

2017 Global Görünüm

Okan ERTEM, FRM
okan.ertem@akyatirim.com.tr

2017 yılı global piyasalarda merakla beklenirken yatırımcılarda “çok zor bir yol olacak” mottosunun yeniden gündeme yerleştiğini görüyoruz. Teknolojik gelişmeler ve buna bağlı olarak finansal piyasalarda artan volatilité, yatırımcıların her sene daha zor bir piyasa ile karşılaşmasına neden olurken, ekonometrik modellerimiz ve kantitatif çalışmalarımızı temel alan analizler ile 2017 görünümünü netleştirmek amacıyla hazırladığımız çalışmayı sizlerle paylaşıyoruz.

ABD tahvilleri ve Genel Görünüm... 2017 birinci çeyreğinde ABD 10 Yıllık faiz oranlarının %2,2-%2,7 aralığına yerleşmesini ve yatay/aşağı yönlü bir seyir izleyebileceğini öngörüyoruz. Ancak Trump dönemi genişleyici maliye politikaları ve ABD’de olumlu seyreden enflasyon ve istihdam piyasası dinamiklerinin 2017 yıl sonunda ABD 10 yıllık tahvil faizi oranını %3-%3,5 aralığına çekebileceğini düşünüyoruz.

Altın (Ons)... ABD 10 yıl tahvil faizlerindeki beklentimiz ışığında ons altında 1090-1130 dolar aralığı alım için uygun olabilir. Ancak altında 2017 yılı genelinde (ilk çeyrek haricinde) olumlu bir seyir görülmeyebilir.

Euro/Dolar... 2016 yılında global ölçekte güçlü kalan dolar, ABD’de güçlü istihdam ve enflasyon görünümü ve genişleyici maliye politikalarının etkisiyle 2017 yılında da bu seyrini sürdürebilir. Ancak ABD 10 yıllık faiz oranlarında yılın ilk çeyreğinde görülebilecek yatay/hafif negatif seyir beklentimize paralel olarak değer kazanımında yavaşlama/yatay bir seyir izleyebiliriz. Euro tarafına bakıldığında, 2017 yılında Avrupa bölgesi hisse senetleri ve Euro için (ilk çeyrek haricinde) olumsuz görünümün devam edebileceğini düşünüyoruz. Bu doğrultuda Euro/Dolar paritesinde düşüş seyri, Euro bölgesinin 2017’de yoğun politik gündemine paralel olarak devam edebilir. 1,01-1,07 bandı ilk çeyrek için geçerli olabilecekken, 2017 yıl sonu için 0,95 beklentimizi koruyoruz.

Gelişmekte Olan Ülke Piyasaları... İlave getiri (carry) arayışındaki global tahvil yatırımcıları açısından düzenli olarak takip ettiğimiz göstergelerimiz ve büyüme değişkenlerine bakıldığında Hindistan ve Endonezya’nın dikkat çektiğini gözlemliyoruz. Endonezya’nın önümüzdeki sene %5,3, Hindistan’ın %7,8 reel büyüme oranlarına sahip olması beklenirken, diğer gelişmekte olan ülkelere göre belirgin büyüme farkını korudukları gözlemleniyor. Hisse senedi yatırımcıları için Türkiye’nin geçmiş değerlemeler ve diğer ülkeler ile karşılaştırıldığında cazip görünüme sahip olduğunu gözlemliyoruz.

Petrol (Brent)... Ekonometrik modeller ve vadeli piyasalarda yükselişin sınırlanabileceği sinyalleri gelmeye başlarken ilk çeyrekte yaşanabilecek bir düzeltme sonrasında 2017 yıl sonu için 60 dolar hedefimiz koruyoruz

Kurum tahmini/beklentisi	SON FİYAT	1Ç	2Ç	3Ç	4Ç
ABD 10 yıllık tahvil getirisi (%)	2,5485	2,30%	2,50%	2,80%	3,20%
Altın (Ons) Fiyatı /\$	1143	1200	1200	1150	1120
Euro/Dolar paritesi	1,05	1,08	1,05	1,00	0,95
MSCI EM GÖÜ hisse senedi endeksi	842,45	900	900	850	850
Petrol (Brent) Fiyatı / \$	55,15	60	55	57,5	60

ABD tahvilleri ve Genel Görünüm

Tüm varlık sınıfları ile yüksek korelasyonunu koruyan amiral gemisi ABD tahvillerinde 20 Ocak tarihinde göreve başlayacak olan Başkan Trump'ın politikaları erkenden fiyatlanırken, 2017 yılının ilk çeyreğinde faiz oranlarında bir miktar gevşeme, ancak Mart-Nisan aylarından itibaren yeni zirvelerin denenebileceği bir süreci öngörüyoruz. Burada;

- ABD 10 yıllık faiz oranları ile modellerin gösterdiği faizler arasındaki farkın 60 baz puan seviyesine ulaştığını (daha önce 2009 ve 2011'de bu fark aşılamadı) ve geçmişe bakıldığında bu noktadan itibaren faiz oranlarında bir miktar gevşeme görülme olasılığının arttığını,
- Vadeli piyasalarda (UST Bond Futures) yatırımcıların ABD tahvillerinde rekor miktarda "kısa" pozisyon aldıklarını ve bu durumun faiz oranlarında yükselişi zorlaştırdığı,
- FOMC üyelerinin yakın vadeli FED fonlama oranı ve OIS oranları arasındaki farkın 2013 yılından bu yana en düşük seviyede olduğunu gözlemliyoruz. Diğer bir deyişle, piyasa FED'i büyük ölçüde fiyatlamış durumda...

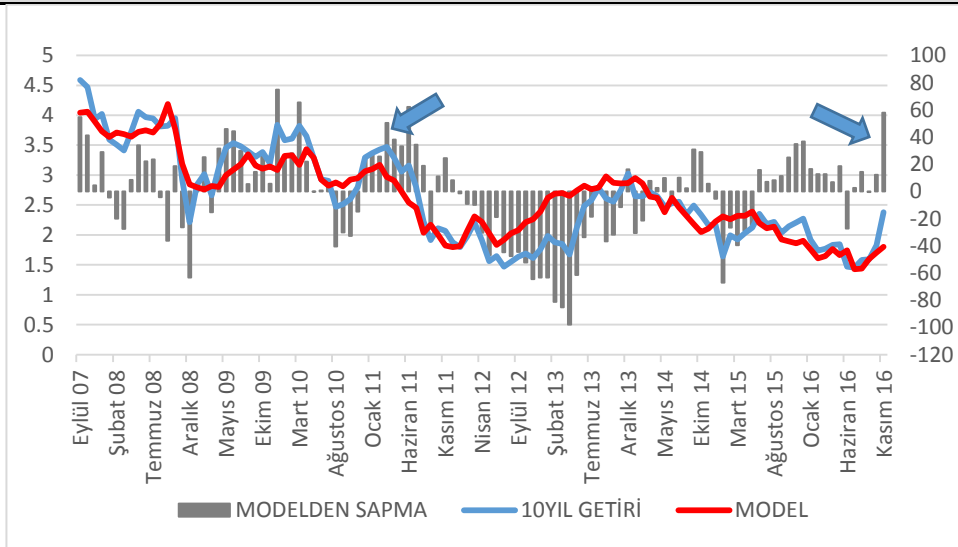
Görüşümüz...

