



Geri sayım başladı...

Bugün enflasyonu etkileyecek önemli bir açıklama gelecek... Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanı Nisan'da doğalgaza zam gelip gelmeyeceğini bu akşam açıklayacak. Sadece son bir yıldaki kur farkından gelen maliyet baskısının %25-30'a ulaştığı ve bu nedenle zammın kaçınılmaz olduğu Enerji Bakanlığı yetkililerince zaman zaman dile getiriliyor. Böyle bir zam gelirse halihazırda +/- %8.0 civarında çalışılan enflasyon hesapları da yukarı yönde revize edilir. %2.3'lük büyüme ve 2.21'lik ortalama USDTRY beklentileri altında %8.0 seviyesinde tahmin ettiğimiz 2014 TÜFE rakamında enerji fiyatlarında artış varsayımız tüm yıl için %10-15 idi. Dolayısıyla %20 ve üzerindeki zam oranlarında biz de enflasyon tahminlerimizi artırmak durumunda kalacağız. Bu durum, elbette piyasalar üzerinde bir baskı unsuru olarak ortaya çıkacak ancak yatırımcılar pek oralı değil. Pazar yapılacak yerel seçimlerin heyecanı piyasaları sarmış durumda.

Türkiye Pazar yapılacak yerel seçimlere kilitlendi... TCMB Başkanı Başçı'dan makro-ihtiyati politikalara dair ip uçları... 30 Mart yerel seçimlerinin ardından siyasi ortamın sakinleyeceği umudunu taşıyan yatırımcıların artan manevraları önplanda. Gerçi dün Youtube'a girişin de engellendiği haberi yatırımcının tadını bir ölçüde kaçırdı ancak çok ciddi bir irtifa kaybı da olmadı. Tabii bir de TCMB'nin geçen Salı gündeme getirdiği zorunlu karşılıklara (ZK) faiz ödemesi durumu var. Bizi bu sayfalardan takip eden yatırımcıların ZK'lara faiz ödemesi konusunda büyük bir beklentiye kapılmadıklarını ümit ediyoruz, zira dün ayrıntılı ele aldığımız raporumuzda Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM) nedeniyle sözkonusu kolaylığın bankalara aslında dişe dokunur bir katkı yapmayacağını ortaya koymuştuk. Hatırlatalım, ZK'lara %5'den fazla faiz ödemesi beklenmeyen TCMB'nin bu kanaldan bankalara maximum kolaylık sağlaması, mevcut ROM altında brüt döviz rezervinde aynı hızda erimeye yol açar. Uluslararası derecelendirme kurumlarından peş peşe uyarı atışının yapıldığı şu günlerde TCMB'nin döviz rezervinde seri halde bir erimeye razı olmayacağı ve dolayısıyla ZK'lara faiz ödemede mevcut ROM uygulamasından pek fazla uzaklaşmayacağı düşüncesindeyiz. Nitekim Başkan Başçı da dün TBB'de yaptığı bir sunumda "muhtemel faiz ödemesinin" ROM dahilinde "sınırlı ve ölçülü" olacağını belirtirken, Haziran'dan önce başlamayacağını da ip uçlarını verdi.

Faiz cephesi yerel seçimler öncesinde halen destekleyici, ama... 3-6 aylık segmet hariç Hazine tahvil faizleri getiri eğrisi boyunca dün de alçalmaya devam etti. 2 yıllık referans faizde dün %11'in altı denendi; 10 yıllık tahvil faizlerini de kapanışta %10.6'larda bulduk. Benzer bir görünüm swap piyasasında da gözlemlendi. ON - 3 aylık segmette faiz milim oynamazken, 1-10 yıllık segmette para piyasası faizlerindeki gevşemenin devam ettiğine tanıklık ettik. Sözkonusu segmentin özellikle "kısa ucundaki" düşüşün görece belirgin olması piyasada carry kokusunun dün de piyasalarda hissedildiğini teyit etti; buna paralel döviz de gevşek seyrini sürdürdü. Gerçi Youtube ve Suriye haberleri piyasaları sarstı ve BİST %1 düşerek günü kapadı ancak hisselerin Pazar günü yapılacak seçimler öncesinde kazandığı irtifadan pek fazla kopmamaya gayret gösterdiği dikkatlerden kaçmadı. Bu arada, gerek BİST'de ve gerekse TL'de son birkaç gündür yaşanan gelişmelerin sadece bize özgü olmadığını, GOP'ların önemli yatırım sahalarında da görüldüğünü not edelim. Yani yabancı yatırımcıların GOP'ların geneline gelen alımlara ayak uydurmak için Pazar günü seçim beklentilerini bu hafta başında bir tema olarak kullanılmış olabileceğini göz ardı etmemeyi öneririz.

