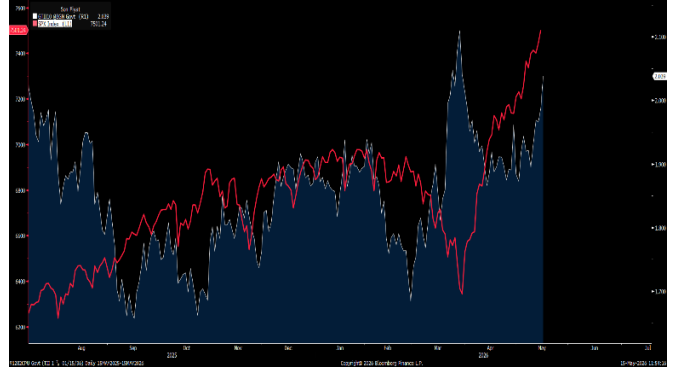


## Tahvil Piyasası ile Borsalar Farklı Hikayeler Fiyatlıyor!

ABD piyasalarında son dönemde ortaya çıkan fiyatlama davranışı, klasik makro-finance ilişkilerinin belirgin şekilde zorlandığı bir döneme işaret ediyor. Özellikle S&P 500 ile ABD 10 yıllık reel faizlerinin aynı anda güçlü yükseliş göstermesi, piyasalarda belirgin bir anomali oluştuğunu ortaya koyuyor. Bir tarafta yapay zeka odaklı büyüme ve verimlilik beklentileriyle desteklenen güçlü risk iştahı var. Diğer tarafta ise tahvil piyasasının petrol fiyatlarındaki yükselişin etkisiyle yüksek enflasyon ve kalıcı sıkı finansal koşulları fiyatlamaya devam ettiğini görüyoruz. Normal şartlarda reel faizlerdeki yükselişin hisse senetleri üzerinde baskı yaratması beklenir. Reel getiriler yükseldiğinde alternatif maliyetler artar, şirket değerlemeleri baskı altında kalır ve özellikle uzun vadeli büyüme hisseleri daha kırılabilir hale gelir. Tarihsel olarak teknoloji hisseleri ile reel faizler arasında çoğunlukla negatif korelasyon görülmesinin temel nedeni de tam olarak budur. Ancak son birkaç çeyrektir bu ilişkinin belirgin şekilde bozulduğunu görüyoruz. İşte anomali de tam olarak burada yer alıyor.



Mart ayındaki satış dalgası sırasında piyasa klasik refleksini verdi. Reel faizler geri çekildi, finansal koşullar gevşedi ve hisse piyasaları dip seviyelerden güçlü toparlandı. Asıl dikkat çekici gelişme ise sonrasında yaşandı. Reel getiriler yeniden yükselmeye başladı. Üstelik sadece nominal tahvil faizleri değil, reel faizler de tekrar %2 seviyesinin üzerine yükselirken S&P 500 endeksi yeni zirvelerinde bulunuyor. Bu ayrışmanın arkasındaki temel dinamik ise şüphesiz yapay zeka kaynaklı döngüsü yer alıyor.. Özellikle Nvidia, Microsoft, Amazon, Alphabet ve Meta gibi mega-cap şirketlerin öncülüğünde oluşan YZ teması, piyasada yeni bir büyüme rejimi algısı yarattı.

Buna karşın tahvil piyasasının verdiği mesaj daha farklı. ABD 10 yıllık reel faizlerinin yeniden %2 seviyesine yaklaşması, piyasanın enflasyon konusunda oldukça endişeli olduğunu gösteriyor. Özellikle enerji fiyatları burada kritik rol oynuyor. İran savaşı sonrası petrol fiyatlarının yeniden 100 doların üzerine yerleşmesi, Hürmüz Boğazı kaynaklı arz riskleri ve güçlü ABD tahvil getirileri daha uzun süre yüksek enflasyon beklentilerini canlı tutuyor. Başka bir ifadeyle tahvil piyasası, Fed'in düşündüğünden daha uzun süre sıkı kalmak zorunda kalabileceğini fiyatlıyor.

Özetle iki farklı bakış açısı ile iki farklı fiyatlama var:

- Hisse piyasası; güçlü büyüme, AI destekli verimlilik artışı ve yüksek karlılık beklentilerini satın alıyor.
- Tahvil piyasası; kalıcı enflasyon, yüksek reel faiz ve uzun süre sıkı kalacak finansal koşullar senaryosuna daha sıcak...

