

Bazı Sorular

Geçen hafta hem küresel hem de yerel riskli varlıklara yönelik taktiksel duruşumuzu "nötr"den "olumlu"ya çevirmiştik ve bu duruşumuzu koruyoruz. Ancak, her an devreye girebilecek pek çok makro tetikleyici unsurun (yapay zeka anlatısındaki değişim, faiz oranlarındaki artış, uzayan Orta Doğu savaşı vb.) bulunduğunu da göz önünde bulundurmak gerekir.

İlerleyen haftalarda, muhtemelen Eylül ayı civarında, daha güçlü bir aşağı yönlü hareket yaşanmadan önce, piyasanın dalgalı bir seyirle yukarı yönlü hareket edebileceği birkaç haftalık bir dönem öngörüyoruz. Türkiye özelinde ise, beklentilerin 13 Ağustos'taki TCMB Enflasyon Raporu sunumu öncesinde ve sonrasında şekillenebileceğini düşünüyoruz. TCMB'nin Enflasyon Raporu açıklamasını, potansiyel bir olumlu risk unsuru olarak değerlendiriyoruz.

Türkiye'de TÜFE verileri beklentilerden daha iyi gerçekleşti.

Temmuz ayı TÜFE enflasyonu, piyasanın %1,90'lık medyan tahminine kıyasla aylık bazda %1,78 olarak gerçekleşti.

Yıllık manşet TÜFE enflasyonu, Haziran ayındaki %32,1 seviyesinden %31,75'e geriledi.

Çekirdek TÜFE (C endeksi) aylık bazda %1,8 artış gösterdi; piyasa beklentisi ise %2,30 seviyesindeydi. Yıllık çekirdek enflasyon ise Haziran'daki %29,8 seviyesinden %29,91'e hafif bir yükseliş kaydetti.

Temmuz ayında tüm çekirdek enflasyon göstergeleri aylık bazda %2'nin altında kaldı.

Temmuz ayı enflasyonundaki temel belirleyiciler; beklentilerin üzerinde gerçekleşen gıda enflasyonu, yükselen enerji fiyatları ve hizmet sektörlerindeki artışlar olarak öne çıkıyor.

Gıda enflasyonu, işlenmemiş gıda fiyatlarının etkisiyle Temmuz ayında aylık bazda %1,61 seviyesine ulaşarak yukarı yönlü bir sürpriz yaptı.

Ayrıca ulaştırma (%2,59) ve otel, kafe ve restoranlar (aylık %2,28) gibi çeşitli hizmet kategorilerinde artışlar gözlenirken, giyim kaleminde mevsimsel bir düşüş (%-3,93) yaşandı.

Hizmetler kategorisi içinde önemli bir faktör, Temmuz ayı başında sağlık hizmeti ücretlerinde yapılan büyük zam oldu. Sağlık enflasyonu aylık bazda %10,74 olarak gerçekleşti.

Beklentilerin 13 Ağustos'taki TCMB Enflasyon Raporu sunumu öncesinde ve sonrasında şekillenebileceğini düşünüyoruz. TCMB'nin Enflasyon Raporu açıklamasını, potansiyel bir olumlu risk unsuru olarak değerlendiriyoruz.

Küresel olarak, son altı haftadır temel göstergeler tamamen geri plana atıldı. Bunun yerine her şey 1) momentum hisse senetlerindeki satış baskısı; ve 2) Temmuz FOMC toplantısının ardından ABD faiz oranlarının yeniden değerlendirilmesi ve 3) Yen müdahalesi etrafında dönüyor.

Şimdi büyük sorulardan bazıları şunlar: a) ivme/yapay zeka hisselerinde zoraki satışın sonuna gelindi mi? b) ABD Hazine tahvilleri keskin bir şekilde yükselecek mi? c) Yen'in güçlenmesi daha geniş bir riskten carry trade tersine dönmeyi ve kaçınma hareketini tetikleyebilir mi?

Mevcut akış ve pozisyon verilerinin çoğu, zoraki satışın muhtemelen başlangıcından çok sonuna daha yakın olduğunu gösteriyor. Bu önemli bir teknik sıfırlama. İçgüdüümüz, zorunlu satışların en kötüsünün muhtemelen geçtiği yönünde.

Faizler: Fed, 25 baz puanlık bir faiz artırımına yönelik üç karşı oya rağmen faiz oranlarını değiştirmede ve son yılların en önemli toplantılarından birini kasıtlı olarak geride birçok soru işareti bırakan bir politika kararına dönüştürdü.