Bu nedenle 1Ç 2017'de ABD 10 Yıllık faiz oranlarının %2,2-%2,7 aralığına yerleşmesini ve yatay/aşağı yönlü bir seyir izleyebileceğini öngörüyoruz. Ancak Trump dönemi genişleyici maliye politikaları ve ABD'de olumlu seyreden enflasyon ve istihdam piyasası dinamiklerinin 2017 yıl sonunda ABD 10 yıllık tahvil faizi oranını %3-%3,5 aralığına çekebileceğini düşünüyoruz.

ABD 10 yıllık tahvil getirileri ekonometrik modellerin gösterdiği değerlemelerden uzaklaşmış durumda... (Grafik 1)

ABD 10 yıl vadeli tahvil getirilerini açıklamaya çalışan ve ortalamaya geri dönen (mean-reverting) bir yapı izleyen ekonometrik modelimiz ile tahvil getirileri arasındaki fark 60 baz puanı aşmış durumda. 2009 yılında 80, 2011 yılında 65 baz puan fark açılmasını takiben ABD getirilerinde yeniden aşağı yönlü seyrin hakim olduğunu gözlemliyoruz. ABD enflasyon, istihdam dinamikleri ile İngiltere ve Almanya ekonomik göstergelerini içeren makro modelimiz (R-Sq %82) faiz oranlarında ilk çeyrekte bir miktar sakinleşme öngörüyor...

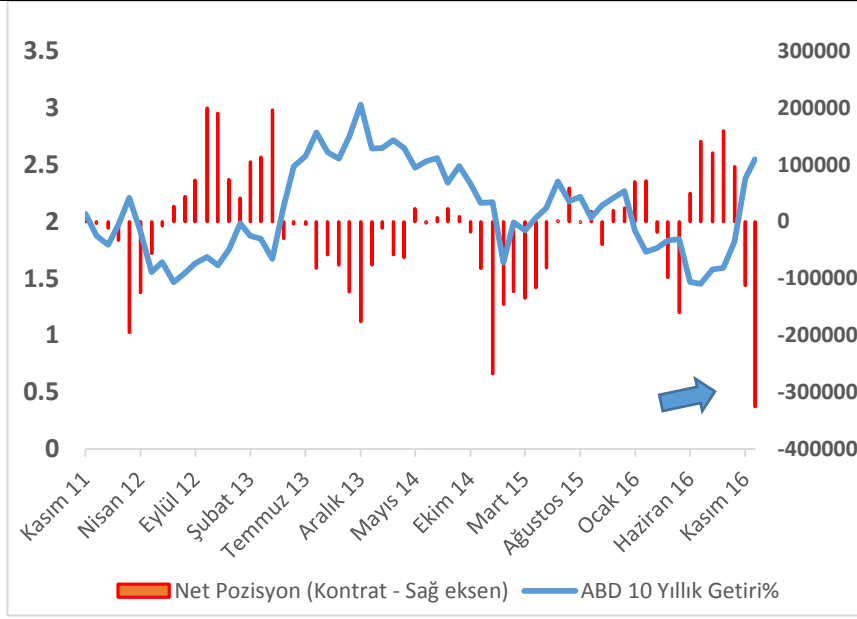
Grafik 1- ABD 10 yıllık faiz oranları ile modellerin gösterdiği faizler arasındaki fark tarihi yüksek seviyelere ulaştı, faizler bir miktar gevşeme gösterebilir...



Kaynak: Bloomberg, Ak Yatırım

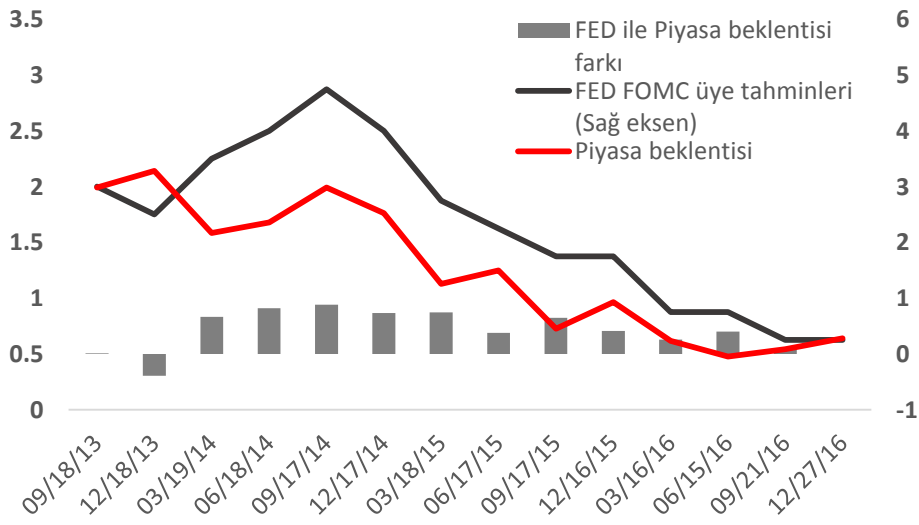
Vadeli piyasalara bakıldığında ABD tahvillerinde yatırımcıların spekülasyonları rekor seviyeye ulaştığını gözlemliyoruz. Burada yatırımcıların büyük bölümünün benzer bir pozisyonda konumlanması, karşıt bir bakış açısıyla ABD tahvil faizlerinde yükselişin sınırlı olabileceğini gösteriyor.

Grafik 2- Vadeli piyasalarda (UST Bond Futures) yatırımcıların ABD tahvillerinde rekor miktarda "kısa" pozisyon aldıklarını ve bu durumun faiz oranlarında yükselişi zorlaştırabileceğini düşünüyoruz...



Kaynak: Bloomberg, Ak Yatırım

Grafik 3- FOMC üyelerinin yakın vadeli FED fonlama oranı ve OIS oranları arasındaki farkın 2013 yılından bu yana en düşük seviyede olduğunu gözlemliyoruz. Diğer bir deyişle, piyasa FED'i büyük ölçüde fiyatlamış durumda...



Kaynak: Bloomberg, Ak Yatırım

ABD’de Trump politikaları ve yeni FED üyeleri gündeme gelebilir...