... hedging maliyetlerinde bir gevşeme var ancak genel görünümde hikaye değişmedi... BİST'de henüz türev enstrümanlar gelişemediği için, hedging merkezli analizlerimizi tahvil ve döviz piyasaları üzerinden aktarmaya devam ediyoruz. Öncelikle belirtelim, faiz oranları son birkaç günde yaşanan düşüşe rağmen halen belirgin şekilde güney istikametindeki eğimini koruyor. Yani, kısa vadeli borçlanıp getiri eğrisinin orta uzun ucunda pozisyon taşımak mümkün değil, zira tahvil cephesinde henüz "stagflasyon" teması ağır basıyor. Dilerseniz birkaç rakam verelim: TCMB halen interbank O/N faizi tavana (%12.00) yakın kilitlemeye devam ederken, swap piyasasında "O/N - 3 aylık oranlar" TCMB'nin faizdeki sıkı politikası nedeniyle %11.8-12.1 bandında hareket etmeye devam ediyor. O zaman alınan pozisyonları döviz bacağı olmadan izlemek rasyonel olmaz. Bu noktada, 3 aylık USDTRY forward kontratları bize TL pozisyonların risk düzeyi konusunda önemli ışık tutmakta, zira sözkonusu kontratların işlem gördüğü "faiz oranı" aslında kur riskine işaret etmekte. 3 aylık USDTRY forward kontratları üzerindeki faiz oranının hafta başına göre 50 baz puan düşmesi bardağın dolu tarafında durmakta; bardağın boş tarafında ise bu oran halen %11.3 ile yüksek kur riskinde anlamlı bir iyileşme olmadığını göstermekte. Özetle, son birkaç gündür yaşadığımız risk iştahı büyük ölçüde spot

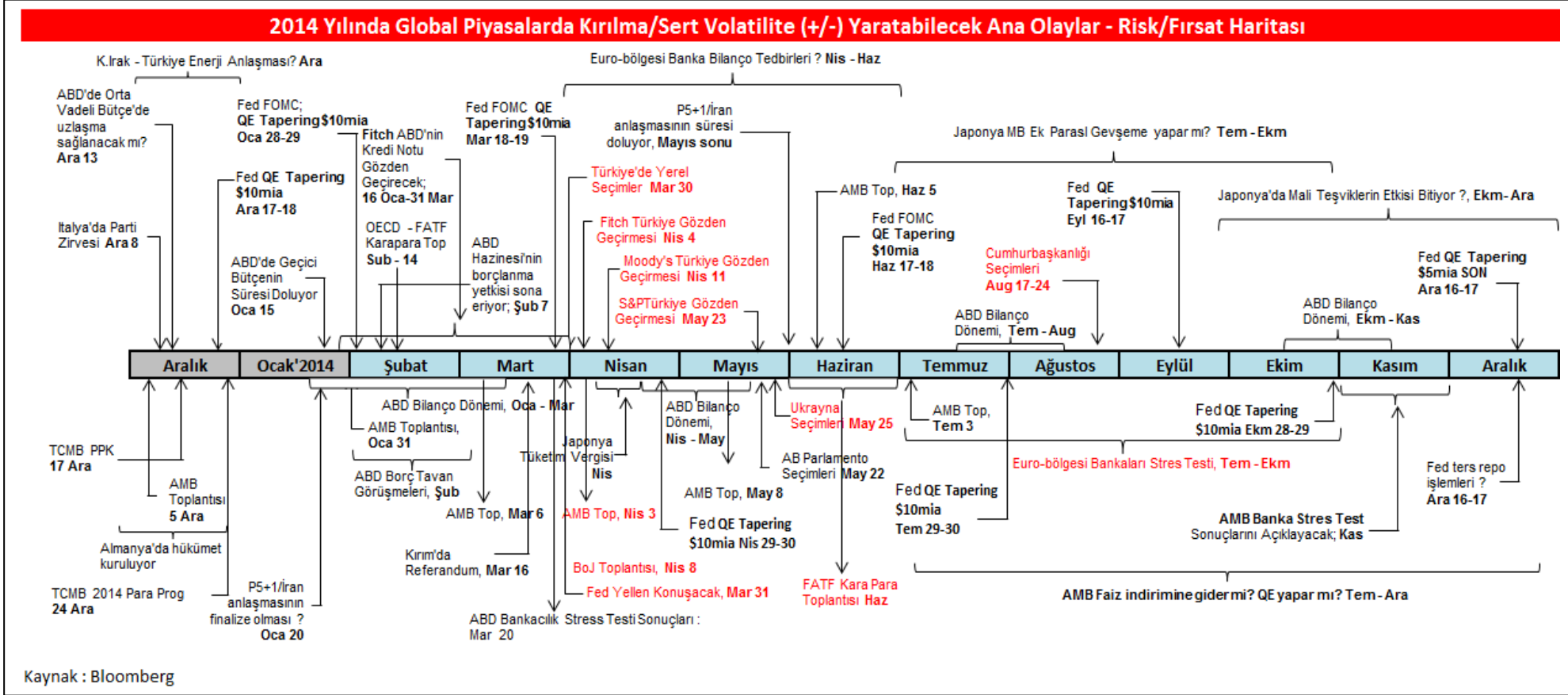
piyasada cereyan ediyor. Vadeli piyasalarda ölçülemeye çalıştığımız FX risk algısında ise trend değiştirecek bir gelişme gözümüze çarpmıyor henüz.

