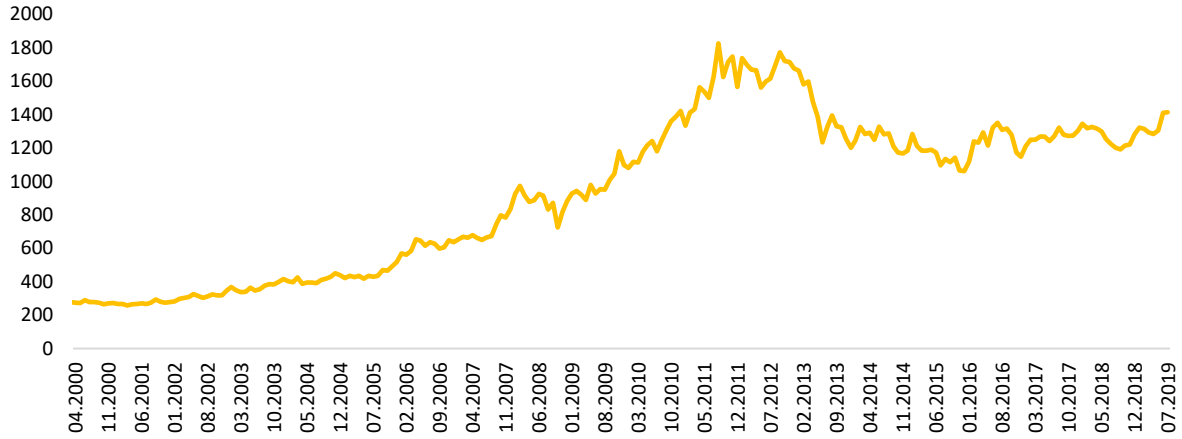
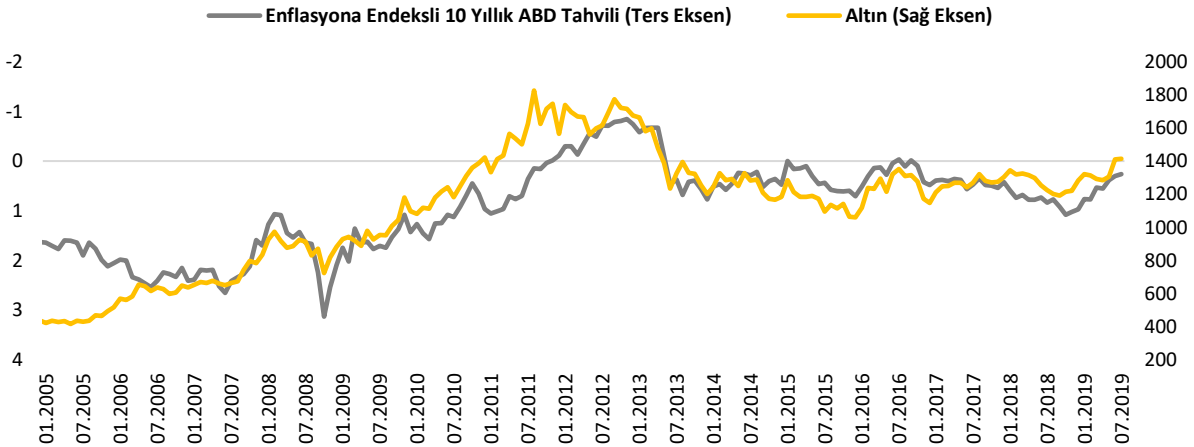


**Altın Yükselmeye Devam Eder Mi?**

Son dönemde hızla yükselen altın fiyatları ve uluslararası tanınırlığa sahip yatırımcıların altın alım tavsiyesi vermesi altını son günlerin en çok konuşulan yatırım aracı haline getirdi. Aslında yılbaşında piyasalardaki genel kanı altının son yıllarda izlediği yatay hareketini devam ettireceği yönündeydi. Ancak artan ticaret savaşı gerilimi, yılbaşında faiz artırması beklenen ABD Merkez Bankası (Fed)'nin Temmuz ayında faiz indirimine gitmesi, Avrupa Merkez Bankası (ECB)'nin de yılbaşındaki beklentilerden farklı olarak faiz artırımına ilişkin bir sinyal vermemesi, hatta yeni faiz indirimi sinyali vermesi piyasalarda altına güvenli liman algısıyla alım getirdi. VakıfBank Ekonomik Araştırmalar olarak 5 Şubat'ta yayınladığımız haftalık raporumuzda bu yılın altın yılı olabileceğini değerlendirmiştik. Hem altının yeniden çok konuşulmaya başlanması hem de altında 5 Şubat'ta belirttiğimiz seviyelerin kırılmış olması nedeniyle yeni bir değerlendirme yapılmasının gerekli olduğunu düşünüyoruz. Bu haftaki raporumuzda altındaki son gelişmeleri ve önümüzdeki dönem beklentilerini ele alacağız.

