

## Aylık Piyasa Raporu – Ağustos

02.08.2023

### Piyasalardaki iyimser hava korunuyor

Küresel risk iştahı Temmuz ayında ABD’de enflasyonun normalleşmeye devam etmesi ile Fed’in faiz artışlarına ara verebileceğine dair artan beklentiler önderliğinde iyimser bir tonda kaldı. Çin ekonomisi başta olmak üzere tahminlerin altında kalan ve ekonomik aktivitede momentum kaybına işaret eden bazı veriler zaman zaman resesyona endişelerini alevlendirse de şimdilik bu yöndeki endişelerin sınırlı bir ölçekte kaldığı izlendi.

Fed başta olmak üzere gelişmiş ülke merkez bankaları bir süreden bu yana olduğu gibi faiz artışlarına devam etse de, gerek enflasyonda izlenen normalleşme eğilimi gerekse de ekonomik aktivitedeki momentum kaybı ile birlikte yılın ikinci yarısında bu yöndeki adımlara ara verilebileceğine dair beklentiler korundu. Fed faiz artışlarının devamı adına Eylül ayı toplantısı için açık bir kapı bıraksa da, son toplantıda alınan sinyaller ile birlikte faiz artışlarına ara verilmesi ihtimali baz senaryo haline gelmiş durumda. Temmuz ayı toplantısında güvercin yönde ayrıışan ECB’ye yönelik öngörülerin de benzer bir noktada olduğunu söylemek mümkün.

Temmuz ayında PMI verileri başta olmak üzere beklentilerin altında kalan bazı veriler olası bir resesyona yönelik tartışmaları canlı tuttu ancak IMF’nin global ekonomilere ilişkin 2023 yılı büyüme beklentisini yukarı yönlü güncellemesi, Fed’in bu yıl ABD ekonomisinde artık resesyona beklemediğini açıklaması ve Çin hükümetinin ekonomik aktiviteyi canlandırmak adına ek mali destekler sunacağına dair artan öngörüler resesyona tahminlerinin zayıflamasını sağladı. Enflasyon cephesinde ise ABD başta olmak üzere küresel çapta enflasyonda bir süreden bu yana izlenen normalleşme eğiliminin korunduğu izlendi, ABD’de TÜFE geçtiğimiz ayda %3 seviyesine geri çekildi.

Diğer yandan, bir süreden bu yana tansiyonun düşük olduğu Rusya-Ukrayna savaşında tahıl koridoru anlaşmasının zaman aşımına uğraması ve sonrasında Rusya’nın Ukrayna’da bazı tahıl ambarları ve limanlara saldırılar düzenlemesi ile jeopolitik riskler yükseldi. Ancak büyük resimde batı ülkeleri ve Rusya arasında yeni bir gerginlik ve ek yaptırım tehditlerinin yokluğunda jeopolitik risklerdeki yükselişin şimdilik piyasaları rahatsız edecek bir boyuta ulaşmadığı görüldü. Temmuz ayındaki bu gelişmeler sonrasında buğday ve ayçiçek yağı fiyatlarında yukarı yönlü hareketler izlense de, bu yöndeki hareketlerin kalıcı olmadığı görüldü.

Uluslararası piyasalardaki fiyatlamalara baktığımızda ABD’de beklentilerin üzerinde gerileyen enflasyon ve Fed’e yönelik güvercin beklentiler eşliğinde ABD Doları’nda sert bir değer kaybı yaşansa da, sonrasında kayıpların bir kısmı geri alındı. EUR/USD ay içerisinde 1.1275’e kadar yükseldikten sonra yeniden 1.1000 sınırının altına kayd. ABD tahvil faizlerinde geçtiğimiz iki ayda görülen ılımlı yukarı yönlü görünüm Temmuz ayında da devam etti, 10 yıllık tahvil faizi %4 sınırını test etti. Emtiada son bir yılı aşkın bir süredir izlenen aşağı yönlü seyir sonrasında Temmuz ayı daha dengeli bir tonda geçerken, petrol fiyatlarında %10’u aşan bir toparlanma dikkat çekti. Değeri metallerde ise ılımlı bir yükseliş hakimdi. Küresel risk iştahı sene başından bu yana olduğu gibi iyimser bir tonda kalmaya devam etti, global hisse senedi piyasalarındaki yükseliş Temmuz ayında da korundu. MSCI Dünya Endeksi geçtiğimiz ayda %3’ün üzerinde değer kazandı, gelişmekte olan ülke borsalarında da yukarı yönlü hareketler dikkat çekti.

## Küresel enflasyon normalleşmeye devam ediyor

Global ölçekte Temmuz ayında açıklanan veriler genel görüntüde birkaç aydan bu yana izlediğimiz trendler olan küresel ekonomik aktivitede momentum kaybını ve enflasyonda normalleşme eğilimini destekler nitelikte gerçekleşti. Ay içerisinde özellikle de Temmuz ayı öncü PMI verilerindeki zayıf sonuçlar ile birlikte resesyon tartışmaları canlı kalmaya devam etse de, Çin hükümetinin ekonomiyi canlandırmak adına ek mali destekler sağlayabileceğine dair açıklamaları ve IMF'nin yayınladığı Dünya Ekonomik Görünüm Raporu'nda 2023 yılı küresel büyüme tahminini %2.8'den %3 düzeyine güncellemesi ile bu yöndeki endişelerin şimdilik görece ılımlı bir tonda kaldığını söylemek mümkün.

