



**Alper KOÇ – Portföy Bölüm  
Yöneticisi**

## UZUN VADELİ DEFLASYON DİNAMİKLERİ Mİ DEVREYE GİRİYOR?

Haziran ayı boyunca ABD'den gelen veriler, son dört çeyrekte devam eden ekonomik toparlanmanın yavaşlamaya başladığını teyit etti. Konut sektörünün canlanmasına yönelik teşviklerin bitmesiyle gerek ikinci el, gerekse yeni konut stoğunda tekrar artış başladı. Bunun yanında son tarım dışı istihdam verilerinin de beklenenden zayıf gelmesi; ekonomik toparlanmanın yavaşlamanın yanında gerilemeye başladığını işaret ediyor. Nitekim Fed Haziran toplantılarında daha ihtiyatlı bir duruş sergiledi ve Haziran tutanaklarında konut başlangıçlarının depresif seviyelerde kaldığına vurgu yaptı. Tutanaklarda, finansal piyasaların eskisinden daha az iktisadi büyümeyi desteklediğini belirten Fed'in endişeli duruşu, ABD'de faiz artırım beklentilerinin 2011 ortalarına kadar ertelenmesine yol açtı.

Tüm bu gelişmelerle birlikte güvenli liman arayışına giren para tekrar ABD tahvillerine yöneldi ve 10 yıllık tahvilleri Temmuz başı itibariyle % 2.90 seviyesini gördü.

Haziran ayında yaşanan bu gelişmeler gösterdi ki; bugüne kadar sağlanan yüz milyarlarca USD büyüklüğündeki parasal teşviklere rağmen, küresel büyümeye ve istihdama yönelik sıkıntılar giderilebilmiş değil. Üstelik ülkeler bazında bütçe açıkları ve borçluluk oranları tarihte görülmemiş ölçüde artmışken.! Küresel krize küresel çapta işbirliğiyle çözüm bulunamayacağı, son yapılan G-20 toplantılarında dünya kamuoyuna farklı bir görüntü çizilmeye çalışılsa da, gerçekte bir uzlaşma sağlanamamasıyla ortaya çıkmış oldu. Bu kriz gerçekten de yüzyılın krizidir ve 1929 Buhranı'nda yaşanan gelişmelerden gereken dersleri çıkardığını düşünen ABD otoritelerinin, parasal genişleme politikalarını sonuna kadar zorlayacakları anlaşılıyor. ABD'de durum böyleyken Avrupa Birliği içerisinde ağırlığı olan ülkelerde otoritelerin genel görüşü, son yaşanan gelişmelere rağmen, ABD'deki görüşün aksine, uzun süreli durgunluk potansiyeline rağmen mali sıkılaştırma önlemlerinin devreye sokulması yönünde. Küresel çapta rekabet koşulları ve gelir dağılımı dengesi açısından gelecekle ilgili devam eden belirsizlikler, krize çözüm bulma noktasında gelişmiş ülkeler arasında görüş ayrılıklarını arttırıyor.

Uzun süredir bilhassa ABD ve Avrupa hisse senetleri piyasalarında, 2010 ve 2011 yılına ait belirsizliklerin gözardı edilerek pozitif beklentilerin fiyatlanması sayesinde devam eden yükselişlerin, uzun vadeli büyük resimde geri alışı dalgaları olduğunu vurgulamaktayız. Bu tezimizde hala bir değişikliğe gitmedik. Nitekim 2009 Mart Ayı'ndan beri sürmekte olan toparlanmalar, gelişmiş piyasalarda 2009 diplerinden itibaren ortalamalarda ancak % 62 geri alışı seviyeleri civarına kadar sürebildi. ABD'de süregelen iyileşmelerin, bugüne kadar sağlanan teşviklere rağmen istenen düzeye gelememesi, durgunluğun devlet desteği sürmeden aşılamayacağını anlaşılması, uzun zamandır vurguladığımız "devam eden durgunluğun ve belirsizliklerin, gelecekle ilgili enflasyonist beklentilerin yerine uzun vadeli deflasyon dinamiklerinin devreye girme potansiyeline işaret ettiği" görüşümüz, son dönemde gelen verilerle ve Fed'in yayınlamış olduğu Haziran ayı tutanaklarındaki ifadeleriyle desteklenmeye başladı.