**Altın (Dolar/ons)**

Kaynak: Bloomberg

**Altın Fiyatları Neden Yükseliyor?****1. Gelişmiş ülke merkez bankalarının faiz oranlarının sıfır ya da eksi seviyelerde olması**

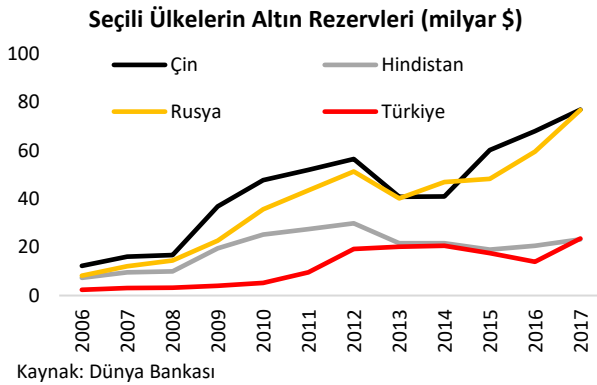
Kaynak: Bloomberg

Gelişmiş ülke merkez bankalarının uyguladıkları genişleyici para politikaları düşen reel faiz oranları nedeniyle altına olan ilgiyi artırıyor. Yukarıdaki grafikte reel faizi gösteren enflasyona endekli ABD tahvil faizleri (TIPS) ile altın fiyatlarının ters ilişki içinde olduğunu görüyoruz. Son dönemde enflasyona endekli tahvil faizinde düşüş yaşanırken altın fiyatları aynı oranda artış gösteriyor. Küresel gelişmeler ve zayıf enflasyon sebebiyle Temmuz toplantısında faizleri 25 baz puan indiren Fed yetkilileri, faiz indirimini para politikasında agresif bir gevşeme döngüsünün başlangıcından çok bir yeniden ayarlama olarak gördüler. Fed Başkanı Powell, Jackson Hole’de yaptığı konuşmada “Genişlemeyi sürdürmeye uygun bir şekilde davranacağız.” ifadesini kullandı. Piyasalar, Fed’in bu yıl iki defa daha faiz indirimine gideceğini satın alıyor. Avrupa Merkez Bankası Temmuz toplantısında faiz değişikliğine gitmedi. Ancak politika dilini değiştirerek indirim sinyali verdi. ECB Başkanı Mario Draghi, politika toplantısının ardından açıklamalarda bulundu. “Önemli ölçüde parasal teşvik gerekiyor.” diyen ECB Başkanı faiz indirimlerine gidebilecekleri mesajını verdi. ECB Yönetim Kurulu üyesi Olli Rehn, ECB’nin Eylül toplantısında yeni bir teşvik paketinin açıklanacağını duyurdu. ECB’nin teşvik paketinin yanı sıra hali hazırda negatif olan faiz oranlarında indirime gitmesi bekleniyor. Uzun süredir negatif faiz uygulayan Japonya Merkez Bankası (BoJ)’nin hali hazırdaki duruşunu bir süre daha devam ettireceği hatta ekonomide yeni riskler görmesi durumunda faiz indirimi de dahil olmak üzere yeni tedbirler uygulamaya koyacağına kesin gözle bakılıyor. Dünyada faiz oranlarının negatif seviyelere geçtiği bir ortamda, para politikasının etkinliğini giderek kaybetmesi, merkez bankalarının kredibilitesindeki düşüş ve maliye politikalarına yönelmesi altın fiyatlarını yukarı yönlü destekleyen faktörler olarak karşımıza çıkıyor.