**IMF küresel ekonomik aktivitede yaşanan yavaşlamada gelişmiş ülke merkez bankalarının bir süreden bu yana gerçekleştirdiği agresif faiz artışlarının etkili olduğunu kaydetti.** Güncel durumda gelişmiş ülke merkez bankaları her ne kadar üçüncü çeyrek itibarı ile büyük ölçekte faiz artışlarına artık ara verecek olsa da, geçtiğimiz aylarda bu yönde atılan adımların gecikmeli sıkılaştırıcı etkisi ile önümüzdeki aylarda da aktivite üzerindeki baskının bir süre daha devam ettiğini görebiliriz. Ancak küresel çapta artık içinde bulunduğumuz faiz artış döngüsünün sonuna geldiğimizden, söz konusu durumun yarattığı baskının kademeli şekilde etkisini yitirmesini bekleriz. Mayıs ayında ABD'de küçük ve orta ölçekli bankalarda yaşanan sorunlar ve First Republic Bank'ın iflasının kredi büyümesini doğrudan olumsuz yönde etkilemesi önderliğinde ABD'de ekonomik aktivitedeki momentum kaybının hızlanması riski bulunmaktaydı. Ancak güncel duruma baktığımızda birkaç ay önce olumsuz yönde beklenen etkinin görece sınırlı kaldığını, bu durumun yılın ikinci yarısına ilişkin daha iyimser bir tabloya işaret ettiği belirtilebilir.

Diğer yandan, Temmuz ayı PMI verilerinde özellikle de bu sene pozitif yönde ayrıışan hizmet sektöründe beklentilerin altında kalan veriler küresel ekonomik aktivitenin bir süre daha zayıf bir tonda kalabileceğine işaret etmekte. **ABD, Euro Bölgesi, İngiltere ve Japonya'nın olduğu G4 ülkelerinde hizmet sektörünün**

### Euro Bölgesi'nde hizmet PMI sene başındaki güçlü toparlanma sonrasında Mayıs ayından bu yana zayıflayarak daralma sınırı olan 50'ye yaklaşmış durumda



Kaynak: Tradingeconomics

geçtiğimiz ayda Şubat ayından bu yana en düşük hızda büyüdüğü izlendi, Euro Bölgesi ve İngiltere’de hizmet PMI daralma sınırı olan 50 seviyesine yaklaştı. İmalat sektöründe hali hazırda kayda değer ölçekte bir toparlanmanın beklenmediği bir ortamda hizmet tarafındaki zayıflığın devam etmesi olası bir resesyona yönelik önemli bir sinyal olarak takip edilebilir. Önümüzdeki ayki hizmet sektörüne ilişkin verileri bu gözle takip ediyor olacağız.

**Enflasyon cephesinde ise bir süreden bu yana izlenen normalleşmenin devam ettiğini söylemek mümkün.** Son verilere baktığımızda ABD’de TÜFE yıllık bazda %3, Euro Bölgesi’nde ise %5.5 seviyesine gerilerken, şu ana kadar olumsuz yönde ayrışan İngiltere enflasyonu da geçtiğimiz aydaki %7.9’lık sonuç ile artık çift haneli seviyelere kalıcı olarak veda edildiğini ortaya koydu. Güncel durumda büyük resimde önümüzdeki aylarda da bu eğilimin devam edebileceğini düşünüyoruz. Enerji başta olmak üzere emtia fiyatlarında son haftalarda ılımlı bir toparlanma yaşansa da, genel olarak zayıf seyrin hala devam etmesi, yeni jeopolitik riskler ve arz yönlü şokların yokluğunda tedarik zincirleri üzerindeki stresin pandemi krizi öncesindeki seviyelerin bile altına inmesi, ileriye dönük enflasyon beklentilerinin kontrol altında kalmaya devam etmesi ve baz etkisinin bu yöndeki beklentimizi desteklediğini düşünüyoruz. ABD ve Euro Bölgesi başta olmak üzere ücretlerdeki artış eğiliminin korunması yakından takip edilmesi gereken bir risk unsuru olsa da, bu durumun büyük resimde geniş çaplı bir etkisinin olmasını beklemiyoruz. Son olarak, hizmet sektöründe yaşanan güçlü toparlanmanın birkaç aydan bu yana güç kaybediyor olması da hizmet tarafından gelebilecek enflasyonist etkinin azalacağına işaret ettiği görüşündeyiz.

Ancak, özellikle ABD’de bir süreden bu yana enflasyonda yaşanan hızlı normalleşme sonrasında orta vadede aşağı yönlü momentumun artık zayıflamaya başlama riskinin bulunduğunu, enflasyonda yapışkanlık riskinin de her geçen gün arttığını not etmek isteriz. Enflasyonun denge bulmaya başlayacağı seviye hem gelişmiş ülke merkez bankalarının para politikaları hem de küresel piyasaların yönü adına belirleyici olacak.

### G7 ülkelerinde yıllık bazda enflasyon (turuncu yüksek, mavi düşük enflasyonu göstermektedir)

Twelve-month percentage changes

Country	Canada	France	Germany	Italy	Japan	UK	US
Dec 21	4.8	2.8	4.9	3.9	0.8	5.4	7.0
Jan 22	5.1	2.9	4.2	4.8	0.5	5.5	7.5
Feb 22	5.7	3.6	4.3	5.7	0.9	6.2	7.9
Mar 22	6.7	4.5	5.9	6.5	1.2	7.0	8.5
Apr 22	6.8	4.8	6.3	6.0	2.4	9.0	8.3
May 22	7.7	5.2	7.0	6.8	2.4	9.1	8.6
Jun 22	8.1	5.8	6.7	8.0	2.3	9.4	9.1
Jul 22	7.6	6.1	6.7	7.9	2.6	10.1	8.5
Aug 22	7.0	5.9	7.0	8.4	3.0	9.9	8.3
Sep 22	6.9	5.6	8.6	8.9	3.0	10.1	8.2
Oct 22	6.9	6.2	8.8	11.8	3.8	11.1	7.8
Nov 22	6.8	6.2	8.8	11.8	3.8	10.7	7.1
Dec 22	6.3	5.9	8.1	11.6	4.0	10.5	6.5
Jan 23	5.9	6.0	8.7	10.0	4.4	10.1	6.4
Feb 23	5.3	6.3	8.7	9.2	3.3	10.4	6.0
Mar 23	4.3	5.7	7.4	7.6	3.3	10.1	5.0
Apr 23	4.4	5.9	7.2	8.2	3.6	8.7	4.9
May 23	3.4	5.1	6.1	7.6	3.2	8.7	4.1
Jun 23	2.8	4.5	6.4	6.4	3.3	8.0	3.0