Karar genel olarak şahince bir duruş (hawkish hold) olarak algılandıysa da Başkan Warsh'ın yorumlarının birçoğunu, özellikle de daha yüksek piyasa faiz oranlarının Fed'in sıkılaştırma çalışmalarının bir kısmını zaten yapıyor olabileceği

önerisi bizce şahince değil, son derece ilginç ve ileriye yönelik yeni bir dairesel dengeden bahsediyor olabileceğimize işaret ediyor. Buna birazdan değineceğiz.

Nitekim verim eğrisinin ilk reaksiyonu da bu yönde bir işaret gibiydi. Kısa vadeli faiz oranları düşerken, uzun vadeli getiriler arttı.

Piyasalar artık Eylül ayında bir faiz artırımına yaklaşık %60 olasılık tanıyor ancak bizim görüşümüz değişmedi. Daha düşük çekirdek enflasyonun Fed'i 2026'nın geri kalanında faiz oranlarını sabit tutmasını getireceğini tahmin etmeye devam ediyoruz.

Warsh, Haziran ayı TÜFE verilerinin önemini geri planda tuttu; ancak daha düşük gelen enflasyon verisinin, diğer sekiz üyenin neden şahin kanada katılmayı tercih ettiğinin temel nedenlerinden biri muhtemelen.

Dünkü kararı şahince bir duruş olarak değerlendirmiyor olmamızın bazı sebepleri var. Birincisi, yapay zekâ ile ilgili enflasyonla ilgiliydi. Warsh, yükselen bellek ve çip fiyatlarını daha geniş bir enflasyon sürecinin kanıtı olarak ele almakta isteksiz göründü. Bu artışlara atıfta bulunarak, bunların daha geniş bir enflasyon dinamiğine işaret edip sorguladı.

Bu bizce önemli çünkü yapay zekâ enflasyonu, gerçek bir baskı yaratıyor. Çip fiyatları yükseliyor, enerji talebi artıyor, sermaye harcamaları artıyor ve tüm ekosistemin finansman maliyeti daha önemli hale geliyor.

İkincisi Warsh'a reel faiz oranlarındaki artışın piyasaların Fed'in faiz artırımını yapması gerektiğine inandığını gösterip göstermediği sorulduğunda geldi. Bu yorumu kabul etmek yerine, daha yüksek faiz oranlarını ekonomik güçle ilişkilendirdi. Üretim sağlam kaldı, sermaye harcamaları ve verimlilik güçlüydü ve işgücü piyasası istikrarlıydı Warsh'a göre. Warsh, piyasa faiz oranlarındaki artışın, aksi takdirde bir politika hamlesi gerektirecek olan sıkılaştırmanın bir kısmını zaten yapıyor olabileceğine defalarca işaret etti. Faiz oranlarının daha yüksek olup olmaması gerektiği sorulduğunda, faiz oranlarının Haziran toplantısındakinden zaten daha yüksek olduğunu belirtti. Dünün en önemli gelişmesi bizce bu.

Warsh şahin mi güvercin mi tartışmaları yapılırken biz en önemli etkisinin Fed ile ilgili belirsizliği ve dolayısıyla volatilitiyi arttıracığını ifade etmiştik. Bu görüşümüzü koruyoruz. Warsh, ileriye dönük yönlendirmenin (forward guidance) önemini azaltmaya kararlı görünüyor.

Her cümlelerin bir politika taahhüdü olarak ele alınmasını, her kelimenin bir faiz oranı olasılığına dönüştürülmesini ya da her basın toplantısının bir sonraki trade için bir fikir verme tahmin oyununa indirgenmesini istemiyor. Biz bu yaklaşımda haklılık payı olduğuna inanıyoruz.

İleriye dönük yönlendirme, olağanüstü parasal koşullarda bir köprü işlevi görmek üzere başlamıştı. Zamanla bir geleneğe dönüştü. Piyasalar bağımsız değerlendirmeler yapmayı bıraktı ve merkez bankacılarının kendilerine cevap anahtarını sunmasını beklemeye başladı. Ancak bunu yaparken belirsizliği, bilgi açığını ve dolayısıyla volatilitiyi artırma potansiyeli barındırıyor.

Bir merkez bankası yol haritası sunmayı reddettiğinde, piyasalar hareket etmeyi bırakmaz. Sadece getiri oranları, enflasyon beklentileri ve risk fiyatları üzerinden yollarını bulmaya başlarlar.