3 Ocak tarihinde toplanacak olan ve yeni üyelerden oluşacak ABD Kongresi, 20 Ocak tarihinde göreve başlayacak olan Başkan Trump, 1 Şubat tarihli FED toplantısı ve 16 Mart tarihli ABD borç tavanına ilişkin son düzenleme tarihi FED’in siyasi olarak yoğun bir gündemle karşı karşıya olduğunu gösteriyor. Kurumlar vergisi oranını %35’ten %15’e çekmek isteyen Trump, Çin ve Meksika ile olan dış ticaret faaliyetlerini sınırlamak istiyor. Kurumlar vergisi düzenlemelerinin etkisi çarpan etkisiyle, yıl içerisinde görülebilecekken, dış ticaret anlaşmalarına ilişkin düzenlemelerin uzun vadeli olarak değerlendirilmesi gerektiğini düşünüyoruz. **Bu nedenle kısa vadeli olarak yapılan vergi indirimlerinin genişletici etkisini, sıkılaştırıcı para politikası ile desteklemek isteyen Trump, “güvercin” görünümüne bir Fed’i engel olarak görülüyor. 2017 yılında FOMC toplantılarında oy kullanacak olan 4 yeni FOMC üyesinin, yerlerini aldıkları eski üyelere göre daha “güvercin” bir yapıda oldukları görülüyor. Bu nedenle Obama döneminde 2 eksik üye ile çalışan FOMC’ye 2 yeni üye atanması ve Trump’ın “şahinvari” görüşlü üyelerin seçilmesini desteklediği biliniyor.**

2017 yılında FOMC’de yeni bölge başkanları oy kullanıyor...

2016	2017
Sabit üyeler	
<i>YK üyeleri</i>	
Yellen (Nötr/Güvercin)	Yellen (Nötr/Güvercin)
Fischer (Nötr)	Fischer (Nötr)
Powell (Nötr/Güvercin)	Powell (Nötr/Güvercin)
Brainard (Güvercin)	Brainard (Güvercin)
Tarullo (Güvercin)	Tarullo (Güvercin)
<i>New York FED Başkanı</i>	
Dudley (Nötr)	Dudley (Nötr)
Değişecek üyeler (Fed bölge başkanları)	
Bullard (Güvercin)	Evans (Nötr/Güvercin)
George (Şahin)	Harker (Nötr/Şahin)
Mester (Şahin)	Kaplan (Nötr/Güvercin)
Rosengren (Şahin)	Kashkari (Nötr/Güvercin)

FOMC’de 2017 yılında görev olacak yeni bölge başkanlarının 2016’da oy hakkına sahip bölge başkanlarına göre daha “güvercin” (faiz artırımlarına karşı) bir yapıda olduklarını görüyoruz. 2017’de artacak enflasyonist baskıya rağmen, alınacak kararların “kademeli” faiz artırımını destekleyici nitelikte olması beklenebilir.

FOMC mevcut durumda 5 Yönetim kurulu üyesi, Fed New York Başkanı ve 4 bölge başkanından oluşuyor.

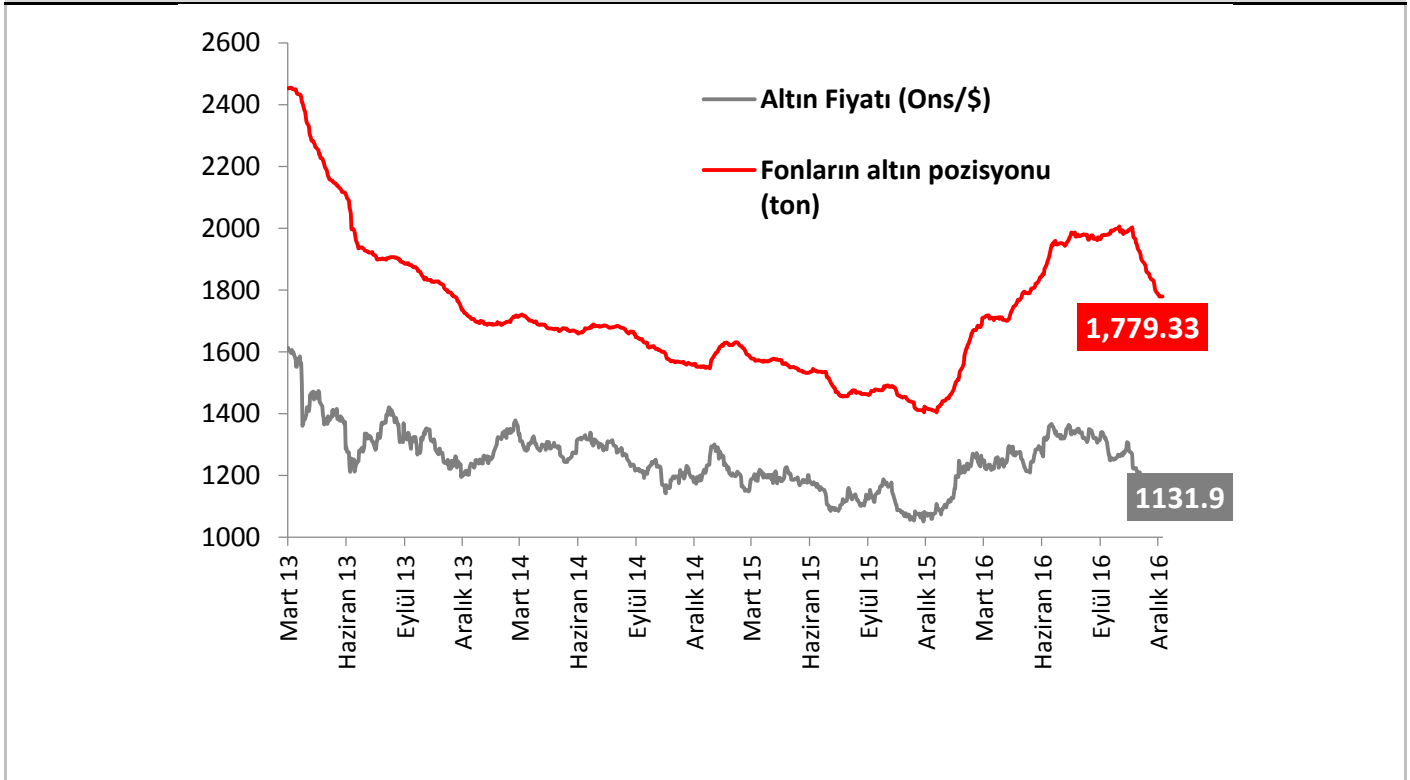
Altın (Ons)

ABD 10 yıl tahvil faizlerindeki beklentimiz ışığında ons altında 2017 yılının ilk çeyreğinde 1090-1130 dolar aralığı alım için uygun olabilir. Ancak altında 2017 yılı genelinde (ilk çeyrek haricinde) olumlu bir seyir görülmeyebilir. Burada;