High inflation

Low inflation/deflation

Source: Refinitiv Datastream / Fathom Consult

## Gelişmiş ülke merkez bankaları faiz artışlarına ara vermeye hazırlanıyor

Fed başta olmak üzere gelişmiş ülke merkez bankaları faiz artış patikasında ilerlemeye devam etse de, küresel çapta normalleşmeye devam eden enflasyon ve ekonomik aktivitede görülen momentum kaybı sonrasında üçüncü çeyrek itibarı ile faiz artışlarına ya ara verilmeye başlandığı ya da bu yöndeki ihtimalleri açık tutan sözlü yönlendirmelerin yapıldığı izlendi. Fed, ECB ve Kanada Merkez Bankası(BoC) Temmuz ayında 25 baz puanlık faiz artışlarına gitmeyi tercih ederken, Yeni Zelanda Merkez Bankası(RBNZ) geçtiğimiz ayki toplantıda faiz artışlarına ara vererek Ekim 2021'den bu yana politika faizini ilk kez sabit tuttu. ECB'nin ise faiz artışlarına ara verilebileceğine dair sinyalleri ile Temmuz ayı toplantısı oldukça güvercin bir havada geçti. Gelişmiş ülke merkez bankalarından gelen güvercin sinyaller ile birlikte gelişmekte olan merkez bankaları da faiz artışlarına büyük oranda ara vermiş durumda. Temmuz ayı kararlarına baktığımızda Endonezya, Güney Kore ve Macaristan gibi bazı gelişmekte olan merkez bankaları politika faizlerini sabit tutma kararı aldı.

Fed Başkanı Powell Temmuz ayı kararında Eylül ayı toplantısında olası bir faiz artış senaryosuna açık kapı bıraksa da, para politikasındaki yaklaşımın toplantıdan toplantıya göre değişeceği vurgusu ve güncel durumdaki politikanın hali hazırda sıkılaştırıcı bir konumda olduğunu teyit etmesi sonrasında, enflasyondaki normalleşme eğiliminin de devam etmesi ile birlikte 20 Eylül toplantısında faiz artışlarına artık kalıcı şekilde ara verilebileceğini düşünüyoruz.

ECB cephesinde ise Lagarde'ın geçtiğimiz toplantıdaki faiz artışlarına ara vermeyi düşünmediklerine dair ifadesini yinelemekten kaçınması, açıklama metninde faiz artışlarının devam edilme ihtimalini azaltan değişiklik ve verilere bağlı şekilde toplantıdan toplantıya göre değişebilecek bir yaklaşım vurgusu ile 14 Eylül tarihli kararda faiz artışlarına ara verilme ihtimalinin kayda değer ölçekte arttığını değerlendiriyoruz.

### G20 ülkeleri politika faizlerinin gidişatı (Ağustos 2022 - Temmuz 2023)

	Aug 22	Sep 22	Oct 22	Nov 22	Dec 22	Jan 23	Feb 23	Mar 23	Apr 23	May 23	Jun 23	Jul 23
Argentina	69.50	75.00	75.00	75.00	75.00	75.00	75.00	78.00	91.00	97.00	97.00	97.00
Australia	2.35	2.60	2.85	3.10	3.10	3.35	3.60	3.60	3.85	4.10	4.10	4.10
Brazil	13.25	13.75	13.75	13.75	13.75	13.75	13.75	13.75	13.75	13.75	13.75	13.75
Canada	2.50	3.25	3.75	3.75	4.25	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.75	5.00
China	3.65	3.65	3.65	3.65	3.65	3.65	3.65	3.65	3.65	3.65	3.55	3.55
Euro Zone	1.25	1.25	2.00	2.50	2.50	3.00	3.50	3.50	3.75	4.00	4.00	4.25
France	1.25	1.25	2.00	2.50	2.50	3.00	3.50	3.50	3.75	4.00	4.00	4.25
Germany	1.25	1.25	2.00	2.50	2.50	3.00	3.50	3.50	3.75	4.00	4.00	4.25
India	4.90	5.40	5.90	5.90	5.90	6.25	6.25	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50
Indonesia	3.75	4.25	4.75	5.25	5.50	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75
Italy	1.25	1.25	4.25	4.25	4.25	4.25	4.25	4.25	4.25	4.25	4.25	4.25
Japan	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
Mexico	7.75	8.50	9.25	9.25	10.00	10.50	10.50	11.00	11.25	11.25	11.25	11.25
Russia	8.00	7.50	7.50	7.50	7.50	7.50	7.50	7.50	7.50	7.50	7.50	8.50
Saudi Arabia	3.00	3.75	3.75	4.50	5.00	5.00	5.25	5.50	5.50	5.75	5.75	6.00
South Africa	5.50	6.25	6.25	7.00	7.00	7.25	7.25	7.75	7.75	8.25	8.25	8.25
South Korea	2.50	2.50	3.00	3.25	3.25	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50
Turkey	13.00	12.00	10.50	9.00	9.00	9.00	8.50	8.50	8.50	8.50	15.00	17.50
UK	1.25	1.75	2.25	2.25	3.00	3.50	3.50	4.00	4.25	4.25	4.50	5.00
US	2.50	3.25	3.25	4.00	4.50	4.50	4.75	5.00	5.00	5.25	5.25	5.50