## 2. Ticaret savaşları ve resesyon tehlikesindeki artış

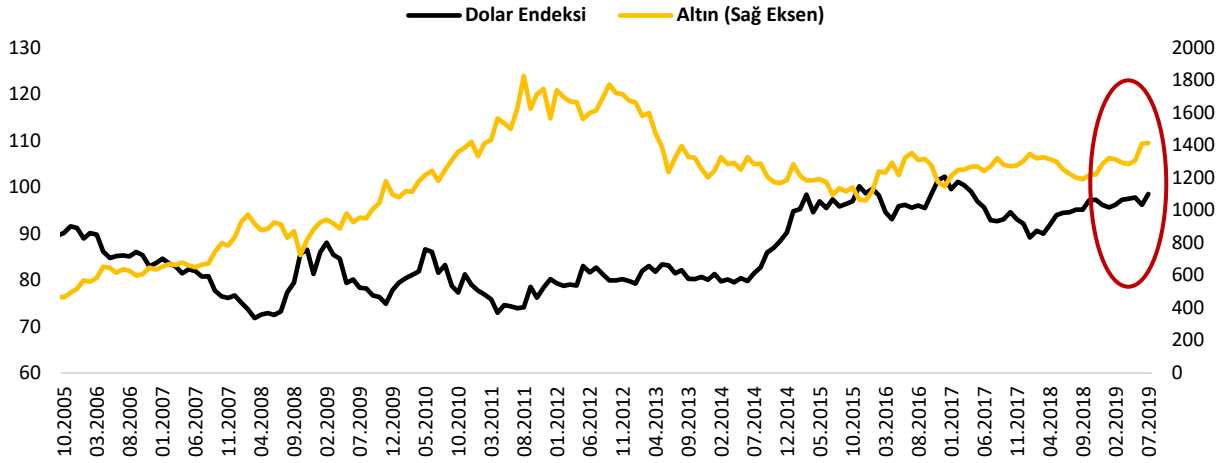
Altında son dönemde yaşanan yükselişin temel sebebi küresel ekonomide risk algısının artması ve riskten kaçışla altına gelen güvenli liman alımları. ABD ile Çin arasındaki ticaret savaşı endişeleri risk algısının artmasında belirleyici rol oynuyor. Ticaret savaşı endişeleri beraberinde küresel ekonomide yavaşlama endişesini de getiriyor. Küresel ekonomideki yavaşlama endişeleri de risk algısını artıran diğer önemli sebep. Almanya’da büyümenin yavaşlaması ve resesyon riski, Çin’de yavaşlayan büyüme, İtalya’da siyasi kriz, İngiltere’nin Avrupa Birliği’nden çıkışının (Brexit) piyasalarda yarattığı belirsizlik ve gelişmiş ülke merkez bankalarının uyguladığı genişleyici para politikaları güvenli liman olan altını destekliyor.

## 3. Rezerv para olarak ABD para biriminin sorgulanmaya başlanması



ABD’nin son dönemde uyguladığı korumacı politikalar ve liberal ekonomi politikalarını terk etmeye başlaması, rezerv para olarak ABD dolarının tutulmasının da sorgulanmaya başlanmasına, dolara alternatif para birimleri arayışına girilmesine yol açtı. Hatta dijital para birimlerinin rezerv para olarak kullanılabilmesi önerileri gelmeye başladı. Ancak yeni bir alternatif bulunana kadar altın değer saklama aracı olarak ön plana çıkıyor. Son dönemde özellikle gelişmekte olan ülke merkez bankalarının altın rezervlerini artırması da bunu gösteriyor.

