



## Putin ve Avrupa MB...

**Piyasalar rahatladı... Ukrayna-Rusya krizi çözülüyor mu?** Piyasaların en keyif veren yanı her an sürprize açık olmasıdır. Pekçok ekonomist ve stratejist bu durumdan şikayet eder ancak rakamlara hayat veren de bu tür sürprizlerdir. Dün mesela bir örneğini yaşadık. Tam Ukrayna-Rusya hattının karıştığından bahsediliyordu ki Putin'den "tatbikata katılan askerlere geri dön emrinin" geldiğini duyduk. O vakit piyasaların psikolojisi de değişti. Ukrayna-Rusya krizinin hafiflemesiyle ABD'de hafta başında olumlu gelen ISM İmalat ve Kişisel Tüketim/Harcama verilerini hatırlayan Wall Street yatırımcısı birkaç haftalık bozulmanın ardından gerçekleşen iyileşmeyi kutladı ve ortalama %1.5 yükseldi. Sabah saatlerinde ise NY vadeli yatay/hafifeksi. Önceki gün ağır satış yiyen Avrupa piyasalarının da ralliye kalktığını gördük. Yatırımcı "güvenli limandan" demir alınca ABD 10 yıllık tahvil faizi %2.70'e yükselirken, altın 1350 dolardan 1336 dolara 111 doları aşan Brent petrol de 109 dolara indi. Özetle piyasalar rahatladı. Putin'den gelen "geri çekilme emri" piyasaların rahatlamasında katalizör rol üstlendi üstlenmesine de acaba bu kriz Putin'in iki dudağının arasından çıkan tek cümleyle çözülecek kadar basit mi? Henüz konuya ilişkin kesin yargıya varacak düzeyde bilgiye sahip değiliz ancak şunu söyleyebiliriz; olay sadece Ukrayna'daki siyasi kaostan ve Rusya'nın bölgedeki ağabeylik rolünden kaynaklanmıyor.

**Rusya-Ukrayna-Avrupa hattında görünmez aktör kim?** Ukrayna-Rusya geriliminde cephe gerisinde süregelen "Gazprom-AB enerji savaşı" önemli etken, bizce. Gazprom değerimiz tek başına Rusya milli hasılasının %10'unu oluşturan belki de dünyanın en büyük (doğal gaz) enerji devi. Aslına bakılırsa Rusya hükümetinin de ta kendisi. Nasıl mı böyle bir yargıya varıyoruz? Tek bir örnek vermek yeterli. 2008-2012 yıllarında Rusya'nın Başkanlığını yapan ve şu anda da başbakanlık görevini yürüten Dmitry Medvedev siyasete atılmadan önce Gazprom'da iki dönem YK başkanlığı görevinde bulunuyordu. Gazprom'un şu anki YK başkanlığını yapan Viktor Zubkov da 2007-2008'de Başbakan, 2008-2012'de de Başbakan yardımcılığı görevindeydi. O nedenle dün Gazprom'dan gelen "Avrupa'nın doğal gazda Rusya bağımlılığı devam edecek" açıklaması öyle kolay hazmedilir bir cümle değil. Bu, tam olarak Rusya hükümetinin bir açıklaması. Ukrayna ise bu resimde Avrupa'ya giden boru hatlarının merkezinde duruyor. Yani en kritik bir coğrafyada. Ne zaman bir anlaşmazlık çıksa Gazprom Ukrayna'ya akan gazı kesip Avrupa'yı donduruyor. Hatta, Avrupa'yı Rusya esaretinden kurtarmak için planlanan Nabucco boru hattı projesinin nasıl öldürüldüğünü de gördük. Avrupa ve ABD'nin 2008'de Global Krizle mücadele ederken dev mortgage şirketlerinden yatırımlarını çekmekle tehdit eden Rusya'nın Nabucco'yu katletmesine ve bu uğurda projenin ana doğal gaz yatağı Orta-Asya'ya açılan Kafkas koridorundaki askeri operasyonlarına nasıl göz yummak zorunda kaldığına şahitlik ettik. Hafızamız 2008'de Gürcistan'daki Rus işgalini hatırlıyacak kadar taze henüz. Neyse, bu küçük dip notları verdikten sonra konuya girelim derseniz.

**...Rusya ne mesaj veriyor?** Rusya enerjide Avrupa pazarını kaybetmemek için herşeyi göze alabileceğini bize birkez daha gösterdi. Bu uğurda Belarus ile birlikte Gazprom-Avrupa hattının kalbinde bulunan Ukrayna'nın Rusya'dan uzaklaşmasına izin vermeyeceğini de dünya aleme tatlı-sert anlattı. Yalnız 2008 yılından bu yana değişen şu: ABD artık global krizle boğuşmadığından meydanı çok da boş bırakma niyetinde değil. Rusya'nın 2008'de olduğu gibi aşırıya kaçamayacağı mesajını gönderiyor (örnek ekonomik ambargo tehdidi). İşleri karmaşık hale getiren de bu zaten. Bu tür hamleler "soğuk savaşa" yol açar mı sorusuna şu anda cevap vermek çok güç ancak bölgenin tehlikeli bir satranç tahtasına dönüştüğünü söylemek mümkün. Mesela dün akşam Rusya'nın Hazar kıyısında balistik füze denemesi yaptığını gördük. ABD yetkilileri denemenin Kırım Krizinden önce planlandığını söyleyince piyasalar umursamadı. Şu noktada yatışan Ukrayna/Rusya konusunun manşetlerden hemen silinmeyeceğini söyleyip piyasalara geçelim derseniz.