■ Highest policy rate

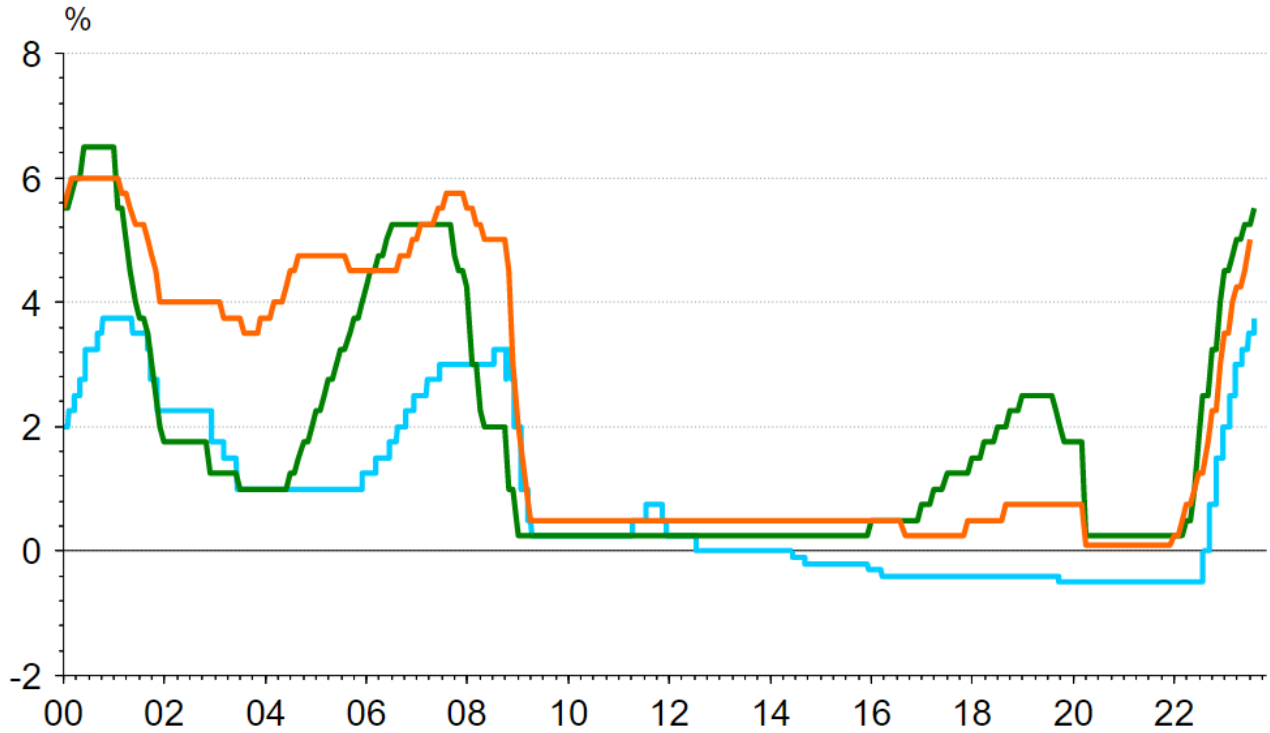
■ Lowest policy rate

Source: Refinitiv Datastream / Fathom Consulting

Temmuz ayı merkez bankaları toplantılarındaki bir sürprizin de Japonya Merkez Bankası(BOJ)'ndan geldiği söylenebilir. Yeni BOJ Başkanı Ueda birkaç ay önce göreve geldiğinden bu yana para politikasındaki gevşek duruşta bir değişiklik yapılmayacağına işaret eden açıklamalarda bulunsa da, BOJ sürpriz bir şekilde getiri eğrisi kontrolü politikasında artık daha esnek bir yapıya geçiş yaptığını duyurarak para politikasında normalleşme yönündeki adımların devam edebileceğine dair güçlü bir sinyal verdi. 22 Eylül toplantısında olmasa da, yıl sonuna kadar olan süre zarfında getiri eğrisi kontrolü politikası dahilinde 10 yıllık tahvil faizinde uygulanan üst sınırın yükseltilmesi gibi bir değişim başta olmak üzere normalleşme yönünde adımın atılabileceğini değerlendirmekteyiz. Ancak önemli bir not olarak, geçtiğimiz yıl Aralık ayında bu yöndeki bir adım sonrasında BOJ'a yönelik şahin beklentilerin öne çekildiğini, ancak merkez bankasının yedi ay boyunca bu yönde bir sinyal vermediğini de not ediyor, para politikasına yönelik sürprizlerin her iki yönlü de olabileceğini göz önünde bulunduruyoruz.

**3Ç23 Strateji Raporu'muzda da değindiğimiz üzere üçüncü çeyrekte gelişmiş ülke merkez bankalarının kademeli şekilde faiz artışlarına ara vermesini, sonrasında ise politika faizlerinin yıl sonuna kadar olan süre zarfında tepe noktalarında sabit kalarak yüksek faiz ortamının bir süre daha devam edebileceğini düşünüyoruz. Olası faiz indirim senaryosunun şimdilik en erken önümüzdeki yılın ilk çeyreğine kaydığını değerlendirmek ile birlikte, sene başından bu yana olduğu gibi bu yıl söz konusu adımlar için uygun bir ortam oluşmayacağını düşünmeyi sürdürüyoruz.**

**Gelişmiş ülke merkez bankaları faiz artışlarına devam ediyor (Yeşil renk Fed politika faizi %5.25-5.5, turuncu BOE politika faizi %5, mavi ECB mevduat faizi %3.75)**

