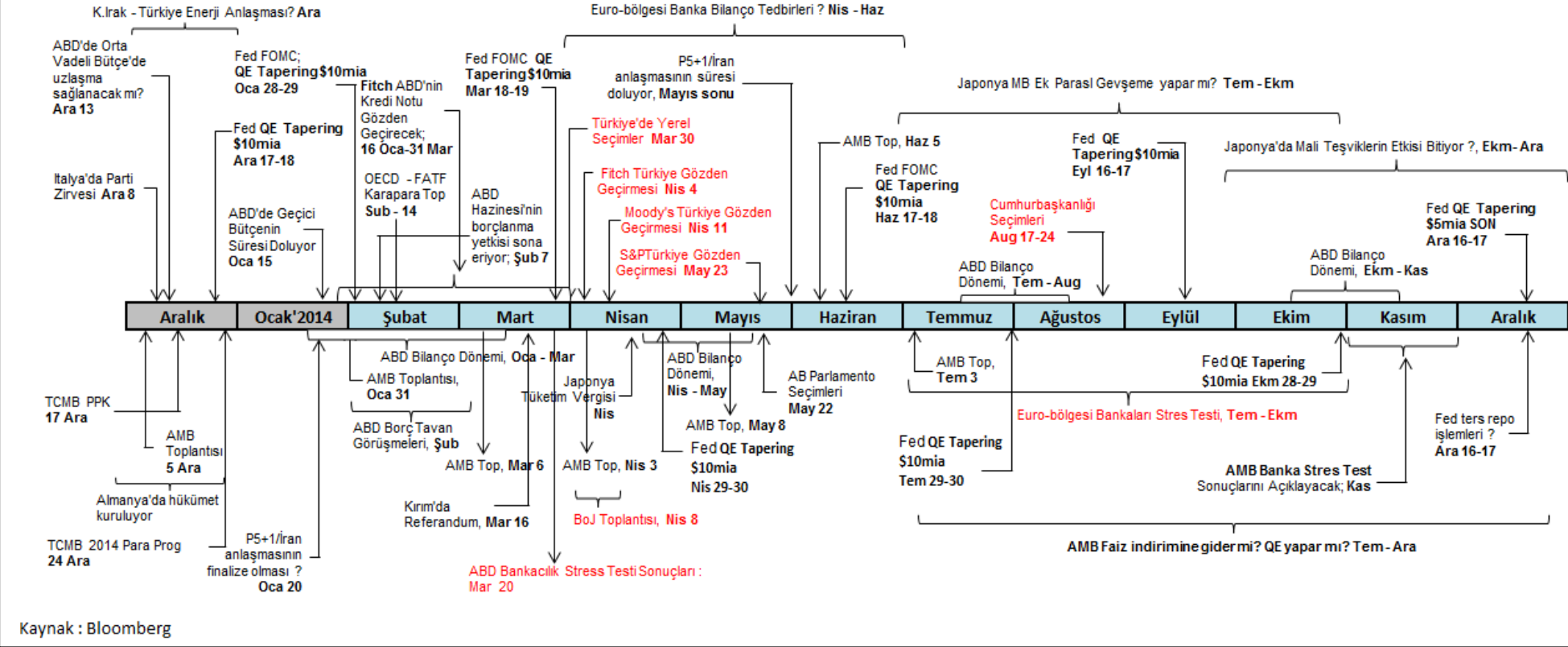
BİST neyi fiyatlıyor? Eğer analizimizde haklıysak, dünkü ralliyi açıklamada “ZK'lara faiz ödeme” katalisti yetersiz kalır. Öncelikle, 30 Mart yerel seçimlerinin ardından siyasi ortamın sakinleyeceği umudunu taşıyan yatırımcıların manevraları hafife alınmamalı. Son bir-iki gündür ortalığın durulması ve seçim sonrası siyasi istikrarın yeniden sağlanacağı beklentisinin oluşması bu tür manevraları destekliyor. Yalnız piyasanın TCMB'nin ZK'lara yapabileceği faiz ödemesinde “ROM” etkisini pek fazla dikkate almamış olabileceğini de not edelim. Son olarak da dün BİST'deki yoğun alımların para piyasası dinamiklerinin ötesine geçtiğinin altını çizelim. Bu noktada, seçim sonrası istikrar beklentilerinin piyasada baskın olduğunu söylemek mümkün.

Fed bölge başkanlarının konuşmaları market-mover... Yellen'in geçen Çarşamba “tahvil alımlarının sonlandırılmasında Ekim'i faiz artırımlarında ise Mart-Nisan 2015'i” işaret eden sürpriz açıklamalarının bu hafta Fed bölge başkanlarından gelecek mesajlarda yumuşatılabileceğini birkaç gündür dile getirip duruyoruz. Nitekim, Salı gecesi Lockhart “Yellen, QE'ler bittikten minimum 6 ay sonra faizlerin artırılabilceğini demek istedi” yönünde beyanatta bulunarak ilk adımı attı. Benzer türde yumuşatıcı açıklamaların diğer Fed bölge başkanlarında da geleceği düşüncesindeyiz. Elimizdeki takvime göre Başkan Yellen'in en yakın konuşması 31 Mart'ta. Biz şu noktada QE'lerin Aralık'ta sonlandırılıp 2015 4Ç'ye kadar da faiz artırımına gidilmeyeceği görüşüdeyiz.

ABD'de data akımı bu hafta karmaşık... Örneğin Salı Tüketici Güven Endeksi Mart'ta sürpriz iyileşme gösterirken, yeni konut satışlarının Şubat'ta sert düştüğünü gördük. Dün dayanıklı mal siparişleri Şubat'ta tahminlerin üzerinde artarken, ulaştırma dışı siparişlerin beklentileri karşılamadığını gördük. Bugün açıklanacak 4Ç Büyüme rakamlarının %2.4'den %2.6-2.7'ye doğru revize edileceğini tahmin ediyoruz. Piyasalar bu sınırlarda gelecek büyüme datasına pek bir reaksiyon vermeyebilir ancak tahminler aşırsa yatırımcı reaksiyonu da olumlu olur. Ters durumda ise satışlar görebiliriz. Bizce 4Ç Büyüme oranı, beklentiler dahilinde %2.6-2.7 bandına doğru revize edilebilir.

Yurtdışı piyasalarda bu sabah hava nasıl? Dün Fed geçen hafta açıkladığı banka stres testinin ek sonuçlarını yayınladı. Buna göre 25 bankanın sermaye planı kabul edilirken 25 bankanın sermaye planı ise reddedildi. Açıkçası bu haberin piyasalar üzerinde çok ciddi bir etkisinin olmadığını düşünüyoruz. Dün Obama Rusya'ya özellikle enerji kanalından ek yaptırımların uygulanabileceğini söyleyince, zaten Fed endişesi taşıyan ve katalist sıkıntısı çeken Wall Street düştü. Düşüşe Nasdaq öncülük etti. Wall Street'in trendini çizen Nasdaq'ın %1.4 düşmesine Yellen'in 31 Mart konuşmasını ve 1Ç bilançolarını (Nisan başında) bekleyen S&P 500 ve Dow Jones endeksleri sessiz kalamadı. Her iki endekste ortalama %0.6-0.7'lik bir düşüş oldu. Bu noktada, S&P 500 endeksinin para piyasalarından destek alamadığını hatta halihazırda para/swap piyasası dinamiklerinin gerektirdiğinden daha yüksek irtifada seyretmeye devam ettiğini ve katalist bulamayınca sarsıntı yaşadığını da yatırımcılara anımsatalım. Altına gelince; ne Obama'dan ne de Putin'den yakın vadede soğuk savaş senaryosunu yeniden masaya taşıyacak bir mesaj almayan yatırımcı satışa geçti. Altın fiyatları 1300 dolar sınırına kadar geri çekildi. ABD 10 yıllık tahvil faizi %2.70'lerde rahat, EURUSD paritesi ise 1.3780'lerde gelecek hafta açıklanacak enflasyon rakamlarını ve Avrupa MB toplantısını (3 Nisan) bekliyor. Bu noktada, hemen not edelim, piyasalarda Avrupa MB'ından “bir destek paketi” beklentisi var ve bu GOP'lar için pozitif. Son birkaç gündür GOP'lardaki havayı iyileştiren bir diğer faktör de bu yöndeki beklentidir, bizce. Böyle bir atmosferde, Asya piyasalarında Çin hariç dün ABD'de katalistsizlikten düşen Wall Street'teki kayıplara kulak asan yok. NY vadeli endekslerin artıda olması yatırımcıyı sakinleştiriyor. Özetle dün Wall Street'de yaşanan kayıpların ardından bu sabah yurtdışı piyasaların sakin olduğunu söyleyebiliriz.

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.