## Dolar ve Altın Fiyatları Arasındaki Negatif İlişkinin Son Dönemde Pozitif Döndüğü Görülüyor.

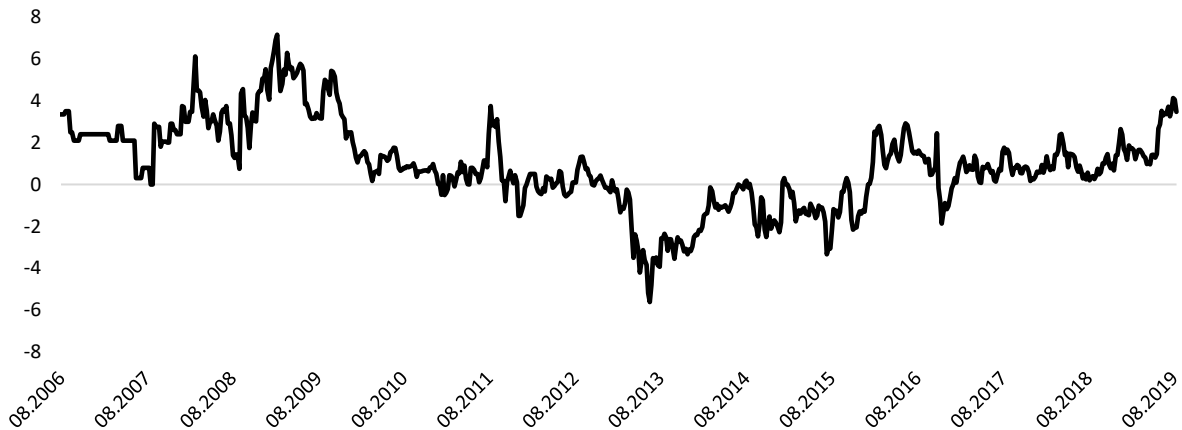


Genel olarak altın fiyatları ve dolar arasında ters bir ilişki var. Kısaca dünyada dolar değer kazandığı zaman altın fiyatlarında geri çekilme meydana gelir. Ancak son dönemde grafikte de görüleceği üzere dolar değer kazanırken altın da değer kazandı. Söz konusu farklılaşmanın temel sebebi ticaret savaşları, jeopolitik gerilimler ve doların faiz indirimine rağmen hala pozitif getiri veriyorken, diğer gelişmiş ülkelerin negatif getiri vermesi dolar endeksinde değer kazanımı sağlarken altın da bu ortamda paralel şekilde değer kazandı. Halihazırda bahsettiğimiz tüm faktörlerin önümüzdeki dönemde de kalıcı olduğunu düşündüğümüzden doların gidişatından bağımsız yukarı yönlü hareketinin devam edeceğinin bir işareti olarak görüyoruz.

### Önümüzdeki Dönemde Altın Fiyatları Nasıl Bir Seyir İzleyebilir?

Altın fiyatları yukarıda bahsettiğimiz gelişmeler sonucu Mayıs ayında yükselmeye başladı ve 1,350 dolar/ons seviyesini kırdı. Geçen hafta Çin'in ABD ürünlerine ek vergi getirdiğini açıklaması ve karşılığında ABD tarafından cevap verilmesiyle altın bu hafta başında 1,550 dolar/ons seviyelerine yaklaştı. [5 Şubat 2019 tarihli raporumuzda](#) altının 1,350 dolar/ons seviyesinin üzerinde kalması halinde yukarı yönlü en önemli direnç seviyesinin 1,585 dolar/ons olacağını belirtmiştik. Bu seviyeye çok yakın olmamızdan dolayı altının önümüzdeki dönemde nasıl bir yön izleyeceğine ilişkin yeni bir tahminde bulunmak faydalı olacaktır.

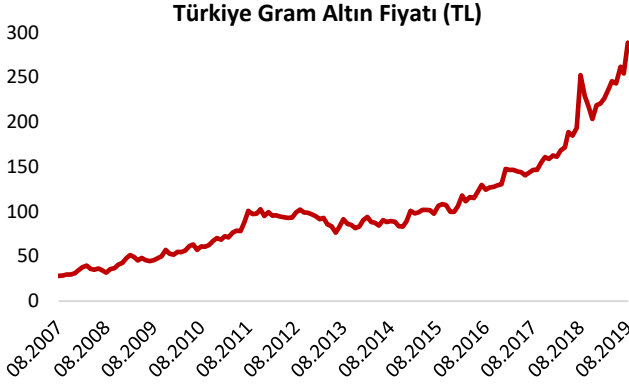
### Altın Alım Satım Opsiyonları Arasındaki Volatilite Farkı (3 Aylık)