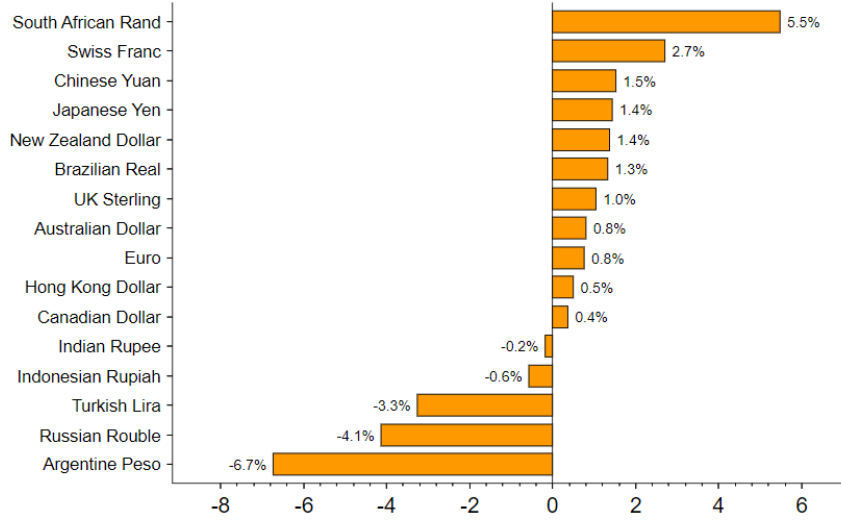


Kaynak: Refinitiv

## Piyasa beklentilerimiz

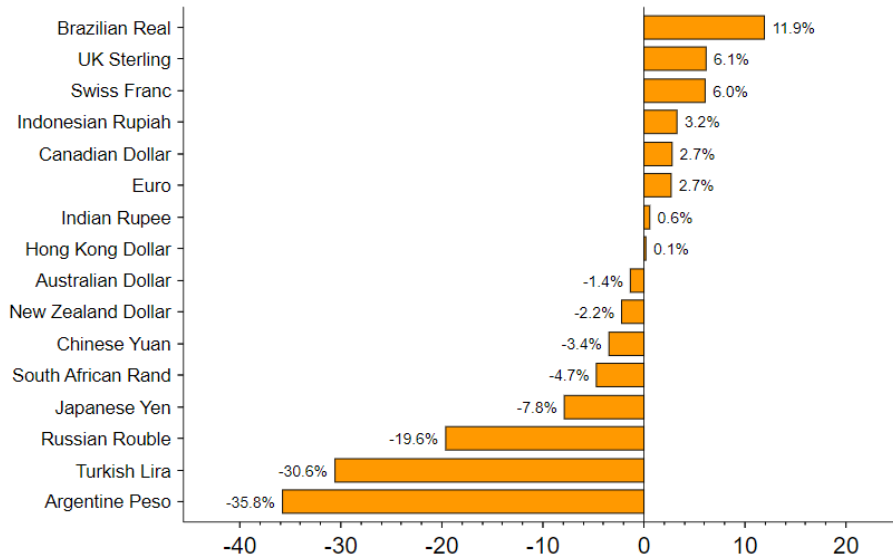
Uluslararası döviz piyasalarında ABD Doları Temmuz ayının ilk yarısında zayıf bir performans sergilerken, ayın ikinci yarısında kayıplarının bir bölümünü geri aldı. EUR/USD 1.1275, GBP/USD ise 1.3142 seviyelerini test ettikten sonra sırası ile 1.1000 ve 1.2800 sınırlarının altına kaydı. BOJ Temmuz ayı faiz kararı sonrasında zayıf bir görüntü ön plana çıksa da, Japon Yeni ay genelinde pozitif bir performans sergiledi. Ancak sene başından bu yana olan performanslara baktığımızda BOJ cephesinde normalleşme beklentilerinin ötelenmesi ile yen bu yıl ABD Doları'na karşı en çok değer kaybeden gelişmiş ülke para birimi olurken, derin resesyona öngörülerinin aksine güçlü bir performans sergileyen İngiltere ekonomisi ve şahin yönde ayrılan BOE ile birlikte pound güçlü bir performans sergilemeye devam etmekte.

### Gelişmiş ve gelişmekte olan ülke para birimlerinin Temmuz ayında ABD Doları'na karşı performansı



Source: Refinitiv Datastream / Fathom Consulting

### Gelişmiş ve gelişmekte olan ülke para birimlerinin yılbaşından bu yana ABD Doları'na karşı performansı



Source: Refinitiv Datastream / Fathom Consulting

## Döviz piyasaları

Temmuz ayının ikinci yarısı ile birlikte, özellikle de ECB'den güvercin yönde bir sürpriz görülmesi sonrasında Dolar Endeksi yükselişe geçse de, 3Ç23 Strateji Raporu'muzda da değindiğimiz üzere yılın ikinci yarısında Fed'e yönelik şahin risklerin sınırlı olmasına, global ekonomilerde derin bir resesyondan ziyade yumuşak iniş senaryosuna, bunun yanında küresel risk iştahının da iyimser bir tonda kalabileceğine dair beklentimiz ile endeksteki yukarı yönlü hareketlerin 103-103.50 bölgesi ile sınırlı kalabileceğini düşünüyoruz. 3Ç23 Strateji Raporu'muzda EUR/USD'de belirlediğimiz yılın ikinci yarısında 1.1400'teki hedefimizde bir değişiklik olmasa da, ECB'nin tahminlerden daha erken bir noktada faiz artışlarına ara vermesine yönelik risklerin artması ile bu hedefe doğru yaşanabilecek yükseliş bir miktar ötelenmiş, ölçeği de bir seviyede azalmış olabilir.