- Vadeli piyasalarda (CFTC Futures) altın pozisyonu taşıyan yatırımcıların halen önemli miktarda uzun pozisyonda olmaları,
- Portföyünde altın bulunduran Borsa Yatırım fonlarının (ETF) altın pozisyonunun ABD seçimleri öncesindeki 2000 ton seviyesinden 1779 tona gerilemiş olması,
- ABD büyümesine paralel olarak reel faizlerde 2017 yılında yukarı yönlü isteğin devamı,
- Trump politikaları, enflasyonist baskı ve istihdam artışının Fed faiz artırımlarını Mayıs ayından itibaren tetikleyebileceği,

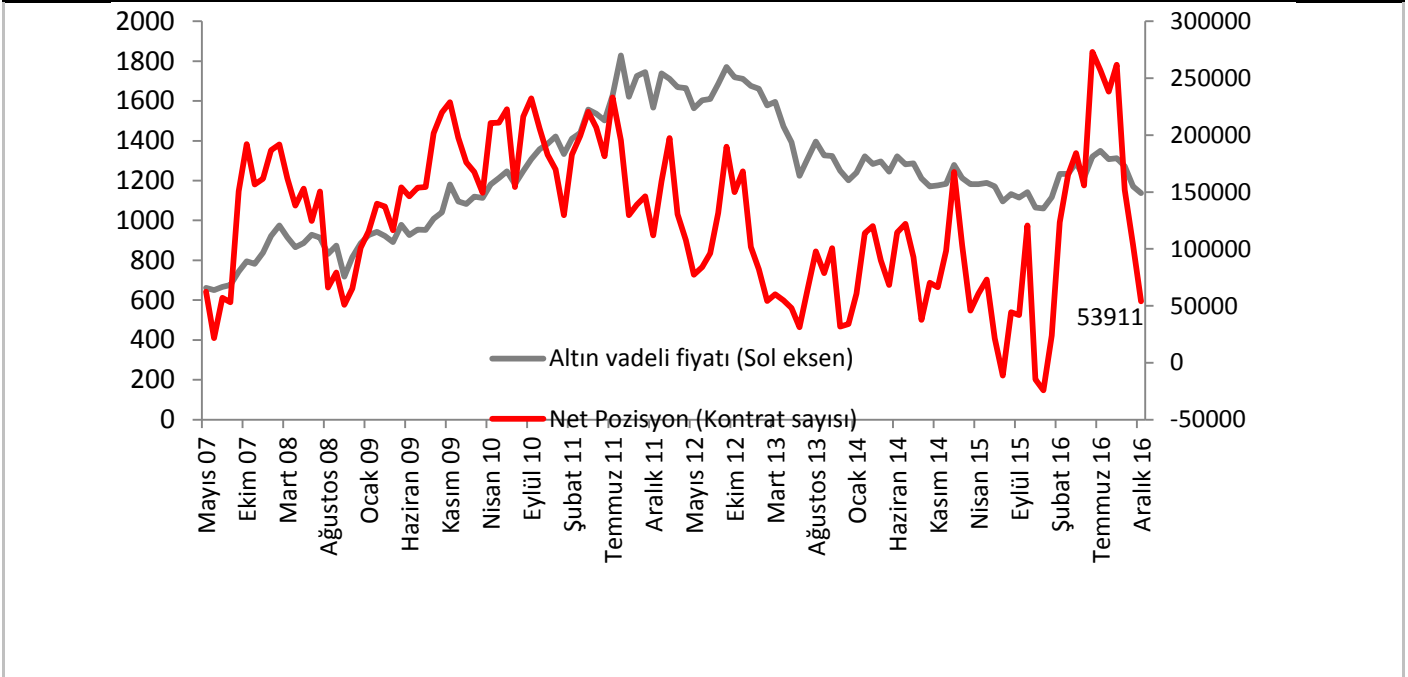
etkili olabilir.

Grafik 4- Global borsa yatırım fonları (ETF) ABD seçimlerinden bu yana ellerindeki altın pozisyonunu yaklaşık 220 ton azalttılar...



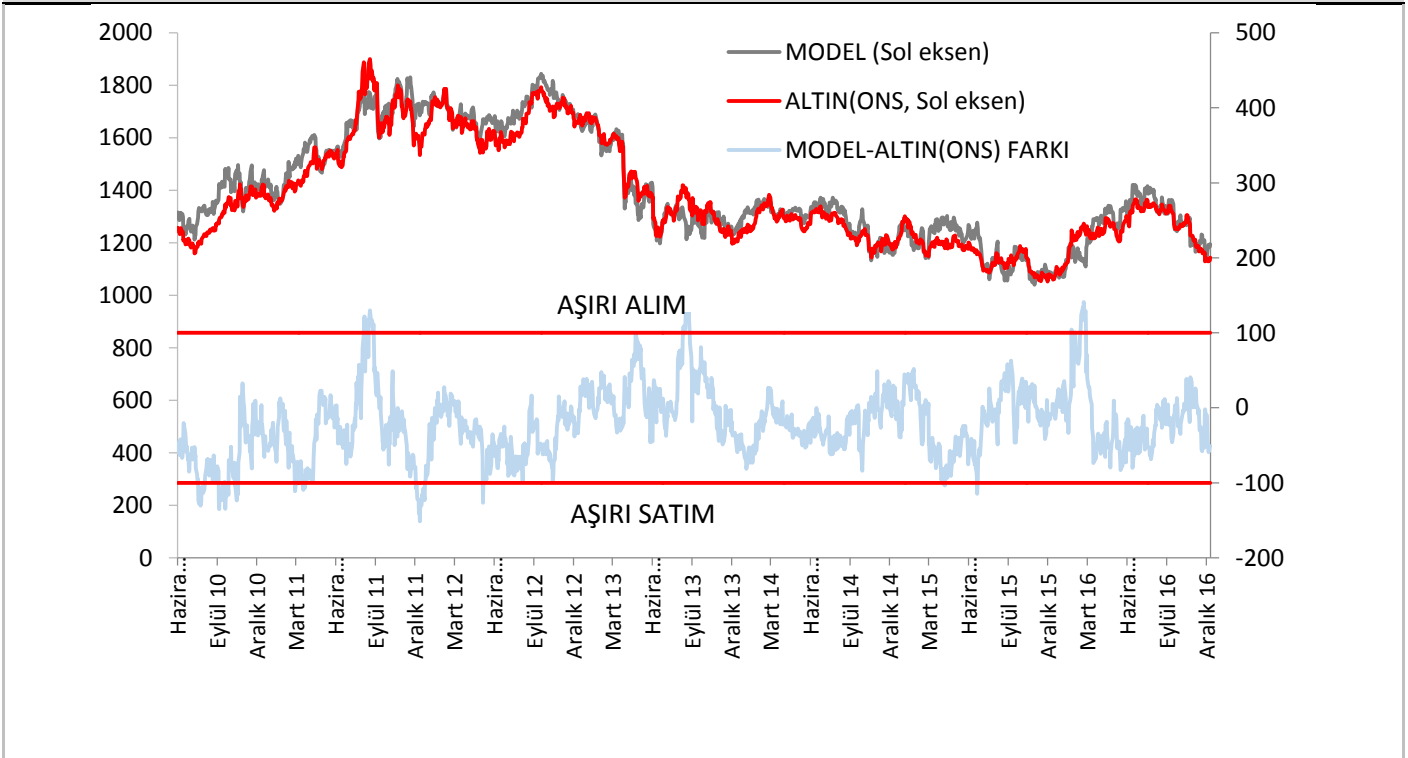
Kaynak: Bloomberg, Ak Yatırım

Grafik 5- Altın yatırımcılarının vadeli piyasalarda halen net spekülatif uzun pozisyon taşımaya devam ettiklerini görüyoruz...