Tepki fonksiyonunun kendisi belirsizken piyasalar tepki fonksiyonun ortasına yerleşir ve dairesel bir ilişki ortaya çıkar. Yani sessizlik volatilitiyi azaltmaz; yalnızca volatilitenin yerini kaydırır. Dünkü Fed sonrası faizler daha uzun süre yüksek ve volatilité de dönem dönem daha çok olabilir bizce.

Yen: Japonya ve ABD'nin, yen düşüşünü durdurmak için birlikte hareket ettiklerini teyit etmelerinin ardından yen yükselişe geçti ve başlangıçta bir başka Japon müdahalesi gibi görünen durum, çok daha güçlü bir şeye dönüştü.

Doğrudan ABD katılımı sinyali güçlendiriyor. Japon yetkililerinin para birimini desteklemek için 8 trilyon yine kadar harcama yaptığı bildirilirken, ABD Hazine Bakanlığı'nın da New York Federal Rezerv Bankası aracılığıyla yen satın aldığı bildiriliyor.

Yatırımcılar için mesaj açık: USD/JPY'de bir sonraki agresif yükseliş, Japonya ve ABD'nin birlikte hareket etmesiyle karşılanabilir.

Bu, yenin boğa piyasasına gireceği anlamına gelmez. Müdahale fiyat hareketini hızla değiştirebilir, ancak temel dinamikleri kolayca değiştiremez.

Yine de, yen tercih edilen fonlama para birimlerinden biri olduğu için carry stratejilerini daha riskli hale getirebilir. JPY düzenli bir şekilde düştü, işlem hem pozitif carry hem de olumlu sermaye kazancı potansiyeli sundu. Ancak, bu beklenti muhtemelen sorgulanacaktır. Şimdi bu denklem kesintiye uğradı ve bu, risk-ödül hesaplamasını değiştiriyor.

Sihirli bir sayı/eşik olmasa da, 155'in altına düşülmesi, özellikle daha yüksek oynaklık ve/veya yükselen faiz oranlarıyla aynı zamana denk gelirse, carry-trade kaldıraç azaltma konusunda soruları gündeme getirecektir bizce.

ÇEKİNCE:

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. 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 dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Söz konusu rapor belli bir kişiye veya mali durumları, risk ve getiri tercihleri benzer nitelikteki bir gruba yönelik olarak hazırlanmamıştır. Belirli bir getirinin sağlanacağına dair herhangi bir vaat veya taahhütte bulunulmamaktadır. Tüm yorum ve tavsiyeler öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir. Size uygun olan yatırım araçlarının ve işlemlerin kapsam ve içeriği uygunluk testi neticesinde belirlenir. Uygunluk testi, yatırım kuruluşu tarafından pazarlanan ya da müşteri tarafından talep edilen ürün ya da hizmetin müşteriye uygun olup olmadığının değerlendirilmesi amacıyla, müşterilerin söz konusu ürün veya hizmetin taşıdığı riskleri anlayabilecek bilgi ve tecrübeye sahip olup olmadıklarının tespit edilmesidir. Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Bu nedenle, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan bilgi ve veriler, araştırma grubumuz tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından farklı bölümlerde istihdam edilen kişilerin veya Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ortaklarının ve iştiraklerinin bu raporda yer alan tavsiyelerle veya görüşlerle hemfikir olmaması mümkündür. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile piyasanın işleyişinden kaynaklanan makul nedenlerden dolayı, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ve dolaylı olarak ilişkileri bulunan istihdam ilişkisi doğuracak bir sözleşme çerçevesinde veya herhangi bir sözleşme olmaksızın çalışan ve tavsiyenin hazırlanmasına katılan tüm gerçek veya tüzel kişiler ile müşterileri arasında önlemeyen çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte ilişkiler doğabilir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., ortakları veya iştirakleri, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirildikleri yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile yan hizmetlerini, bu raporda bahsi geçen şirketlere, muhtelif zamanlarda, sunmayı teklif edebilir veya sunabilir. Muhtelif zamanlarda, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, ortaklarını, iştiraklerinin ve işbu kapsamdaki yöneticilerinin, yetkililerinin, çalışanlarının veya temsilcilerinin, doğrudan veya dolaylı olarak, raporda bahsi geçen işlemler, menkul kıymetler veya emtialar üzerinde pozisyonları bulunabilir veya farklı nedenlerle ilgi ve ilişkileri bulunabilir. Söz konusu çıkar çatışması durumlarında Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder. Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.