**Bu beklentilerimiz paralelinde EUR/USD'de kısa vadede aşağı yönlü risklerin bir süre daha devam edebileceğini düşünüyoruz, ancak büyük resimdeki öngörülerimize istinaden bu yöndeki hareketlerin aşırı bir noktaya ulaşmasını beklemiyoruz.** Ağustos ayında olası geri çekilmelerde 1.0835-1.0845 bölgesini bir dip adayı ve önemli bir destek olarak takip edecek olmak ile birlikte, bu ay 1.0800 sınırının altında bir fiyatlama beklemiyoruz. Böyle bir fiyatlama dinamiğinde ay içerisindeki opsiyon işlemlerinde EUR/USD'de yaşanabilecek geri çekilmelerde kademeli şekilde euro put opsiyonu satışlarını değerlendiriyor olacağız. EUR/USD'de şimdilik yukarı yönlü sert bir hareket beklememek ile birlikte, bu yöndeki hareketlerde Temmuz ayı zirvesi olan 1.1275 güçlü bir direnç olarak karşımıza çıkabilir. Bu seviyenin bir süre zirve olarak kalabileceğini

### Dolar Endeksi



Kaynak: Tradingview

### EUR/USD



Kaynak: Tradingview

düşünüyor, olası yükselişlerde kısa vadede şimdilik bu üst sınırın yukarı yönlü aşılmasını beklemiyoruz.

İngiltere ekonomisinin beklentileri aşan performansı ve BOE'e yönelik şahin beklentiler ile pound bu yıl güçlü bir performans sergilemiş olsa da, söz konusu gelişmelere yönelik iyimserliğin artık bir ölçüde fiyatlandığını, enflasyondaki normalleşme eğilimi ve ekonomik aktivitede son verilerde izlenen momentum kaybı ile BOE'ye yönelik güvercin risklerin arttığı görüşündeyiz. **Bu tabloda poundun yılın ikinci yarısında ilk yarıya kıyasla daha zayıf bir görüntü çizebileceğini düşünmek ile birlikte, teknik tarafta 1.2750 altında 2023 yılı boyunca izlenen yükseliş trendinden artık çıkılması halinde aşağı yönlü risklerin kayda değer ölçekte artmaya başlayabileceğini düşünüyoruz.** Ancak ABD Doları'nda kalıcı bir değer kazancı beklemediğimizden dolayı GBP/USD'deki aşağı yönlü hareketlerin görece sınırlı bir ölçekte kalabileceğini değerlendiriyoruz.

Poundun yılbaşından bu yana pozitif ayrışması GBP/USD'deki yükseliş ile beraber EUR/GBP'de de aşağı yönlü bir görünümün ön plana çıkmasına neden olurken, bu fiyatlama dinamiğinde Haziran ayından bu

yana artık daha dengeli bir görüntünün olduğunu söylemek mümkün. BOE cephesinde ECB'ye benzer olarak güvercin bir yaklaşımın korunması halinde EUR/GBP'de 0.8500-0.8525 bölgesi içinde bulunduğumuz düşüş trendinde bir dip olarak karşımıza çıkabilir. **Genel görüntüde poundun artık kademeli şekilde güç kaybetmeye başlayabileceğine yönelik beklentimiz önderliğinde EUR/GBP'de de ılımlı bir toparlanma yaşanabileceğini düşünüyoruz.** Bu yöndeki hareketlerde ilk hedef olarak Temmuz ayı zirvesi olan 0.8700 direnci belirlenebilir.

Japonya Merkez Bankası(BOJ) Temmuz ayında getiri eğrisi kontrolü politikasında daha esnek bir yapıya geçiş yaptığını duyurmasına rağmen Japon Yeni'ndeki zayıf seyir devam etse de, Temmuz ayı yılbaşından bu yana olan süre zarfına kıyasla daha pozitif bir havada geçti. Yende kısa vadede güçlü bir değer kazancı dalgası görmek adına BOJ cephesinde normalleşmeye yönelik beklentilerin artması gerektiğini düşünmek ile birlikte, Temmuz ayı kararındaki adımın bu yönde bir senaryoya yönelik öncü bir adım olabileceğini değerlendiriyor ve bu durumun yendeki değer kaybı riskini bir ölçüde azalttığını düşünüyoruz. USD/JPY'de 145, EUR/JPY'de ise 158 seviyelerini önemli üst sınırlar olarak takip ediyor, olası yukarı yönlü hareketlerde bu dirençlerin kayda değer ölçekte aşılma ihtimalini zayıf görüyoruz. Ağustos ayının genelinde ise geçtiğimiz ayda olduğu gibi toparlanma eğiliminde olan bir yen beklentisi içerisindeyiz.

## Tahvil piyasaları

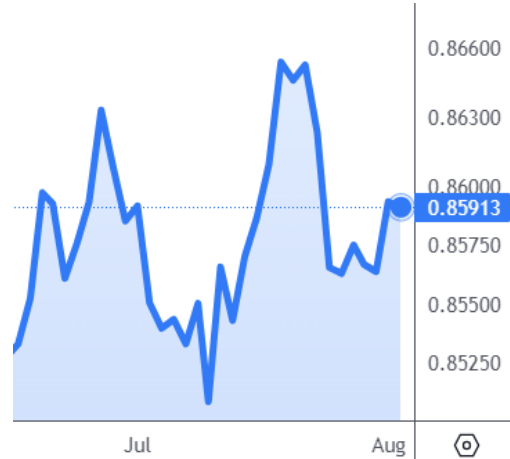
ABD enflasyonundaki normalleşme eğiliminin devam etmesine ve Fed'in faiz artışlarına ara verebileceğine dair sinyallere rağmen ABD tahvil faizlerindeki yukarı yönlü görünümün korunduğu izlenmekte. Temmuz ayında 2 yıllık getiri %5, 10 yıllık faiz ise %4 ve yakın çevresinde işlem görürken, Fed'e yönelik faiz indirim beklentilerinin 2024 yılında bir noktaya ötelenmesi ve kısa vadede bu yönde bir adım beklenmemesi faizlerin bir süre daha yüksek bir seviyede kalmasına neden olabilir. Ancak Fed cephesinde faiz artış döngüsünün artık sonuna gelmiş olunması, enflasyonda da yukarı yönlü olası bir sıçrama ihtimalinin düşük bir seviyede seyretmesi ile faizlerdeki yukarı yönlü risklerini sınırlı olduğunu düşünüyoruz. Önümüzdeki aylarda ise ılımlı yönde geri çekilmeler yönündeki beklentimizi şimdilik korumaya devam etmekteyiz.