Kaynak: Bloomberg, Ak Yatırım

Grafik 6- Ons altın değerlendirme modelimiz halen aşırı satım bölgesine ulaşmamış görünüyor. Bu durum ilk çeyrekte altında yükseliş beklentimiz ve 2017 yılının kalan döneminde yükselişin kalıcı olmaması görüşümüzü destekliyor...



Kaynak: Bloomberg, Ak Yatırım

Not: Modelde altın taşıma maliyetler, piyasa enflasyon beklentileri, ve global emtia endeksleri kullanılmıştır.

Dolar

2016 yılında global ölçekte güçlü kalan dolar, ABD’de güçlü istihdam ve enflasyon görünümü ve genişleyici maliye politikalarının etkisiyle 2017 yılında da bu seyrini sürdürebilir. Ancak ABD 10 yıllık faiz oranlarında yılın ilk çeyreğinde görülebilecek yatay/hafif negatif seyir beklentimize paralel olarak değer kazanımında yavaşlama/yatay bir seyir izleyebiliriz. Yılın geri kalan dönemine ABD faizlerindeki yükselişe paralel olarak dolarda değerlendirme devam edebilir. 2017 yılının bütününe bakıldığında;

- ABD’de Trump politikalarından bağımsız olarak istihdam ve enflasyonda olumlu seyrin belirginleşmesi,
- Euro-Dolar swap spread’lerde gözlemlenen hareketin dünya genelinde düşük dolar likiditesine işaret etmesi ve dolar arzındaki azalmanın dünya genelinde doları destekleyebileceği,

görülüyor.

Bu doğrultuda Euro/Dolar paritesinde düşüş seyri, Euro bölgesinin 2017’de yoğun politik gündemine paralel olarak bir miktar yavaşlayabilir. 1,01-1,07 bandı ilk çeyrek için geçerli olabilecekken, 2017 yıl sonu için 0,95 beklentimizi koruyoruz.

Euro

2017 yılında Avrupa bölgesi hisse senetleri ve Euro için (ilk çeyrek haricinde) olumsuz görünümün devam etmesi beklentimizi koruyoruz. Burada;

- Euro bölgesinde enflasyonist baskı ve büyüme sinyallerinin zayıf olması,
- Yıl boyunca yapılacak seçimler ve Brexit sürecinin başlayabilecek olması,
- Vadeli piyasalarda yatırımcıların Euro kısa pozisyonlarının halen rekor seviyeye ulaşmaması,

Etkili oluyor.

Takvime bakıldığında,

Mart ayında Hollanda Genel Seçimleri yapılıyor. İngiltere’nin AB’den ayrılmak üzere 50.maddeyi yürürlüğe koyması bekleniyor. Ancak daha önce konunun İngiltere parlamentosunda görüşülmesi gerekiyor.

23 Nisan 2017 - Fransa Başkanlık seçimi yapılıyor.

Haziran 2017 - Fransa Genel Seçimleri yapılıyor.

27 Ağustos – 22 Ekim 2017- Almanya Genel Seçimlerinin bu tarih aralığında yapılması planlanıyor.

Eylül 2017 – İspanya/Katalonya referandumu yapılıyor.

Gelişmekte Olan Ülke Piyasaları

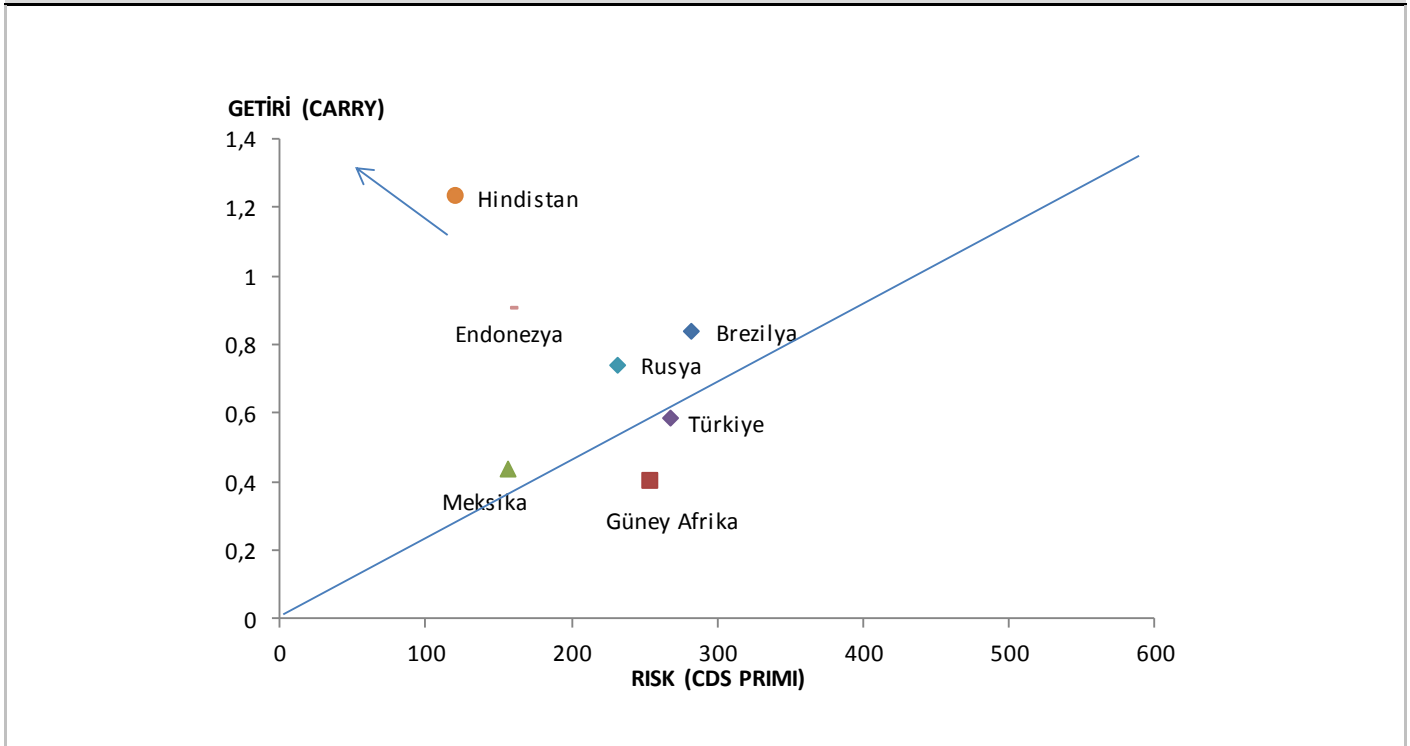
2016 yılında, artan enfasyonist baskı ve istihdam piyasasında hareketlenme sinyallerine paralel olarak 2017 yılında Fed faiz artırımlarının ivmelenebileceği beklentisi gelişmekte olan ülke hisse senetleri ve kurları açısından zorlu bir döneme işaret etse de, yılın ilk çeyreğinde ABD faiz oranlarında kısa süreli gevşeme senaryomuza paralel olarak gelişmekte olan ülke varlıkları için olumlu bir pencerenin açılabilirliğini öngörüyoruz. ABD faizlerinde beklediğimiz senaryonun gerçekleşmemesi durumunda bile Türkiye'nin de içinde bulunduğu gelişmekte olan ülke varlıklarının cazip değerlemelere sahip olduğunu gözlemliyoruz.