Kaynak: Bloomberg



Bir finansal göstergenin değerini uzun vadede temel faktörler belirlerken, kısa vadede ise anlık haberler finansal göstergenin değerinde temel faktörlerin tersine harekete yol açabilir. Ancak trendin belirlenmesinde temel faktörlerin belirleyici olduğunun unutulmaması gerektiğini hatırlatalım. Bu bağlamda altın açısından; gelişmiş ülkelerde genişleyici para politikaları ve faizlerin negatif seviyelerde olması, ticaret savaşları ve resesyon endişeleri ile ABD dolarının rezerv para birimi olduğunun sorgulanması uzun vadede altının trendini belirleyen temel faktörler olarak karşımıza çıkıyor. Temel faktörler ise altında trendin yukarı yönlü olduğunu gösteriyor. Ancak altında kısa vadede çok sert yukarı yönlü bir hareket yaşanmış olması nedeniyle bir miktar düzeltme görülebilir. Önümüzdeki günlerde özellikle ticaret savaşlarına ilişkin gelebilecek olumlu haberlerle altın 1,470 dolar/ons hatta 1,380 dolar/ons seviyelerine kadar geri çekilebilir. Altının alım ve satım opsiyonları arasındaki volatilité farkını gösteren (risk reversal) yukarıdaki grafik altında son dönemdeki yükselişle beraber altın satış opsiyonlarının alım opsiyonlarına göre çok daha yükseldiğini, bir başka ifade ile yatırımcıların altındaki son dönemdeki sert yükselişe karşı kendilerini korumaya aldıklarını gösteriyor. Söz konusu durum, piyasada yakın dönemde bir düzeltme olacağı beklentisinin olduğunu gösteriyor. Öte yandan temel faktörler göz önüne alındığında altının önümüzdeki dönemde yeniden yönünü yukarı çevireceğini ve 2011 yılında test ettiği rekor yüksek seviye olan 1,911 dolar/ons seviyesini test edeceğini düşünüyoruz. Rezerv parayla ilgili sorgulamaların arttığı, ABD dolarına alternatif arayışların olduğu bir ortamda küresel ekonomideki belirsizliklerin sürmesinin de etkisiyle altına olan talebin devam edeceğini, 1,600 dolar/onsun üzerindeki kalıcı hareketlerde 1,725 dolar/ons ve 1,911 dolar/ons seviyesinin kırılması halinde yeni hedef seviyenin 2,650 dolar/ons olacağını düşünüyoruz.



Kaynak: Matriks

Türkiye’de ise altın fiyatları gram cinsinden fiyatlanıyor ve TL olarak işlem görüyor. Bu nedenle Türkiye’de altın fiyatlarının seyrinde USD/TL kurunun hareketi de belirleyici oluyor. Türkiye’de gram altın fiyatı bu hafta başında, geçen yıl kur şokunun yaşandığı Ağustos ayında gördüğü 280 TL seviyesinin üzerine çıktı. Söz konusu artışta USD/TL kurundaki hareket değil, altın fiyatlarının küresel piyasalardaki yükselişi etkili oldu. Gram altın fiyatlarının tahmininde hem altının ons fiyatının hem de USD/TL kurunun aynı anda tahmin edilmesi gerekmele

birlikte sadece uluslararası altın fiyatlarındaki hareketi göz önünde bulundurarak tahmin yaptığımızda, önümüzdeki dönemde gram altın fiyatlarında yükseliş devam edebilir. Bu bağlamda gram altın fiyatlarında hedef seviye ilk etapta 386 TL, bu seviyenin aşılması durumunda ise 420 TL olabilir. Geri çekilmelerde ise 260 TL’nin çok altına inmeyebilir.

Sonuç olarak, dünyada yeni bir döneme giriliyor. Sovyetler Birliği’nin dağılmasının ardından tek güç olarak kabul edilen ABD’nin son dönemde uyguladığı korumacı dış ticaret politikaları, eskiden dünyada liberalizmin yayılması için politika üreten bir ülkeyken liberal politikalarından vazgeçmeye başlaması, buna karşın Çin, Hindistan, Rusya gibi yeni bölgesel güçlerin ortaya çıkması dünya ekonomilerinde belirsizliklere yol açarken altına olan talebi de destekliyor. Dünyada tutulan rezervlerin %60’nının ABD doları cinsi varlıklardan oluşmasına karşın ABD ekonomisinin dünya ekonomisi içinde sadece %24’lük bir paya sahip olması dolar dışında yeni saklama araçları arayışına gidilmesine yol açıyor. Rezerv para ile ilgili sorgulamaların arttığı, ABD dolarına alternatif arayışların olduğu bir ortamda küresel ekonomideki belirsizliklerin sürmesinin de etkisiyle altına olan talep devam edecektir. Ancak son olarak belirtmek gerekirse, altına olan söz konusu talep, altının 1970 yılı öncesinde olduğu gibi rezerv para statüsüne döneceği anlamına gelmiyor. Bunun temel sebebi dünya ekonomilerinin hali hazırda gelmiş olduğu parasal büyüklüğün altın rezervine bağlı parasal sisteme geri dönüşü imkânsız kılması. Yeni dönemde ABD dolarına alternatif bulunana kadar bir diğer ifade ile yeni bir rezerv sistemine geçene kadar geçici bir süreyle belirsizliklerden korunma amacıyla altına olan talep devam edecektir.