## GBP/USD



Kaynak: Tradingview

## EUR/GBP



Kaynak: Tradingview

## USD/JPY



Kaynak: Tradingview



Küresel risk iştahındaki iyimser seyrin devam etmesi ile gelişmekte olan ülke CDS'lerinde Temmuz ayında ılımlı ölçekte aşağı yönlü hareketler izlendi. Uluslararası piyasalardaki bu olumlu havaya ek olarak yurt içinde dış politikada verilen pozitif mesajlar ile para ve ekonomi politikasında normalleşme yönündeki adımlar ile birlikte geçtiğimiz yıl yaz aylarında 900 sınırını aşan Türkiye 5 yıllık CDS 373 seviyesine kadar geri çekildi, eurobond fiyatlarında yükselişler izlendi. Kısa vadede bu fiyatlama dinamiğinin bir süre daha devam edebileceğini ve Türkiye 5 yıllık CDS'teki dengeli görüntünün korunabileceğini değerlendirmek ile birlikte, bu yöndeki hareketlerin orta vadede kalıcı olmaktan zorlanabileceğini düşünmekteyiz. Bu piyasa görüşümüze istinaden kısa-orta vadeli alım-satım işlemlerinde temkinli olunması gerektiği görüşündeyiz. Uzun vadeli bir bakış açısına sahip olan yatırımcıların ise döviz cinsinden kupon getirisi elde etmek adına portföylerinde belirli oranlarda eurobond bulundurabileceğini değerlendiriyoruz.

## Emtia piyasaları

Emtia piyasasında bir yılı aşkın bir süredir izlenen aşağı yönlü hareketlere rağmen Temmuz ayında önceki aylara kıyasla daha dengeli bir fiyatlama karşımıza çıkmaya başlarken, bu durumda petrol fiyatlarında %15'i aşan yükseliş etkili oldu. Bloomberg Endüstriyel Metaller Endeksi 5 ay sonra ilk kez aylık bazda yükseliş kaydederek emtia varlık sınıfındaki toparlanma görünümüne olumlu yönde katkıda bulundu. Tahıl koridoru anlaşmasının sona ermesi ile birlikte ay içerisinde buğday ve bitkisel yağ fiyatlarında yükselişler yaşansa da, bu yöndeki hareketlerin sınırlı kalması sonrasında gıda fiyatlarında yatay bir görüntü ön plandaydı. Bu gelişmeler ile birlikte teknik görünüme baktığımızda ise Bloomberg Emtia Endeksi'nin %5'in üzerinde bir yükseliş ile bir yılı aşkın bir süredir etkili olan düşüş trendini artık aştığı gözlemlendi.

Kısa vadede yukarı yönlü güçlü bir ralliye yönelik bir beklentimiz olmasa da, gerek enerji fiyatlarındaki toparlanma gerekse küresel ekonomilerde yumuşak iniş senaryosuna yönelik beklentimiz önderliğinde, teknik görünümdeki kırılımların da önemli bir sinyal üretmesi ile emtia varlık sınıfının önümüzdeki aylarda yılın ilk yarısına kıyasla daha dengeli bir tonda işlem görmesini, fiyatlarda ılımlı bir toparlanma yaşanmasını bekliyoruz. **Bu piyasa görüşümüze istinaden portföylerde emtia varlık sınıfına dayalı yatırım fonlarına risk iştahına göre değişebilecek belirli oranlarda yer verilmeye başlanabileceği görüşündeyiz.**

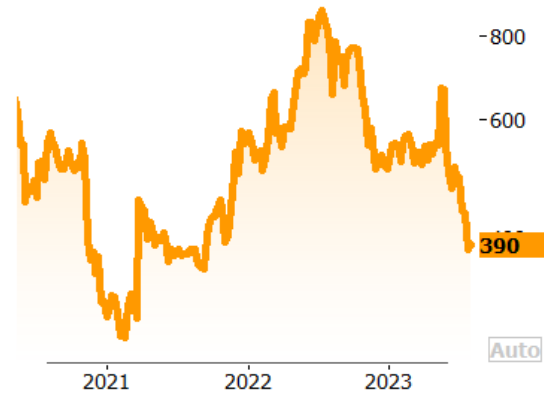
Değerli metallere ise bir süreden bu yana olduğu gibi iyimser bir bakış açısında kalmaya devam etmekteyiz. Yılın ikinci yarısında ABD Doları ve ABD tahvil faizlerinde aşağı yönlü bir görünüm önderliğinde ve resesyon tartışmalarının devam ettiği düşük büyüme ortamında ons altındaki geri çekilmelerin

## ABD 10 yıllık tahvil faizi



Kaynak: Tradingview

## Türkiye 5 yıllık CDS



Kaynak: Refinitiv

sınırlı bir ölçekte kalabileceğini, kısa vade bir süre daha satış baskısı ön plana çıkabilecek olsa da sonrasında yeniden ılımlı bir toparlanmanın yaşanabileceğini değerlendiriyoruz. Bu piyasa görüşümüze istinaden ons altındaki düşüşleri kademeli birer alış fırsatı olarak görmeye devam etmekteyiz. Teknik tarafta Ağustos ayında 1,900-1,925 dolar bölgesini önemli bir destek olarak izleyecek olmak ile birlikte olası yukarı yönlü hareketlerde 2,000 dolar kritik bir psikolojik sınır olarak karşımıza çıkmaya devam edebilir. Yıl sonuna kadar olan süre zarfında ise 2,081 dolar seviyesindeki tarihi zirvenin yukarı yönlü aşılma ihtimalinin bulunduğunu değerlendiriyoruz.