**Hazine ihalelerinden iyi haber yok...** Borsalardaki rahatlama TRY tahvil-bono piyasasına uğramadı. Evet, Hazine %88 olan iç borç çevirme planını fazlasıyla gerçekleştirdi gerçekleştirmesine de 2 yıllık referans tahvilin yeniden satışında "ihale faiz" %11.33 ile son 55 ayın zirvesine tırmandı. Geçen haftaki ilk ihalede bu oran %11.18 idi. 10 yıllık sabit kuponlu tahvilde gerçekleşen %10.81'lik "ihale" faizinin bir örneğini arşivlerimizde Ocak 2010'da görürük. Umut bağlanan 7 yıllık değişken faizli tahvilde dönemsel getiri oranı %4.45'e yükseldi. Para (swap) piyasasına gelince, faizler orta - uzun vadeli segmentte Ukrayna krizinin yumuşamasıyla milimetrik gevşerken, kısa vadeli segmentte hemen hiç oynamadı. Sebep bizce ekonomiden

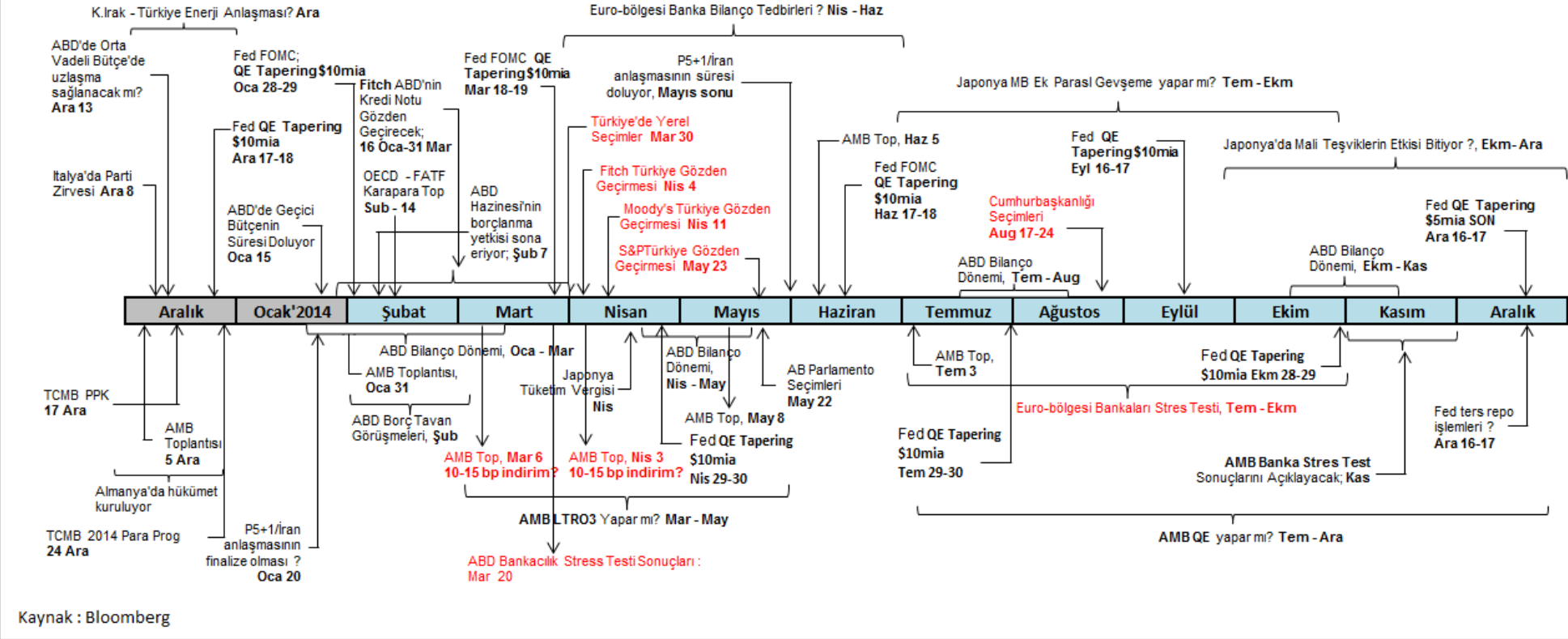
gelen “stagflasyon” sesleri. Dün sabahki notumuzda da dile getirmeye çalıştığımız gibi manşette problemsiz duran TÜFE'nin çekirdeği şişiyor. Ortalama %8.5'e tırmanan dar kapsamlı çekirdek enflasyon %12.40'a sıçrayan ÜFE ile birleşinde yatırımcılara “tatsız kokteyl” sundu. İhalelerde de bunun sonucunu gördük. Neyse ki Ukrayna krizi biraz duruldu da sonuçlar daha da kötüleşmedi.