### Haftalık Veri Takvimi (26 – 30 Ağustos 2019)

Tarih	Ülke	Açıklanacak Veri	Önceki	Beklenti	
26.08.2019	Türkiye	Reel Kesim Güven Endeksi (Ağustos)	98.3	102.5 (Açıklandı)	
		İmalat Sanayi Kapasite Kullanım Oranı (Ağustos)	%76.2	%76.6 (Açıklandı)	
	ABD	Dayanıklı Mal Siparişleri (Temmuz, öncül)	%1.9	%2.1 (Açıklandı)	
		Dallas Fed İmalat Endeksi (Ağustos)	-6.3	2.7 (Açıklandı)	
		Chicago Fed Aktivite Endeksi (Temmuz)	-0.02	-0.36 (Açıklandı)	
Almanya	IFO İş Dünyası Güven Endeksi (Ağustos)	95.7	94.3 (Açıklandı)		
27.08.2019	ABD	Tüketici Güven Endeksi (Ağustos)	135.7	129	
		Richmond Fed İmalat Endeksi (Ağustos)	-12	-4	
		S&P Case-Shiller Konut Fiyat Endeksi (Haziran, y-y)	%3.43	%3.3	
	Almanya	GSYH (2. çeyrek, öncül, y-y)	%0.0	-%0.1 (Açıklandı)	
	28.08.2019	Türkiye	Ekonomik Güven Endeksi (Ağustos)	80.7	--
Almanya		Tüketici Güven Endeksi (Eylül)	9.7	9.6	
29.08.2019	Türkiye	Dış Ticaret Dengesi (Temmuz)	-3.18 milyar TL	--	
		ABD	Bekleyen Konut Satışları (Temmuz, y-y)	-%0.6	%1.8
	GSYH (2. çeyrek, ikinci, y-y)		%2.1	%2	
	Kişisel Tüketim Harcamaları (2. çeyrek)		%4.3	%4.3	
	Çekirdek Kişisel Tük. Harcamaları (2. çeyrek)		%1.8	%1.8	
	Haftalık İşsizlik Başvuruları (Ağustos)		209 bin kişi	215 bin kişi	
	Öncü Mal Ticaret Dengesi (Temmuz)	-74.2 milyar \$	-74.6 milyar \$		
	Euro Bölgesi	Tüketici Güven Endeksi (Ağustos)	-7.1	-7.1	
		Almanya	TÜFE (Ağustos, öncül, y-y)	%1.7	%1.5
			İşsizlik Oranı (Ağustos)	%5	%5
	Fransa	GSYH (2. çeyrek, y-y)	%1.3	%1.3	
	Japonya	İşsizlik Oranı (Temmuz)	%2.3	%2.3	
			Sanayi Üretim Endeksi (Temmuz, öncül, y-y)	-%3.8	-%0.5
		30.08.2019	ABD	Chicago PMI (Ağustos)	44.4
	Michigan Üni. Tük. Güv. Endeksi (Ağustos)			92.1	92.3
Kişisel Gelirler (Temmuz)	%0.4			%0.3	
Kişisel Harcamalar (Temmuz)	%0.3			%0.5	
	Çekirdek Kişisel Tük. Harcamaları (Temmuz, y-y)		%1.6	%1.6	
Euro Bölgesi	İşsizlik Oranı (Temmuz)		%7.5	%7.5	
			TÜFE (Ağustos, öncül, y-y)	%1.1	%1
İtalya	GSYH (2. çeyrek, y-y)	%0.0	%0		