İlave getiri (carry) arayışındaki global tahvil yatırımcıları açısından düzenli olarak takip ettiğimiz göstergelerimize bakıldığında Hindistan, Endonezya ve Rusya'nın ön plana çıktığını, (Grafik 7)

Büyüme ve piyasa beklentileri açısından bakıldığında bu ülkelerden Endonezya ve Hindistan'ın dikkat çektiğini gözlemliyoruz. Endonezya'nın önümüzdeki sene %5,3, Hindistan'ın %7,8 reel büyüme oranlarına sahip olması beklenirken, diğer gelişmekte olan ülkelere göre belirgin büyüme farkını korudukları gözlemleniyor.

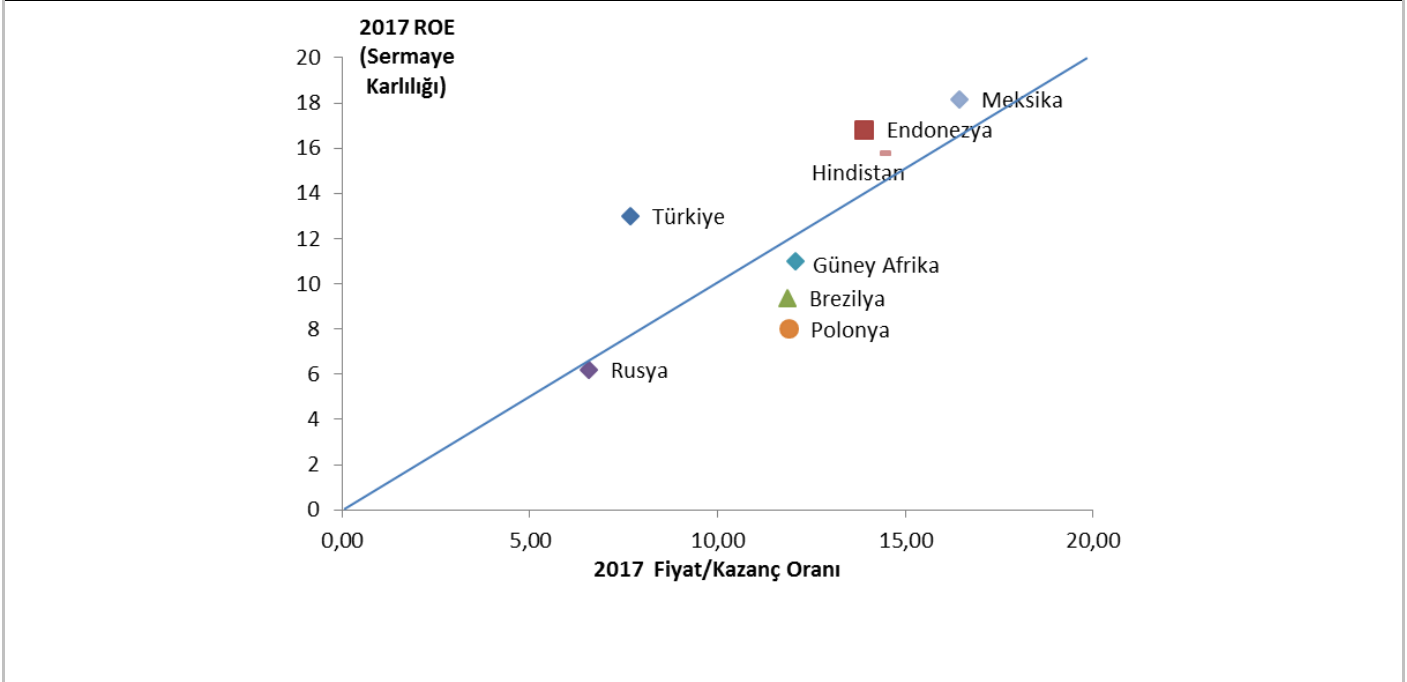
Hisse senedi yatırımcıları için Türkiye'nin geçmiş değerlemeler ve diğer ülkeler ile karşılaştırıldığında cazip görünüme sahip olduğunu gözlemliyoruz.

Grafik 7- İlave getiri (carry) arayışındaki global tahvil yatırımcıları Hindistan ve Endonezya'ya yoğunlaşabilirler.



Kaynak: Bloomberg, Ak Yatırım

Grafik 8- 2017 yılı konsensus ROE ve F/K beklentileri baz alındığında Türk hisselerinin diğer gelişmekte olan ülkelere göre cazip bir görünümde olduğunu gözlemliyoruz.

