



## Metal fırtına...

**Ukrayna-Kırım hattında ipler gerilirken...** Bir süredir Ukrayna/Kırım meselesini mercek altına alan piyasalarda odak noktası şu sıralar Çin. Sakın Ukrayna-Kırım hattında işlerin yatıştığı düşünülmesin. Bilakis 16 Mart'taki referandum öncesinde ortalık daha da karıştı. Şöyle ki, Kırım'da geçen hafta Rusya'ya bağlanma kararı alan Moskova yanlısı parlamento 16 Mart'taki referandumu dahi beklemeden dün bağımsızlık ilan etti. Söz konusu hamle, Kırım'ın Rusya'ya bağımsız bir devlet olarak katılmasına yasal zemin oluşturmak için atılan bir adım olarak yorumlandı. Rusya gelişmeleri meşru görürken, Rus gazına Ukrayna hattı üzerinden bağımlı olan Avrupa ateş püskürdü. Hatta Almanya Rusya'ya uluslararası yaptırım çağrısı yaptı. Ortalık bu kadar gerilirken, piyasalar dün emtia şoku yaşadı.

**... Çin korkusu emtia piyasalarını vurdu...** Çin'de peşpeşe gelen kötü makro veriler emtia üzerinden piyasaları sardı. Hafta başından bu yana Çin'de kötü gelen makro verileri manşetlerde tutuyor ve piyasalar açısından zayıf Çin verilerini "ana risk kategorisinde" değerlendiriyoruz. Nitekim, Chaori Solar adlı (adı daha önce hiç duyulmamış) Çinli bir şirketin tahvil kupon ödemelerinde kesintiye gittiğini duyurması haftalardır gerilen stres hattında kırılma yarattı. "Bakır, Alüminyum, Kurşun, Çinko" hepsi birden çöktü; hatta, tarımsal emtia fiyatlarında da düşüşler gözlemlendi. Ukrayna-Kırım geriliminden beslenen altın güçlenmeye devam ederken, gümüş ve platin ayakta kaldı. Petrol de jeopolitik riskle metallerdeki çöküşten görece az hasar aldı. Wall Street emtiadaki sert kayıplara kayıtsız kalamadı ve dünü ortalama %0.5 düşerek kapattı.

**Piyasalar Draghi'yi yanlış anlamış!** Piyasaları yakından takip eden yatırımcılara bilir, ABD'de tarım dışı istihdam datalarını takip eden haftalarda genelde data kuraklığı yaşanır. Dün tam da buna benzer bir gün geçiriyorduk ki Avrupa MB Bankası Başkan Yardımcılarından Vitor Constancio yatırımcıları/işlemcileri silkeledi. Constancio, piyasaların Avrupa MB Başkanı Draghi'nin geçen haftaki basın toplantısını yanlış anladığını söyledi. Nedense iletişim mekanizmasından arzulanan sonuç elde edilemeyince hep piyasaların yanlış anladığı söylenir. Pek ya anlatan? Avrupa ekonomisinin deflasyon ortamına sürüklenmesinden endişe eden ve dolayısıyla ek gevşeme politikalarının izini süren piyasalar, geçen hafta hayretler içinde Draghi'nin ve Avrupa MB'nin "düşük enflasyon" gelişmelerine pek de "duyarlı olmadığını" öğrendi. Dahası Avrupa MB'nin mevcut politikalarla yetindiğini ve enflasyona karşı "pasif" bir politika izlemeyi tercih ettiğini gördü.

**Bizce piyasalar doğru anladı...** Evet, Constancio'nun dün dile getirdiği gibi "tüm para politikası seçeneklerinin masada tutulduğu" ve "Banka'nın gerektiğinde harekete geçmeye hazır beklediği" bilgisini Başkan Draghi kamuoyuyla paylaştı. İyi de kaç kişinin politika faiz indirimini, kaç kişinin negatif mevduat oranını, kaç kişinin de likidite desteğini savunduğunu öğrenemedik. Yani Draghi'nin açıklamaları havada kaldı. Anlaşılan Avrupa MB EURUSD 1.40 eşliğine doğru yol alınca ve Çin endişeleri piyasaları sarınca rahatsız olmuş. Olur tabii! Kuvvetli euro hem deflasyonu davet eder hem de Çin motorunun teklediği bir global ortamda ihracat kanalından büyümeyi vurur. Tamam da bu oyunu piyasa başlatmadı ki "kur hedefim yok, deflasyon riski ufukta görünmüyor, ekonomi toparlanıyor" diyen Draghi başlattı. Constancio dünkü demeçleriyle azalan "ek parasal gevşeme umutlarını" kıpırdatmaya çalıştı bir miktar ancak bu tür münferit çıkışların etkisi elbette kısa soluklu oluyor. Hele ki bir de piyasalar risk-off moduna geçmişse. Bu nedenle, Constancio Avrupa MB içinde kendine destek bulmalı ve mümkünse Bundesbank cephesinden olmalı. Biz deflasyonu yakın vadede önemli risk olarak görmeye devam ediyor ve Çin riskinin piyasaları sarmaladığı bir ortamda Avrupa MB'nin son toplantıda faiz indirimine gitmemesinin veya en azından bu yönde güçlü mesaj vermemesinin hata olduğunu düşünüyoruz.

**Avrupa MB politikaları GOP'lar için kritik önemde...** AMB'nin bu hatada ısrar etmesi Tokyo-Beijing açmazında kalan GOP'lara iyi gelmez. Japonya ve Çin'de alarm veren büyüme ve finansal istikrar sorunlarının pençesinden kurtulmak isteyen GOP'lara can suyu verebilecek tek adres şu sıralar AMB; çünkü ağır kış koşullarına rağmen beklentileri aşan Şubat istihdam datasıyla 19 Mart FOMC toplantısında QE'lerde üçüncü tur 10 milyar dolarlık azaltıma yeşil ışık alan Fed kararlı adımlarla yoluna devam ediyor.

**BİST için de öyle...** Bu, stagflasyon tehlikesini ensesinde hisseden ve iç / dış siyasi risklerle çevrelenen yurtiçi piyasalar açısından da hayati önem taşımakta. Tamam, BİST göreceli döviz bazlı endeks performansında ve GOP rölatif MSCI 12 Aylık Beklenen F/K değerlemelerinde "cazip" görünmeye devam ediyor etmesine de

“stagflasyon” tehlikesi “iç / dış siyasi belirsizlikle” birleşince “carry işlemler” için hemen hiç “moral-motivasyon” kalmıyor geriye. Ara sıra iyi gelen datalardan da heyecan bulamadığımızı not edelim. Tıpkı hafta başında olduğu gibi. Beklentilerin çok üzerinde artan Ocak Sanayi üretimine piyasalar talep tarafından gelen kötü haberlerle (ör %15 temposuna inen kredi artış hızı, %26 daralan oto satışları, 14% düşen beyaz eşya satışları vs) şüpheyle yaklaştı; zira hiçkimse bir sonraki ay üretimin negatife geçmeyeceğini garanti edemiyor. Bugün gözler Ocak Cari Açık rakamlarında olacak. Piyasa 5 milyar dolarlık açık bekliyor. Bu rakam fiyatlarda; hatta tüm yıl için 45 milyar dolarlık açık düzeyinin fiyatlarda olduğunu söylemek mümkün. 5 milyar doların altında gelecek bir Ocak verisi (ör 4-4.5 milyar dolar) emtialardaki satışlarla sarsılan yatırımcıyı bir parça yatıştırabilir belki. Bu atmosferde uzun vadeli trend desteğindeki “tehlikeli” salınımlardan kurtulmakta güçlük çeken BİST’in “swap’a taze fon girişi” beklemekten başka bir çaresi yok.

**Ne yazık ki swap cephesinden yatırımcılara müjdeli haberimiz yok...** Hatta 2 yıllık referans tahvil faizi %11.45 ile son son 14 ayın zirvesinde yol almaya devam ederken, %11.50’in üzerine tırmanan 3-6 ay vadeli tahvil faizleri moral bozucu. Bu noktada, TCMB’nin Interbank O/N Repo oranını tavana (%12.0) kilitlemesi temel unsur. 2-10 yıllık vade aralığında faiz makasında hemen hiç değişikliğin olmaması yabancı yatırımcıların da üretim verisinden heyecan duymadığının, bilakis geçici bir durum olarak gördüğünün bir kanıtı. Swap’a gelince, faiz, 3-12 aylık segmentte milim oynamazken 2-10 yıllık segmentte birkaç baz puan arttı. Swap eğrisinin eğimi ise BİST yatırımcısının pek de haz etmediği “güney” rotasındaki ilerleyişini koruyarak “stagflasyon” sinyali göndermeye devam etti. Özetle, hafta başından bu yana dile getirmeye çalıştığımız gibi şu an itibarıyla para piyasalarıyla BİST arasında “alım yönünde” değerlendirilebilecek herhangi bir “risk boşluğu” bulunmuyor. Hatta, swap (spread) cephesinden bakıldığında, çünkü %0.53’lük yükselişin biraz zorlama olduğunu söylemek yanıltıcı olmaz; zira TL piyasalarında henüz “hızlı paranın” izi yok.

**Metal fırtına sonrası bu sabah piyasalardaki hava nasıl?** Piyasaların odak noktası Çin ve emtia piyasaları. Ukrayna-Kırım hattı da izleniyor. Dün metaller başta olmak üzere emtia piyasalarında yaşanan sert kayıplar Asya borsalarını sarstı. Metal fırtına Japonya, G.Kore ve Çin borsalarında sert hissediliyor. 2000 kritik eşikinin altına inen Shanghai’da endişeli bekleyiş var. Dün zirvelerden %0.5 düşüşle kapanan Wall Street bu sabah vadeli işlemlerde negatif eğilimle izlemeye. Bu ortamda Asya işlemlerinde USDTRY 2.24’ü aşarken, sepet kur da 2.67’lere tırmandı. Özetle piyasalar risk-off, gözler metal fırtınada.





## 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](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.