Reel kesimde durum böyleyken emtia, hisse senedi ve para piyasalarının görünümüne baktığımızda, bu piyasalarda son dönemde yaşanan bir takım gelişmelerin, küresel finans piyasaları katılımcıları içerisinde bir grubun gelişmiş ülkelere yönelik uzun vadeli küresel deflasyonist fiyatlama davranışı içerisine girmiş olabileceklerinin ilk sinyallerini verdiğini görüyoruz. 2001 yılında 250 USD diplerinden itibaren yükseliş trendi içerisinde olan Ons Altın, 2009 Aralık ayında 1226 USD seviyelerini gördükten sonra kısa vadeli bir düzeltme yaşadı. Ardından tekrar yukarı yönlü hareketlenerek Mayıs ve Haziran ayında 1250 USD fiyat seviyeleri civarına kadar yükseldikten sonra, son günlerde gelen sert satışla tekrar 1210 lu seviyelere geri döndü. Altında yaşanan tüm bu hareketlerle birlikte büyük resim, uzun vadeli tepe oluşumuna yönelik sinyaller üretiyor. Ekonomik canlanma ve hisse senetleri piyasalarının gidişatı açısından paralellik gösteren Bakır fiyatlarında da Nisan ayından itibaren başlayan geri çekilme yaşanıyor. Amerikan Türü Petrol ( NYMEX) fiyatları, Mayıs başında gördüğü 87 USD seviyelerinden sonra son kez Haziran sonunda 80 USD seviyelerine yaklaşıp ardından sert satış yedi. Burada bir noktaya dikkat çekmek istiyorum; Altın ve Petrol fiyatlarında Mayıs başından beri, Bakır fiyatlarında Nisan başından beri tepe oluşum sinyalleri geliyor. Bu piyasalarda görünüm bu şekildeyken ABD ve Avrupa'da hisse senetleri de aynı anda düşüş yaşıyor. Ve tüm bunlarla birlikte Haziran başından itibaren Dolar da küresel piyasalarda değer kaybediyor. Euro/ USD paritesinde son günlerde yaşanan yukarı yönlü tepkiye rağmen hisse senetleri piyasaları aynı ölçekte tepki veremiyor ve hisse senetleriyle Euro/ USD paritesi arasındaki korelasyon zayıflamaya başlıyor.

Peki reel ekonomide geleceğe yönelik belirsizlik ve kırılganlığın artmaya başlamasından sonra Finans Piyasalarında da son dönemde yaşanan bu hareketler bize ne anlatmak istiyor? Yüzyıllardan beri kağıt paraya karşı güvenli liman olarak kullanılan ve enflasyon beklentilerini en iyi fiyatlayan enstrümanlardan biri olan Altın neden yeni zirvelere gidemiyor ve hisse senetleriyle aynı paralelde hareket etmeye başladı? Altın ve Petrol fiyatları düşüş yaşarken neden USD da aynı anda düşüş yaşamaya başladı? USD düşerken neden EURO/ USD paritesi yeteri kadar yukarı yönlü tepki veremiyor?

Tüm bunlar olurken neden ABD 10 yıllık tahvil faizlerinde son dönemde sert düşüş yaşandı? Euro'nun son günlerde yükselmesinden dolayı mı? Eğer ABD tahvilleri güvenli liman olarak görüldüğü için bu piyasaya akın olduysa, neye karşın güvenli liman özelliği içeriyor? Hisse senetleri piyasalarında yakında yaşanacak büyük bir satış dalgasına karşın mı? Faizlerde 2011 yılının ikinci yarısına kadar artış yaşanmayacak olmasına karşın mı?