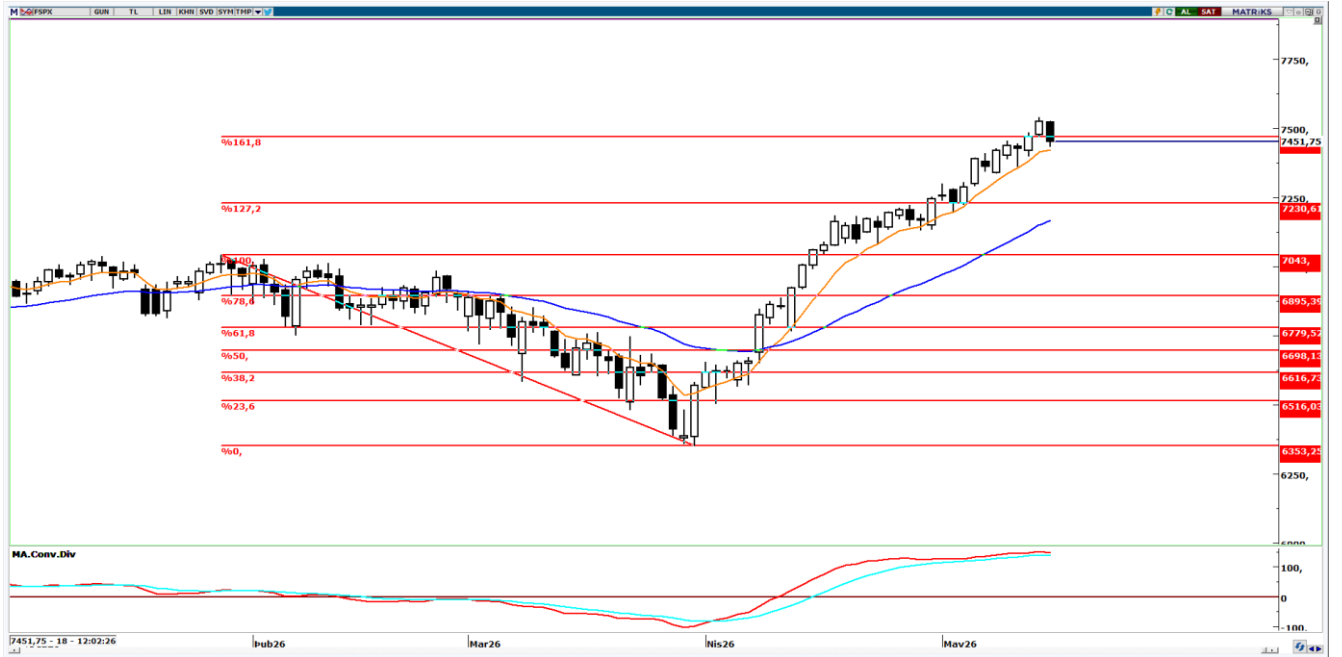
Yalnız bu anomali kısa vadede oluşmuş olsa bile İran savaşında anlaşmanın sağlanamaması ile Hürmüz Boğazı'nın kapalı kalması ve petrol fiyatlarında güçlü görünüm mevcut anomalinin uzun süre devam etme şansının olmadığını söylüyor. Reel faizlerin mevcut seviyelerde kalıcı hale gelmesi ile özellikle değerlendirme tarafındaki baskının orta vadede yeniden hissedilmesi kaçınılmaz olabilir. Yani alternatif getirinin yükselmesi ile hisse senedi piyasası tüm bu gelişmeleri göz ardı ederek sonsuza kadar yüksek büyüme beklentisini fiyatlamalara yansıtamaz. ABD-İran arasında hızlı bir anlaşmanın sağlanması ve bu sayede Hürmüz'ün açılması ile petrol fiyatlarında rahatlama görüleceği denkleminin oluşması durumunda hisse senedi piyasalarının varsayımları daha makul bir çerçeveye oturacaktır. Yalnız şu an için böyle bir olasılığın kuvvetli olduğunu söyleyemiyoruz.

Peki hangi piyasada makul ve haklı fiyatlamalarda bulunuyor? Bunu belirlemek için şu başlıklara odaklanmak gerekir; ABD'de hizmet enflasyonunun seyri, enerji fiyatlarının kalıcılığı ve AI yatırımlarının gerçek ekonomik verimliliğe ne kadar hızlı dönüşeceği.

Mevcut tabloya bakıldığında piyasaların aynı anda hem yüksek reel faizleri hem de agresif büyüme iyimserliğini fiyatlamaya çalıştığı görülüyor. Bu durum sürdürülebilir değil ve içinde bulunulan konjonktür devam ettiği sürece borsaların gözünü tahvil cephesinde yaşanan fiyatlamalara çevirme olasılığı da bir hayli yüksek görünüyor.

### S&P 500 endeksini tek olarak incelersek;

8 günlük üssel ortalaması olan 7423 desteğinin önemli olduğunu ve bu seviyenin aşağı yönde geçilmesi durumunda satışların derinleşme riskinin bulunduğunu not edelim. Böyle bir durumda 7230 - 7190 bölgesi izlemeye alınmalıdır. Bununla birlikte 7043 seviyesi de hedef konumuna yerleşecektir. Bu da mevcut seviyelerden %4-6 aralığında kar satışı anlamına geliyor. Reel faizlerin yukarı hareketine devam etmesi bu seviyelerin test edilme riskini göz ardı edilmeyecek ölçüde güçlü tutacaktır.



**EREN CAN UMUT**  
**TRİVE YATIRIM ARAŞTIRMA DİREKTÖRÜ**

**RİSK UYARISI:** Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Raporda yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum ve istatistiki şekil ve değerler hazırlandığı tarih itibariyle mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir. Trive Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, karşılığında herhangi bir maddi menfaat temin edilmeksizin, genel anlamda bilgi vermek amacıyla hazırlanmış olup, hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan bilgiler yatırımcılar tarafından danışmanlık faaliyeti olarak kabul edilmemeli ve yatırım kararlarına esas olarak alınmamalıdır. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. İnternet sitemizdeki her türlü tablo ve grafikler güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan yararlanılarak hazırlanmıştır. Sitemizde bulunan iç ve dış piyasalara ait tablo, grafik ve analizlerin doğrulukları tarafımızca garanti edilmemekte ve bilgiler belli bir gelirin sağlanmasına yönelik olarak verilmemektedir.