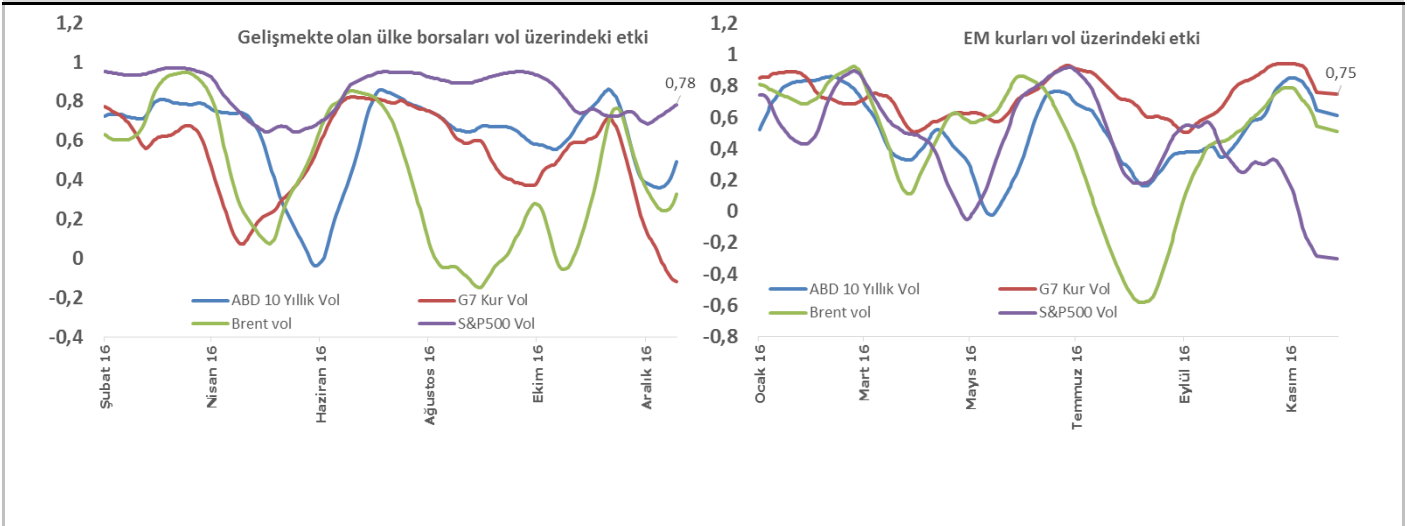


Kaynak: Bloomberg, Ak Yatırım

Global değişkenler ve gelişmekte olan ülke varlıkları arasındaki ilişki ne yönde devam ediyor?

Global ölçekte etki yapan ABD 10 yıllık tahvil faiz oranları, G7 ülkeleri kur volatilitesi, Brent petrol ve S&P500 volatilitesi ile gelişmekte olan ülke borsa ve kurları üzerindeki arasındaki korelasyonlar aşağıda yer alıyor. ABD seçimleri sonrasında borsalar üzerinde yoğun baskı yaratan ABD 10 yıllık faiz oranlarının yerini S&P500 endeksinde bıraktığını gözlemliyoruz. Kurlar açısından bakıldığında ise G7 ülke kurları oynaklığı gelişmekte olan ülke kurları tarafından referans alınıyor.

Grafik 9- Gelişmekte olan ülke hisse senetleri ABD S&P500 hisse senedi ile hareket ederken, kurlar G7 ülke kurlarını takip ediyor... Gelişmekte olan ülkeler üzerinde ABD seçimlerinin etkisinin azalmaya başladığını gözlemliyoruz.



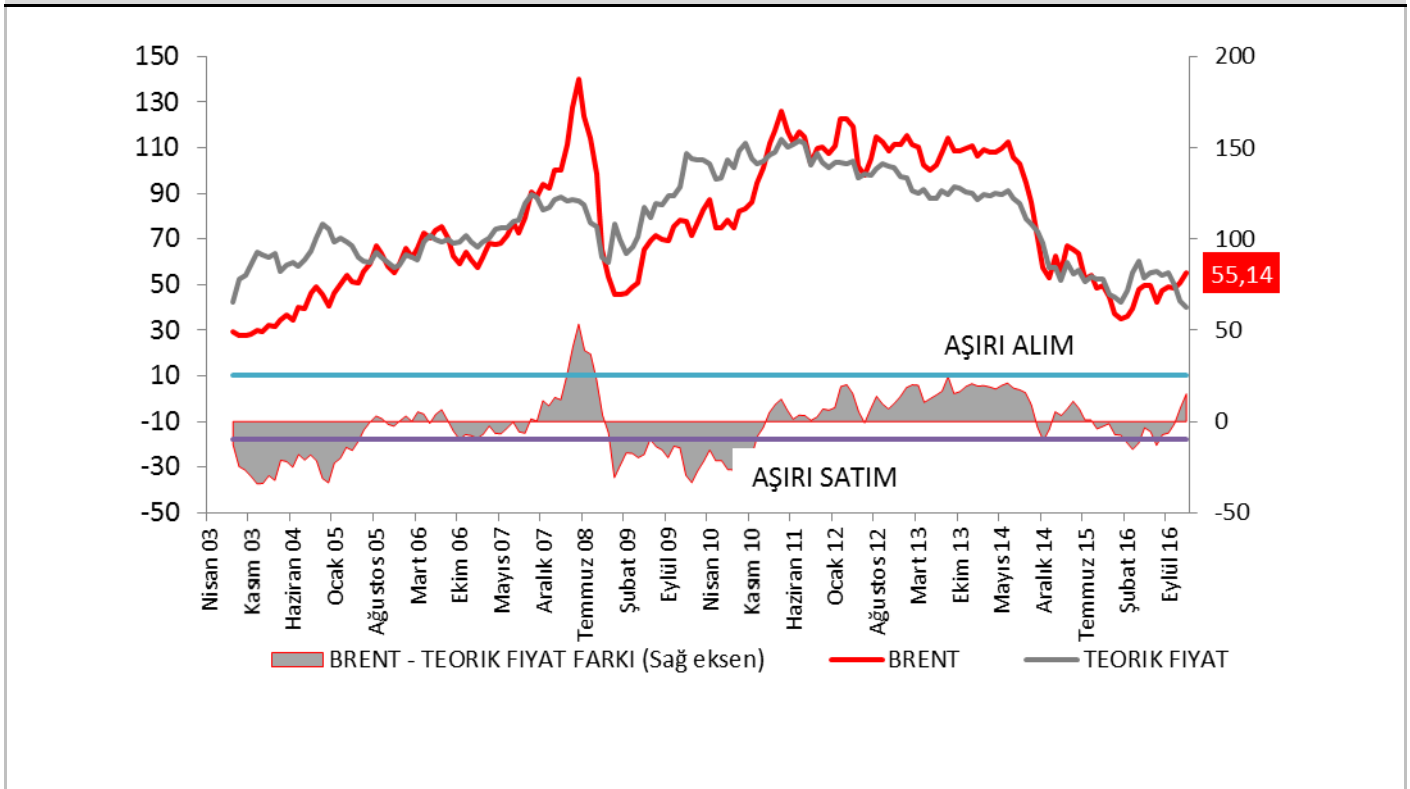
Kaynak: Bloomberg, Ak Yatırım

Petrol (Brent)

30 Kasım'da yapılan OPEC toplantısında üretim miktarlarını 1,7 milyon varil kıstak üzere anlaşmaya varan üye ülkeler ve OPEC dışı üreticilerin bu anlaşmaya ne ölçüde uyacakları merak konusuyken (geçmiş uygulamalar anlaşılan miktarın %70-80'i kadar bir kısıntı yapıldığını gösteriyor) petrol fiyatları arz kısıntısını fiyatlamaya devam ediyor. **Ekonometrik modeller ve vadeli piyasalarda yükselişin sınırlanabileceği sinyalleri gelmeye başlarken ilk çeyrekte yaşanabilecek bir düzeltme sonrasında Brent petrolde 2017 yıl sonu için 60 dolar hedefimiz koruyoruz.** Burada;