**BİST’de nasıl pozisyon almalı?** Bizi bu sayfalardan takip eden yatırımcı sanırsanız bir süredir piyasa stratejisini aynı tema (ihtiyat) etrafında işlediğimizi, öte taraftan da para piyasası dinamikleri ve göreceli değerlemeler üzerinden ro-ro (risk-on/risk off) sürüş yaptığımızı anımsayacaktır. Hazine'nin son tahvil ihaleleri de gösterdi ki iç siyasi belirsizlik devam ederken “stagflasyon” sesleri altında carry-motifinden bahsetmek pek mümkün olamıyor. Yakın dönemde carry-motifinin en önemli kaynağı olan TCMB de interbank O/N repo faizini tavana yani %12'ye kilitleyince “ro-ro sürüş” dışında elimizde başka bir seçenek kalmıyor; en azından 30 Mart'taki seçimlere kadar. Zira, para ve swap piyasalarına özlenen fon girişi bir türlü olmuyor. Aslına bakılırsa BİST'in %3 yükseldiği dün de olmadı. Nereden mi biliyoruz? Yabancı fon girişlerinin ilk durağı olan kısa vadeli segment milim alçalmadı da oradan biliyoruz. Ancak, hafta başında “para piyasası dinamiklerinin” ötesinde bir satışla karşılaşan ve hatta 10 yıllık döviz bazlı fiyat/endeks trendlerini ihlal edip GOP rölatif MSCI 12 Aylık Beklenen F/K değerlemelerinde de %17 gibi bir oranda iskontolanan BİST yakasını biraz olsun bu tür risklerden kurtardığında “nefes” almaya çalışıyor.

**Katalist aranıyor...** Hafta başındaki ağır satışlarla “dar çaplı” “risk pozisyon” sağlayan BİST’de “pozitif hareket” alanı dünkü rallinin ardından epeyce eridi. Evet BİST lehine halen bir miktar daha hareket imkanı var; ancak oyun alanı hafta başına göre “oldukça dar” ve de “kırılgan”. Swap'ta kısa uca (vade) istikrarlı para (FX) girişine dair güçlü sinyal olmadıkça (ki stagflasyon sesleri gelmeye devam ettikçe zor) “taktik alımlara” gerekçe bulmakta zorlanan BİST'in 10 yıllık döviz bazlı fiyat/endeks desteklerinde ürkek seyahati de devam edecek gibi görünüyor. İç siyaset bir kenara, zorlu kombinasyonları bünyesinde barındıran piyasanın akıbeti “yurtdışı gelişmelere” ve “swap piyasalarına” bağlı. Kısa vadede her “iki yöndeki dalgalanmayı” da dikkate alarak yola devam edelim. Taktik alımlar ise “anti-carry” akımlarının kenara çekilmesine ve boğaları harekete geçirecek sağlam “katalist(ler)in” oluşmasına bağlı. Carry tarafında moral-motivasyonun zayıf olduğunu bir süredir dile getiriyoruz. Katalist tarafında ise yarın ki Avrupa MB toplantısı piyasalara yeni (olumlu) bir hikaye sunabilir.

**Avrupa MB toplantısı (yarın) BİST için market-mover...** Piyasada genel kanı AMB'nın birşey yapmadan bekleyeceği yönünde. Pek katılamıyoruz. Biz ise AMB'nın değişik kalibrede “gevşeme kararı” alabileceği yönündeki düşüncemizi koruyoruz. Bunlar: a) “10 baz puanlık faiz indirimi”, b) halihazırda devam eden varlık alımlarının “strelizasyonunu” durdurarak piyasaya aşamalı likidite sağlamak, ve c) “zorunlu karşılıkların” indirilmesi. Olası gevşeme adımları mevcut atmosferde olumlu algılanır. Kim bilir belki de dün Avrupa piyasalarında yaşanan rallide belki böyle bir senaryo ucundan fiyatlandı. Eğer öyleyse BİST'in can damarı TRY swap piyasalarına da para girişi olabilir. Bu açıdan AMB toplantısını merakla bekliyoruz. Ama önce bu sabah açıklanacak Euro-bölgesi Hizmetler PMI Şubat verilerinin final rakamları izlenmeli. ABD tarafında ise Cuma açıklanacak tarım dışı istihdam öncesinde bugün ilan edilecek ADP özel istihdam ve ISM hizmetlerden önemli ip uçları alabiliriz. Olumlu verilerin ilk reaksiyonda piyasaları olumlu yönde etkileyeceği tezimizin de arkasındayız. Tersi durum ise risk iştahını kesebilir.

## 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](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.