ABD’de makro veriler karmaşık gelmeye devam ediyor... Hatırlanacağı üzere hafta başında Tüketici Güven Endeksinde gerçekleşen sürpriz iyileşmeyi yeni konut satışlarında sert düşüş takip etmiş ve ardından da dayanıklı mal siparişleri tahminlerin üzerinde artış göstermişti. Dün açıklanan 4Ç Büyüme rakamları %2.4’den beklentiler doğrultusunda %2.6’ya revize edilirken, özel tüketimin %2.6’dan %3.3’e ciddi oranda revize edildiğini gördük. Bekleyen konut satışları ise tahminlerin aksine düştü. Bizi bu sayfalardan takip eden yatırımcılar geçen hafta sonunda ABD datalarının karmaşık gelebileceği yönündeki notumuzu hatırlar sanırız.

Piyasalar Fed başkanı Yellen’in Pazartesi yapacağı konuşmayı bekliyor... Yellen’in geçen Çarşamba “tahvil alımlarının sonlandırılmasında Ekim’i faiz artırımlarında ise Mart-Nisan 2015’i” işaret eden konuşmasının ardından diğer Fed bölge başkanlarından yumuşatıcı açıklamalar bekleyen piyasaların akli pek tabii ki karıştı. Zira, karmaşık data akımı Fed’den gelen mesajlarda kelime sayısını hem artırdı hem de birkaç boyutlu anlam yüklemesi yapmaya başladı. Halihazırda para/swap piyasası dinamiklerinin gerektirdiğinden daha yüksek irtifada seyretmeye devam eden S&P500 katalist bulamayınca güven vermeyen hareketine dün bir yenisini ekledi. ABD borsalarında trendi oluşturan Nasdaq’ta son bir haftada %3’e ulaşan düşüş dikkatle izlenmeli. Bu noktada sanırız, Yellen’in Pazartesi TSİ 16:55’te yapacağı konuşma belirleyici olacak, zira şu saate kadar Fed Bölge başkanlarından gelen son açıklamalar “QE’leri sonlandırma ve faiz artırımını başlatma tarihlerinde” bize henüz bir konsensüs sunamadı. Bu noktada, piyasalar Yellen’in 19 Mart’ta “QE’leri sonlandırmada Ekim, faiz artırımında ise Mart-Nisan 2015’i” işaret eden “şahin politika” söyleminin arkasında durup durmadığına bakacak.

Bugün data akımı yoğun... 3 Nisan’daki Avrupa MB toplantısı (3 Nisan) öncesinde Euro-bölgesinden gelecek eğilim anketleri izlenecek. Bu noktada, hemen hatırlatalım, piyasalarda Avrupa MB’ından “bir destek paketi” beklentisi var. Öğleden sonra gözler ABD’ye çevrilecek. Şubat Kişisel Gelir ve Harcama rakamlarıyla TÜFE izlenecek. Son olarak Michigan Tüketici Endeksindeki olası revizyon takip edilecek. Bugünkü data akımından yurtiçi piyasalara olumsuz bir etki beklemiyoruz.

Yurtdışı piyasalarda bu sabah hava nasıl? Bir taraftan Fed endişesi taşıyan ve katalist sıkıntısı çeken, diğer taraftan da Rusya’ya özellikle enerji kanalından getirilebilecek ek yaptırımlardan rahatsızlık duyan Wall Street bir süredir Nasdaq’ın gölgesinde. Para piyasası cephesinden baktığımızda da ortada destekleyici bir manzara göremiyoruz. 2-10 yıllık swap spreadlerindeki daralmanın devam ediyor olması Wall Street için cesaret kırıcı. Halihazırda para/swap piyasası dinamiklerinin gerektirdiğinden daha yüksek irtifada seyretmeye devam eden NY Endekslerinin katalist bulamayınca piyasadaki sarsıntılara savunmasız kaldığını da yatırımcılara anımsatalım. Altına gelince; ne Obama’dan ne de Putin’den yakın vadede soğuk savaş senaryosunu yeniden masaya taşıyacak bir mesaj almayan yatırımcı satışta. Altın fiyatları 1300 doların da altına çekildi. ABD 10 yıllık tahvil faizi %2.70’in altında rahat, EURUSD paritesi ise 1.3750’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 da Euro’yu törpülüyor. Ayrıca gelecek hafta Cuma açıklanacak ve 200bini aşması muhtemel görünen Mart Tarım Dışı İstihdam verilerine yönelik beklentilerin de dolarda son birkaç gündür görünen ivmelenmeye destek sağlaması mümkün görünmekte. Bu sabaha dönecek olursak, ABD NY vadeli endeksler dün de tatsız geçen seansın ardından bugün hafif alımda, ancak hatırlatalım ekonomide konjonktürü yansıtan Nasdaq’ın hareketi belirleyici olacak. Asya piyasaları ise bu sabah karışık. Özetle dünü Youtube ve Suriye meseleleriyle kayıpla kapatan BİST şu saatlerde yurtdışından destek alamıyor.





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.