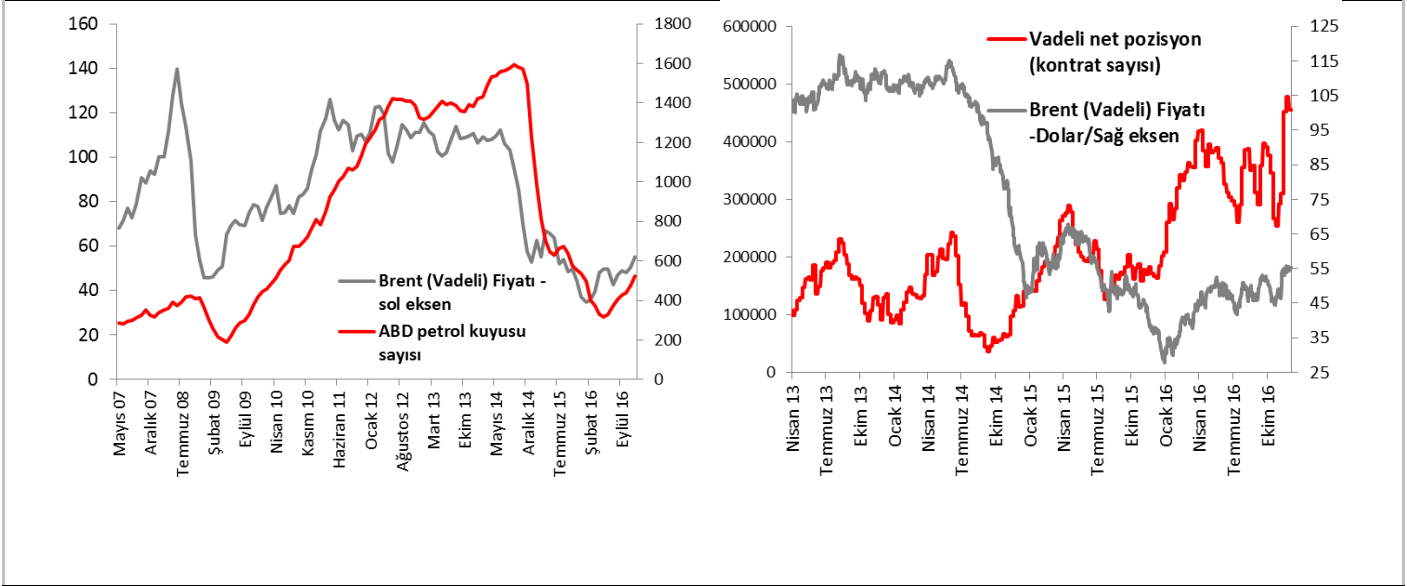
- ABD ham petrol stokları, global çıktı açığı, dolar endeksi ve global emtia endeksinden oluşan ekonometrik modelimiz (R-sq %80) petrol fiyatlarında 60 dolar ve üstü fiyatları "pahalı" konumunda değerlendirirken, mevcut fiyatlarda bir miktar daha yükseliş potansiyeline yer bırakıyor.
- Vadeli piyasalara bakıldığında yatırımcıların vadeli petrol kontratlarında aldıkları uzun pozisyonların 2011 yılından bu yana en yüksek seviyeye ulaştığını görüyoruz. Bu durum yılın ilk yarısında fiyatlarda gerilemeye yol açabilir.
- Artan petrol fiyatlarından yararlanmaya başlayan üreticilerin yeniden petrol kuyularını faaliyete geçirdiklerini görüyoruz. ABD'de Mayıs ayında 330 olan kuyu sayısının Aralık ayında 523 kuyuya ulaştığını gözlemliyoruz.
- 2017 yılında ABD ve Çin tarafında olumlu büyüme beklentilerinin petrol fiyatlarında kısa vadel satışlara destek olabileceğini ve yıl sonunda 60 dolar hedefine ulaşabileceğini öngörüyoruz.

Grafik 10- Brent petrol modelimiz aşırı alım bölgesine yaklaşıyor...



Kaynak: Bloomberg, Ak Yatırım

Grafik 11- Fiyatlar artarken, kuyular açılmaya devam ediyor. Yatırımcıların geneli ise fiyatlarda yükseliş beklileri...



Kaynak: Bloomberg, Ak Yatırım

YASAL UYARI: Bu rapor ve yorumlardaki yazılar, bilgiler ve grafikler, ulaşılabilen ilk kaynaklardan iyi niyetle ve doğruluğu, geçerliliği, etkinliği velhasıl her ne şekil , suret ve nam altında olursa olsun herhangi bir karara dayanak oluşturması hususunda herhangi bir teminat, garanti oluşturmadan, yalnızca bilgi edinilmesi amacıyla derlenmiştir. İş bu raporlardaki yorumlardan; eksik bilgi ve/veya güncellenme gibi konularda ortaya çıkabilecek zararlardan Akbank TAŞ, Ak Yatırım AŞ ve çalışanları sorumlu değildir. Akbank TAŞ ve Ak Yatırım AŞ her an, hiçbir şekil ve surette ön ihbara ve/veya ihtara gerek kalmaksızın söz konusu bilgileri, tavsiyeleri değiştirebilir ve/veya ortadan kaldırabilir. Genel anlamda bilgi vermek amacıyla hazırlanmış olan iş bu rapor ve yorumlar, kapsamı bilgiler, tavsiyeler hiçbir şekil ve surette Akbank TAŞ ve Ak Yatırım AŞ'nin herhangi bir taahhüdünü tazammum etmediğinden, bu bilgilere istinaden her türlü özel ve/veya tüzel kişiler tarafından alınacak kararlar, varılacak sonuçlar, gerçekleştirilecek işlemler ve oluşabilecek her türlü riskler bizatihi bu kişilere ait ve raci olacaktır. Hiçbir şekil ve surette ve her ne nam altında olursa olsun, her türlü gerçek ve/veya tüzel kişinin, gerek doğrudan gerek dolayısı ile ve bu sebeplerle uğrayabileceği her türlü doğrudan ve/veya dolayısıyla oluşacak maddi ve manevi zarar, kar mahrumiyeti, velhasıl her ne nam altında olursa olsun uğrayabileceği zararlardan hiçbir şekil ve surette Akbank TAŞ, Ak Yatırım AŞ ve çalışanları sorumlu tutulamayacak ve hiçbir şekil ve surette her ne nam altında olursa olsun Akbank TAŞ, Ak Yatırım AŞ ve çalışanlarından talepte bulunulmayacaktır. Bu rapor, yorum ve tavsiyelerde yer alan bilgiler "yatırım danışmanlığı" hizmeti ve/veya faaliyeti olmayıp; yatırım danışmanlığı hizmeti almak isteyen kişi ve kurumların, iş bu hizmeti vermeye yetkili kurum ve kuruluşlarla temasa geçmesi ve bu hizmeti bir sözleşme karşılığında alması SPK mevzuatınca zorunludur. "Burada 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 durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir."