

# Genel Değerlendirme Notu

## Fiyatlamalar Eylül ayını beklerken...

Sayı: 277

*Kasım 2016'dan bu yana para ve sermaye piyasalarında küresel çapta devam eden ralli fiyatlaması sanılanın ötesinde bir süreç ve momentumla karşılaşmamıza neden oldu. ABD başkanlık seçiminin öncesi ve sonrasında gelecek dönem başlıkları üzerinden yatırımcıların karar mekanizmalarını çalıştırma çabaları ön plana çıkarken, Fed ve ECB gibi önemli konumda bulunan para politikası belirleyicilerinin mesajları zaman zaman ikinci planda kaldı. Nisan-Mayıs döneminde Fransa'da gerçekleştirilen seçimlerin ardından Macron etkisi ile birlikte değerli euro fiyatlaması yatırımcıların odak noktası olurken, bölgeye dair sorunların ekonomik ve politik alanlarda azalmaya başladığı düşüncesi ile birlikte ABD dolarına karşı pozisyonlanma ve ikincil etkileri izlendi. Esasen Fransa ve ECB kaynaklı başlayan süreç, iç politikada manevra alanı kalmayan ve gün geçtikçe kredibilite kaybı yaşayan Başkan Trump ile hız kazandı. Bugün gelinen noktada ABD dolarının zayıflama süreci önemli finans merkezlerinde tüm hızı ile devam ederken, dolar endeksi gibi önemli bir gösterge **'Fed'in para politikasında sanki hiç normalleşme adımı atmadığı'** edasında bir izlenim edinilmesine neden oluyor.*

*Uzun bir aradan sonra ilk kez Ağustos ayı işlemlerinde yatırımcıların kafa karışıklığı yaşadığı, likidite düşüklüğü sorunu ile karşılaştığı ve gelişmekte olan ülke varlıklarından çıkış yapma isteğinde olduğu haberleri ile gündeme geldi. Mayıs ayı ile yatırımcıların tatile çıkma döneminde başlangıç bekleyen analistler, bahse konu etkinin yaz mevsiminin son ayında gerçekleşmeye başladığı düşüncesini dikkate almaya başladılar. Klasik yıl sonu fiyatlamasının küresel işlemlerde Kasım dönemi içerisinde gerçekleşmeye başladığını düşünecek olursak, mevcut rallinin en iyi ihtimalle Kasım dönemine dek sürdürülmek isteneceği bir ortamda olduğumuzu söyleyebiliriz. Ancak önümüzde Eylül ayı gibi önemli başlıklardan oluşan bir süreç bulunmakta. Gerek yurt içi, gerekse yurt dışı varlıkların fiyatlamalarında önemli kırılımlar olduğu iş günlerini tecrübe edebiliriz.*

*Bu çalışmada dört farklı başlık altında kendimiz açısından önem atfettiğimiz konuları ön plana çıkarmak ve yatırımcılarda algı yaratmak istedik. Her başlığın taşıdığı hikaye fiyatlamalarda **'oyun değiştirici'** etkiye sahip. Karar ise her zaman olduğu üzere yatırımcı kesimine ait.*

Orkun GÖDEK  
DenizBank  
Yatırım Hizmetleri Grubu  
Strateji Yönetmeni  
Düzen 3  
Türev Araçlar  
Kredi Derecelendirme  
Kurumsal Yönetim Der.  
[orkun.godek@denizbank.com](mailto:orkun.godek@denizbank.com)  
+90 212 348 51 60  
İSTANBUL

Lütfen son sayfada yer alan uyarı notunu okuyunuz.

1

# Genel Değerlendirme Notu

## Türkiye gündemi

Türk lirasının Mayıs 2013'ten bu yana karşılaştığı '**pozisyonlarda tercih edilmeme**' sorunsalı ABD başkanlık seçimi sürecinin sonrasında kendisine has hikayelerin de artış göstermesi ile birlikte farklı bir momentum kazanmıştı. 12 Ocak tarihi sonrasında TCMB'nin para politikasında sıkılaştırma sürecini başlatması ile birlikte yurt dışı varlıklardan ayrılarak fiyatlandırma eğilimi içerisinde olma durumumuzda terse dönüş gözlemlendi. Süreç içerisinde emsallerimiz ile oluşan açıklık özellikle hisse senedi piyasasında önemli ölçekte kapatılıp lehte fark oluşacak şekilde güncellenirken, para piyasalarında ise gecikmeli bir şekilde pozitif ayrışma gözlemlendi. Ancak belli başlı problemlerin devam etme durumu maalesef değişiklik göstermedi.

Enflasyon konusunda beklenenin ötesinde bir katılaşma ve çözülememe durumu olduğunu söylemek gerekiyor. Kur geçişkenliğinin yarattığı ikincil etkiler zaman içerisinde enflasyon görünümündeki bozulmanın genele yayılmasına zemin hazırlarken, beklentiler kanalının da yukarı yönde güncellenmesine neden oldu. Bu kapsamda 5 Eylül tarihinde açıklanacak olan enflasyon verisi nispeten yatay-asağı yönlü seyreden manşet enflasyonun kısa süreli de olsa son iyimserliğini taşıyor olabilir. Ağustos dönemine ait olan verinin ardından TCMB yönlendirmesi ve piyasa beklentileri dahilinde Eylül-Ekim döneminde yukarı yönde hareketlilik ile karşılaşma ihtimalimiz oldukça yüksek. Hesaplama değişikliğinden kaynaklanacak olan bu etkinin genele yayılan bozulmada nasıl bir gelişmeye neden olabileceği konusu ise en önemli soru işareti. Ekim ayında Hazine tarafından gerçekleştirilecek borçlanma rakamının yaklaşık 20 milyar TL seviyesinde takip edilecek olması ve enflasyonun odakta kalmaya devam etmesi nedeniyle getiri eğrisinin asağı yönde hareket etmesi oldukça sınırlı düzeyde gerçekleşmekte. Özellikle 10y vadeli kıymetin faizinde görülen %10.50 bölgesi etrafındaki sıkışma geniş anlamda %10.25-%10.90 bölgesinin ön plana çıkmasına neden oluyor.

11 Eylül ve 14 Eylül tarihlerinde sırasıyla Q2 dönemine ait büyüme verisi ve TCMB PPK toplantısı odakta olacak. Mart ayı içerisinde alınan önlemler paralelinde kredi artış hızındaki genişlemenin farklı kanallar üzerinden büyümeyi desteklemesi gerçeği ile birlikte büyümedeki momentumun yukarı yönde devam etmesi ve %5 seviyesine yakınsama göstermesi bekleniyor. PPK toplantısında ise politika duruşunda herhangi bir revizyona gidileceği/gidilmesi gerektiği düşüncesinde değiliz. Her ne kadar Haziran ayı toplantısından bu yana TCMB'nin fonlama maliyetinde sınırlı ölçekte indirim gidebileceği konusunda fikir beyan etsek de mevcut sıkı duruşun temel nedeni olarak; **enflasyondaki iyileşmenin gecikmesi, genele yayılan bozulma ve olası hamle yapılması durumunda oluşabilecek yatırımcı algısı erozyonunu önleme** fikrinin ağır bastığını düşünmekteyiz. Bu nedenle düşüncemizin 2018 yılının ilk PPK toplantısına dek ötelenebileceği/ötelenecek olduğu yönünde ağır bastığını da belirtmek isteriz. Kaldı ki sıkı duruş TL'deki ek satış baskısının kırılmasına imkan tanırken, asağı yönde hız kazanmasına istenilen ölçekte izin vermedi. Bahse konu negatif oluşumun arkasındaki nedenler ise bize göre enflasyon ve iç borçlanmadaki yükselişe dayanmakta.

Lütfen son sayfada yer alan uyarı notunu okuyunuz.

2

# Genel Değerlendirme Notu

## Euro Bölgesi gelişmeleri

Ortak para birimindeki değerlenme süreci ile birlikte euro/dolar paritesinde 1.20 bölgesine dek yükseliş gerçekleşti. Macron ve Trump etkisinin ABD’de takip edilen makro verilerdeki beklenti gerisinde kalma durumu ile birleşmesinin ardından gelecek dönem projeksiyonlarında da yukarı yönde güncellemeler gerçekleşmekte. Düşüncemize göre, **ECB’nin 7 Eylül tarihinde yapacağı toplantıda atabileceği adımların tamamına yakını mevcut euro yükselişi içerisinde yer almakta.** Farklı bir boyuta geçirecek, euroda yeni bir yükseliş dalgasını tetikleyebilecek adımların uç noktada sıkılaştırma başlıklarından oluşabileceği kanaatindeyiz. Ne gibi senaryolar bu durumun gerçekleşmesine imkan tanıyabilir sorusuna yanıt olarak; **varlık alım programının aylık 20 milyar eurodan daha fazla bir miktarda azaltılması, faiz artışının mevduat faiz oranı dışında diğer iki faiz kalemine de yansıtılması, söylemler ile sıkılaştırma sürecinin sanılandan daha erken olabileceği** gibi senaryoları verebiliriz. Ancak, değerli euronun bölge büyümesinden çalacağı pay ve enflasyondaki toparlanma sürecini yavaşlatabileceği değerlendirmeleri ile birlikte bu tarz bir hamlenin yapılması olasılığını düşük görüyoruz. Beklentilerimiz, yıl içerisinde sıklıkla paylaştığımız üzere **varlık alım programının 40 milyar euroya düşürülmesi ve teknik ayarlama ile mevduat faizinde kısmen artış yapılabilmesi** şeklinde oluşmaya devam ediyor. İlk ihtimali neredeyse kesin olarak görmekle birlikte ikinci ihtimal ise aynı ölçekte kesinliğe sahip değil.

Mevcut beklentilerin euro değerlenmesinde fiyatlandığı düşüncemiz ile birlikte gerçekleşmenin olması veya yürürlüğe girmemesi gibi senaryolarda euronun zayıflayabileceği fikrimizi saklı tutuyoruz. **Teknik açıdan 1.1680 desteği üzerinde kalınan durumlarda euro/dolar paritesinin yukarı yönde isteğini korumaya devam edeceği, aşağı yönde kırıldığı durumda satışların hızlanabileceğini belirtmek isteriz. Ayrıca, son 3 yıllık hareketin teknik olarak %50 fibonacci düzeltmesi olan 1.2167’nin geçilmesi halinde ise işlemler 1.25-1.30 aralığına doğru hareket edebilir. Ağırlıklı beklentimiz, paritenin 1.20 üzerinde hareket etme olasılığının etmeme olasılığından düşük olduğu şeklinde.**

24 Eylül tarihinde Almanya’da gerçekleştirilecek olan seçimlerde ise Şansölye Merkel liderliğindeki koalisyonun göreve devam edeceği fikrinin ağır bastığı görülüyor. Yaz dönemi öncesinde gerçekleştirilen yerel seçimlerde koalisyon grubunun kritik noktalarda zafer ilan etmesi nedeniyle söz konusu düşüncede artış görüldü. Her ne kadar dış basında yer alan değerlendirmelerde Alman seçmenlerin yarıya yakınında kararsızlık durumunun öne çıktığına yer verilse de yol kazası olması yüksek bir ihtimal olarak değerlendirilmiyor. Haftalık yayınlanan Stern dergisinin en son yaptırdığı ankete göre Almanların %76’sı seçim sonuçlarının şimdiden bilindiği kanaatini taşımakta. Aynı ankete göre Merkel’in en büyük rakibi Sosyal Demokrat Parti’nin seçimden zaferle çıkacağına inanılmıyor. Zafer olabileceği şeklindeki beklentinin rakamsal karşılığı ise sadece %19.

**Almanya seçimlerinde negatif yönde bir sürpriz olması halinde ortak para biriminde aşağı yönde çözümlenmesini ve taşınan güvenin azalmasını bekleriz.**

Lütfen son sayfada yer alan uyarı notunu okuyunuz.

3

# Genel Değerlendirme Notu

## Fed'in durumu ve olasılıklar

Küresel yatırımcı algısında değişikliğe neden olabilecek en önemli kurum geçmişten bugüne kuşkusuz Fed olmuştur. Mayıs 2013'te dönemin Fed Başkanı Bernanke'nin konuşması ile başlayan dolardaki değerlenme, para politikasındaki normalleşme sürecinin devam etmesi, faiz artırımlarının korunması ve bilanço operasyonunun 2017 içerisinde başlayabileceği ihtimaline rağmen terse dönmüş durumda. Fed'in süreç içerisinde kamuoyu ile kurmak istediği iletişimin yatırımcı algısında sert dönüşlere neden olmaması durumu arzu edilen bir gelişme olarak tanımlanabilecek iken sorunun esasen ABD siyaseti kaynaklı ön plana çıkması ise şüphesiz ki en son arzu edilecek senaryo olarak ifade edilebilir.

2017'nin başlangıcı ile birlikte ABD ve Euro Bölgesi arasındaki ekonomik gelişmelerde ayrışma gözlemlendi. ABD ekonomisinin beklentiler gerisinde bir performansı ortaya koyduğu Q1 dönemi içerisinde Euro Bölgesi ise toparlanmasını ivmelendirdi ve güven tazeledi. Bu noktanın ardından ise ECB'nin olası sıkılaştırma adımlarına hız verebileceği tartışmaları bir adım öne çıktı. Fed'in Mart ve Haziran toplantılarında faiz artışına gitmesi ve bilanço konusunda sözlü yönlendirme yapması kamuoyunda tartışmaya neden olurken, Grup olarak konuya yaklaşımımız ağırlıklı olarak **gelecek dönem içerisinde oluşabilecek resesyon durumuna karşı önlem alınmak istenmesi** şeklinde ifade edilmekte. Fed'in enflasyondaki zayıflamayı Haziran ayı FOMC toplantısında kabul etmesi ve projeksiyonlarında aşağı yönlü güncellemeye gitmesini 2017 için enflasyon konusunda ek endişe taşımadığı şeklinde yorumluyoruz. Ayrıca manşet, çekirdek ve çekirdek PCE enflasyonlarında yavaş yavaş da olsa dip çalışması süreci içerisinde olduğumuzu düşündüğümüzü de belirtmek isteriz.

**Fed'in 20 Eylül'de gerçekleştireceği FOMC toplantısında bilanço küçültme operasyonuna başlaması ihtimali sanıldığı ve piyasalarda fiyatlandığı kadar düşük olmayabilir.** Bilanço operasyonunu önemsiyoruz. Şayet her şeyin yolunda gitmesi ve senaryoya uyulması halinde 1 yıl içerisinde 100-150 milyar dolarlık bir azaltımın bilançoda gerçekleşebileceğini göz ardı etmemek gerek. Evet, Fed, süreci olabildiğince kamuoyu ile iletişim halinde ve yatırımcı algısını bozmadan yürütmeye çalışacaktır. Ancak varlık fiyatlamalarında gelinen seviyenin yakın vade içerisindeki toplantılarda tartışma konusu olduğunu ve kısmi düzeltmelerin politika yapıcıları çok fazla rahatsız etmeyebileceğini de dikkate almak gerekiyor.

**Eylül ya da Aralık ayı toplantılarının herhangi birinde normalleşme sürecinin devam ettirilmek istenmesini fiyatlamalar açısından olumsuz görmüyoruz.** Sürecin sürpriz olmayacağı ve kamuoyu yönlendirmesinin yüksek olduğu kanaatindeyiz. **Faiz artışı ve bilanço operasyonun yıl içerisinde yapılması, akabinde ise en az bir çeyrek olacak şekilde bekle-gör moduna geçilmesi beklentisindeyiz.** Ekonominin nasıl bir çizgide yoluna devam edeceğine göre süreç yeniden şekillendirilebilir. Sonuçta Fed'in en son isteyeceği gelişme, istihdam piyasasındaki sıkışmanın terse dönmesi, ücretlerdeki yapışık seyrin aşağı yönde çözülmesi ve ekonominin ivme kaybetmesi olacaktır. Fed, Eylül ve Aralık toplantılarına atmasını beklediğimiz hamleleri ayrı ayrı şekilde de dağıtabilir.

Lütfen son sayfada yer alan uyarı notunu okuyunuz.

4

# Genel Değerlendirme Notu

## Bölge gelişmeleri

Irak'ın geneline yayılan bir şekilde terör örgütü DAESH ile mücadele edilirken, Suriye'de de süreç eşdeğer şekilde devam etmekte. Farklı mekanizmalar ile Suriye'nin çatışmasızlık süreci içerisine girmesi sağlanırken, Türkiye, İran, Rusya, ABD ve kısmi ölçekte bölge ülkeleri de bu konuda adım atmaya devam ediyorlar.

Katar krizinde olumlu ya da olumsuz yönde yeni bir gelişme henüz sağlanabilmiş değil. Abluka devam ederken Türkiye ve İran üzerinden hava yolu taşımacılığını kullanma ve gıda ihtiyacını karşılama isteği sürüyor. Türkiye'nin konunun çözümüne dair pozisyon alma isteği korunurken farklı mecralarda sıklıkla gündeme getirildiği de görülüyor.

Bölge açısından en önemli gelişme ise bugünü olduğu kadar yarını da ilgilendiren Kuzey Irak referandumu olacak. 25 Eylül'de gerçekleştirilecek olan referanduma henüz batıda yer alan önemli ülkelerden destek elde edilmiş değil. Bağdat yönetiminin verdiği sert tepkiye bölgenin iki önemli aktörü Türkiye ve İran'ı da eklemek gerekiyor.

Uzun süredir petrol konusunda yaşanan gelişmeler nedeniyle Bağdat-Erbil hattı sorunlu. Karşılıklı suçlamalarla birlikte süreç referandum restleşmesine taşındı. Her ne kadar referandumun hukuki zeminde herhangi bir bağlayıcılığı olmadığı bilinse de ileride yapılması muhtemel müzakereler için Erbil yönetiminin elini sağlamlaştıracağı yorumunu da eklemek mümkün. Ayrıca, Barzani'nin bölgede yer alan Kürtlerin kendi ayrışmasını da kısmen engellemek ve durumu kendi lehine çevirme isteğinin de altını çizmek gerekiyor. Talabani'nin siyasi hareketinin etkili olduğu Erbil'de yaşanan bayrak krizinin Barzani'nin kendi koltuğunu sağlamlaştırmak adına böylesi bir süreci başlattığı şeklinde düşünceler dış basında sıklıkla dile getiriliyor. Farklı kanallardan önemli ABD'li isimler Barzani yönetimine erteleme çağrısında bulunsa da sürecin şu aşamada devam ettiği görülüyor. Barzani yönetimi ise ertelemenin sadece Bağdat yönetiminin kendi taleplerini karşıladığı durumda söz konusu olabileceğini belirtmekle yetiniyor.

Konu, bölgede dağınık halde bulunan Kürt nüfusunun gelecek dönem içerisinde ayrılık yanlısı isteğinde artışa neden olabileceği ve bunun da istikrarsızlığı artırabileceği düşüncesi nedeniyle Türkiye ve İran gibi iki önemli komşudan veto yiyor. Böylesi bir ortamda referandum sonucunun kısa vadede nihai bir çözüm doğurması ise oldukça güç. **Her ne kadar bugün için yerel medya kaynaklarında hak ettiği ölçekte yer bulmasa da konunun referandum öncesinde oldukça sık tartışılacağı kanaatindeyiz.**

# Genel Değerlendirme Notu

## UYARI NOTU

Bu e-posta, varsa ekleri ve içerdiği bilgiler, özeldir ve gizlidir, yalnızca gönderildiği belirtilen kişi/kişilerin kullanımı içindir. Bu e-postanın, alıcısı dışında başka bir kişi tarafından ve belirtilen amaç dışında okunması kopyalanması, yönlendirilmesi ve kullanılması yasaktır. Bu mesaj ve eklerinin tarafınıza yanlışlıkla ulaşmış olması durumunda lütfen mesajı gönderen kişiyi haberdar ederek bize ulaşın, gizliliğini koruyun ve hiçbir şekilde saklamayın. Mesajı gönderen kişinin veya DenizBank A.Ş. ve iştiraklerinin, yetkisiz kişilerce erişilen ve/veya içeriği bozulan mesajlar veya bu mesajların içerdiği bilgiler ile ilgili herhangi bir sorumluluğu ve yükümlülüğü bulunmamaktadır. Bu doküman DenizBank A.Ş. tarafından bilgilendirme amaçlı hazırlanmış olup, burada yer alan her türlü bilgi ve değerlendirme, hazırlandığı tarih itibarıyla mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan halka açık yayın/yayım kaynaklarından elde edilerek derlenmiştir ve yatırım tavsiyesi niteliği taşımamaktadır. DenizBank A.Ş. ve iştirakleri, bu bilgilerin doğruluğunu ve yeterliliğini hiçbir şekilde garanti etmemektedir. Bu dokümanda belirtilen ürünler çeşitli oranlarda risklere tabidir. Piyasada oluşacak fiyat hareketleri sonucu para kaybı yaşanabilecektir. Yabancı para cinsinden yapılan işlemlerde kur riskinin olduğunu, kur dalgalanmaları nedeniyle Türk Lirası/Yabancı Para bazında değer kaybı olabileceği, devletin yabancı sermaye ve döviz hareketlerini kısıtlayabileceği, ek ve/veya yeni vergiler getirebileceği, alım-satım işlemlerinin zamanında gerçekleşmeyeceği bilinmelidir. Tanıtılan ürünler, belli bir yatırımcının hedefleri, mali durumu ya da gereksinimleri dikkate alınmadan hazırlanmıştır, bu nedenle mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu dokümandaki bilgilere dayanılarak alınacak yatırım kararlarının sonuçlarından, burada yer alan bilgi, değerlendirme ve istatistikî şekil ve değerlendirmelerin kullanımı sonucunda ortaya çıkacak doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan hukuki açıdan müşteri sorumludur. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan ve hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Yatırım ürünleri; mevduat olmayıp, Denizbank A.Ş., ve diğer ilgili kuruluşların ya da Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu'nun teminatı, garantisi, sigortası ya da herhangi bir yükümlülüğü altında değildir. Yatırım ürünleri, Devlet güvencesi altında değildir. Anaparanın yitirilmesi dahil çeşitli yatırım riskleri içerebilir. Yatırım ürünlerinin geçmişteki performansları, gelecekteki performanslarının göstergesi değildir. Fiyatlar düşebilir ya da yükselebilir. Döviz cinsinden yatırım ürünleri, dövizdeki muhtemel dalgalanmalar nedeniyle anapara kaybı da dahil kur risklerine maruz kalabilir. Yorumların müşteri tarafından nihai değerlendirmesinde orijinal metnin dikkate alınması esastır. Ürünler ile ilgili soru veya şikayetlerinizi iletmek için 444 0 801 Önce Müşteri Hattı'nı arayabilir ya da www.denizbank.com adresinden bize ulaşabilirsiniz.

Lütfen son sayfada yer alan uyarı notunu okuyunuz.

6