Faizlerde uzun süreli artış yaşanmayacaksa tüm yukarıda saydıklarımızla birlikte gidişat ekonomik iyileşmenin devam ettiğini değil, uzun vadeli deflasyon dinamiklerinin devreye girdiğini gösterir.

## Yatırım Finansman Menkul Değerler

Nispetiye Caddesi Akmerkez E-3 Blok Kat:4 Etiler / İstanbul

Tel: +90 (212) 317 69 00 Faks: +90 (212) 317 69 32

*Bu bültende yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali kurumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu raporda yer alan veri, bilgi ve grafikler Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş.'nin güvenilirliğine inandığı kaynaklardan alınmış ve/veya üretilmiştir. Ancak bilgi, veri ve grafiklerin doğruluğu bağımsız olarak teyit edilmemiş olup, Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda garanti vermemekte ve gösterilen tüm özen ve dikkate rağmen doğabilecek veri ve analist değerlendirme, ayırma, kaydetme vb. hatalarından dolayı sorumluluk üstlenmemektedir. Raporda yapılan yorum, tahmin ve tavsiyeler Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. Araştırma Bölümü'ne ait olup, önceden belirtilmeden değişiklik yapma hakkı saklıdır. Bu rapor Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. müşterileri için genel bilgi vermek amacıyla hazırlanmış olduğundan, raporda yer alan yorum ve tavsiyeler yatırımcıların alım satım kararlarını destekleyecek yeterlilikte olmayabilir. Bu bilgiler ışığında yapılan ve yapılacak olan ileriye dönük yatırımların sonuçlarından Şirketimiz hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.*

## Portföy Yönetimi

Didem Helvacioğlu	Hazine-Vadeli İşlemler ve Portföy Yönetim Müdürü	didemh@yfas.com.tr	90 (212) 317 68 08 /09
Fezal Noman	Hazine Müdür Yardımcısı	fezalg@yfas.com.tr	90 (212) 317 68 16
Aylin Bahçecik	Hazine Bölüm Yöneticisi	aylinb@yfas.com.tr	90 (212) 317 68 18
Z.Gülnur Oktar	Hazine Bölüm Yöneticisi	gulnuro@yfas.com.tr	90 (212) 317 68 19
Süheyla Özler	Hazine Kıdemli Yatırım Uzmanı	suheylao@yfas.com.tr	90 (212) 317 68 20
Oya Pekel	Vadeli İşlemler Müdür Yardımcısı	oyaa@yfas.com.tr	90 (212) 317 68 62
Burcu Akkuş	Vadeli İşlemler Kıdemli Yatırım Uzmanı	burcua@yfas.com.tr	90 (212) 317 68 27
Eda Yücedağ	Vadeli İşlemler Yatırım Uzmanı	eday@yfas.com.tr	90 (212) 317 68 31
Birsen Özdemir	Portföy Yönetimi Müdür Yardımcısı	birseno@yfas.com.tr	90 (212) 317 68 25 - 26
İ. Alper Koç	Portföy Yönetimi Bölüm Yöneticisi	alperk@yfas.com.tr	90 (212) 317 68 59
M. Murat İman	Fon Yönetimi Müdür Yardımcısı	murati@yfas.com.tr	90 (212) 317 68 21
Ceyhun Gençalp	Fon Yönetimi Bölüm Yöneticisi	ceyhung@yfas.com.tr	90 (212) 317 68 22

## Şube/İrtibat Bürolarımız

İstanbul	Akmerkez:	+90 (212) 317 69 00	Ankara/Kızılay:	+90 (312) 417 30 46
	Merkez	+90 (212) 263 00 24	İzmir	+90 (232) 441 80 72
	Çiftehavuzlar	+90 (216) 302 88 00	Samsun	+90 (362) 431 46 71
	Bakırköy	+90 (212) 543 05 04	Bursa	+90 (224) 224 47 47
	Kozyatağı	+90 (216) 386 74 00	Adana	+90 (322) 458 77 55
	TSKB (Acenta)	+90 (212) 334 50 50	Antalya	+90 (242) 243 02 01