Kaynak: Tradingview

### Bloomberg Emtia Endeksi



Kaynak: Tradingview

## Temmuz ayı yurtdışı piyasalar günlüğü

Tarih	Açıklama	€/₺	£/₺
3 Temmuz	ABD ISM imalat endeksi 46 ile sekizinci ay üst üste büyüme sınırı olan 50'nin altında kalmaya devam ederek resesyona endişelerini canlı tuttu.	1.0909	1.2690
5 Temmuz	FOMC toplantı tutanaklarında yüksek enflasyon vurgusu ve faiz artışlarının devam edebileceğine dair sinyaller ile şahin bir yaklaşım ön plandaydı.	1.0853	1.2703
7 Temmuz	ABD tarım dışı istihdam 209 bin artış ile Aralık 2020'den bu yana en zayıf seviyede ve 15 ay sonra ilk kez beklentilerinde altında açıklandı.	1.0968	1.2837
10 Temmuz	New York Fed bir yıllık enflasyon beklentisi üçüncü ay üst üste düşüş ile yıllık bazda %3.8 seviyesine geri çekildi ve enflasyonda normalleşmenin devam edebileceğine işaret etti.	1.1000	1.2861
12 Temmuz	ABD TÜFE yıllık bazda %4 seviyesinden %3'e düşüş göstererek Nisan 2021'den bu yana(beklenti %3.1), çekirdek enflasyon ise %5.3'den %4.8'e gerileyerek(beklenti %5) Aralık 2021'den beri en düşük noktaya ulaştı.	1.1128	1.2988
17 Temmuz	Çin ekonomisinin 2Ç23'de yıllık bazda %7.3'lük beklentilerin altında %6.3 büyümesi küresel ekonomilerde olası bir resesyona yönelik endişeleri artırarak risk iştahı üzerinde baskı oluşturdu. Rusya tahıl koridoru anlaşmasından ayrıldığını açıkladı.	1.1231	1.3073
20 Temmuz	İngiltere'de Haziran ayı TÜFE yıllık bazda %8.2'den %7.9'a, çekirdek enflasyon %7.1'den %6.9 seviyesine düşüş gösterdi. Ağustos ayı BOE faiz kararında veri öncesinde baz beklenti olan 50 baz puanlık faiz artışı 25 baz puana geriledi.	1.1129	1.2867
24 Temmuz	Euro Bölgesi ve İngiltere'de hem imalat hem de hizmet PMI verilerinde beklentilerin altında kalan sonuçlar ekonomik aktivitedeki momentum kaybının tüm hızı ile devam ettiğini ortaya koydu. ABD tarafında hizmet PMI'da geri çekilme izlense de, imalat sektöründe yaşanan sürpriz iyileşme Euro Bölgesi ve İngiltere'ye kıyasla daha iyimser bir tabloya işaret etti.	1.1063	1.2823
25 Temmuz	IMF 2023 yılı global büyüme tahminini %2.8'den %3'e yükseltti	1.1048	1.2902
26 Temmuz	Fed beklentiler ile paralel olarak politika faizini 25 baz puanlık faiz artışı ile %5.25-5.50 aralığına yükseltti. Fed Başkanı Powell basın toplantısında dengeli bir tonda kalarak bir sonraki kararda faiz artışlarının devamı adına açık kapı bıraktı.	1.1085	1.2942
27 Temmuz	ECB Başkanı Lagarde basın toplantısında oldukça güvercin bir tonda kaldı ve Eylül ayında faiz artışlarına ara verilmesi senaryosuna açık bir kapı bıraktı.	1.0975	1.2796
28 Temmuz	ABD'de TÜFE ve ÜFE'den sonra PCE fiyat endeksinin de yıllık bazda %3.8'den %3'e gerilemesi ile enflasyondaki normalleşme eğiliminin devam ettiğine dair bir diğer kanıt olarak takip edildi.	1.1013	1.2847

*Uğur Orhon, CMT*

**Stratejist**

*ugur.orhon@burganyatirim.com.tr*

**Burgan Yatırım Menkul Değerler A.Ş.**

#### **UYARI NOTU**

Bu raporda yer alan bilgiler Burgan Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (“Burgan Yatırım”) tarafından genel bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Burada yer alan bilgi, yorum ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde, kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır.

Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir, herhangi bir yatırım aracının alım ya da satımı için öneri niteliğinde yorumlanmamalıdır. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak mali durumunuz, risk ve getiri beklentileriniz ile uyumlu olmayan yatırım kararları vermeniz beklentilerinize uygun olmayan sonuçlar doğurabilir. Burada yapılan analizlere dayanarak yapılan yatırımlar zararla da sonuçlanabilir. Bu rapora dayanarak yapılan herhangi bir yatırımın sonucu Müşteri’ye aittir.

Bu sonuçlardan dolayı Burgan Yatırım ve çalışanları hiçbir sorumluluk üstlenmemektedir. Bu raporda yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olmakla birlikte kesinlikleri ve doğrulukları garanti edilmemektedir. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmamasından, kullanılan kaynaklardaki hata ve eksik bilgilerden dolayı doğabilecek zararlar konusunda Burgan Yatırım ve çalışanları herhangi bir sorumluluk kabul etmez. Raporda yer alan bilgiler Burgan Yatırım’ın yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere ile paylaşılamaz.