

Faizler ve Volatilité

“Bir kalabalıkta her duygu ve eylem bulaşıcıdır; üstelik bu bulaşıcılık öylesine güçlüdür ki, birey kişisel çıkarını kolektif çıkara kolaylıkla feda eder.”

The Crowd: A Study of the Popular Mind – Gustave Le Bon

Kalabalıkların doğası, felsefede uzun zamandır ilgi odağı olmuştur. Ancak 18. ve 19. yüzyıllar, kalabalıkların psikolojisini anlamaya yönelik vurgunun arttığı bir dönemdi. Örneğin, Jean-Jacques Rousseau, "...insan kalbini kalabalıklar içinde de incelemediğimiz takdirde, ona dair bilginiz son derece eksik kalır," demiştir.

Fransız sosyal psikolog Gustave Le Bon (1841-1931), sıklıkla kalabalık psikolojisi çalışmalarının öncüsü (babası) olarak kabul edilir. Le Bon, hem tarihin hem de insan doğasının doğru bir şekilde anlaşılabilmesi için kalabalık psikolojisinin kavranmasının şart olduğuna inanıyordu.

Kalabalık (crowd) nedir? Le Bon, kalabalığı ortak bir fikir, inanç veya ideoloji etrafında birleşmiş bireylerden oluşan bir grup olarak tanımlamıştır.

Bir kalabalığı birleştiren fikir, berrak bir akıl yürütme ve kanıtların incelenmesi süreciyle seçilmez. Bunun yerine kalabalıklar, inanç ve fikirleri yüzeysel bir biçimde benimser ve bunları eylemler için bir yakıt olarak kullanırlar.

Le Bon'a göre, bir birey kalabalığın parçası haline geldiğinde derin bir psikolojik dönüşüm geçirir. Yani, artık bir birey olarak hareket etmeyi bırakır:

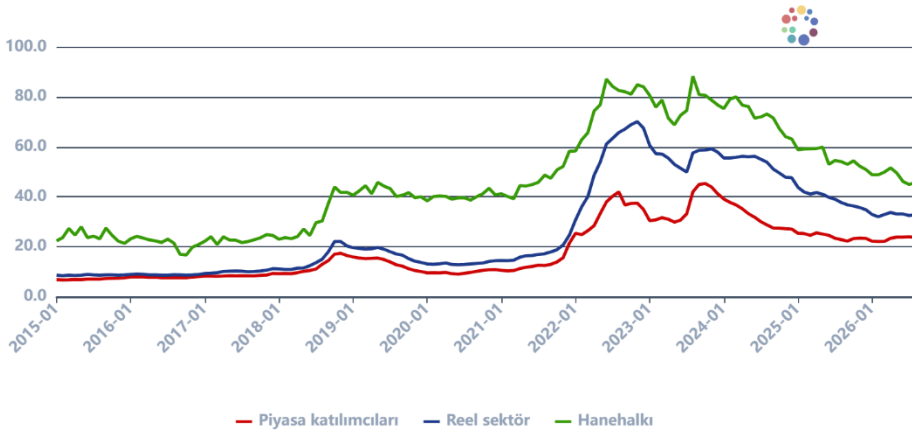
“Artık kendisi değildir; iradesiyle yönlendirilmeyi bırakmış bir otomata dönüşmüştür.” (The Crowd: A Study of the Popular Mind – Gustave Le Bon)

Böylesi bir psikolojik dönüşümle birlikte birey artık kendisi için yaşamaz; bunun yerine, kendi kişisel amaç ve hedeflerini kalabalığınkiler uğruna feda eden bir piyon haline gelir:

Piyasalara dönecek olursak: Türkiye’de Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası’nın (TCMB) Sektörel Enflasyon Beklentileri verilerine göre, Eylül’de 12 ay sonrası yıllık enflasyon beklentisi reel sektörde gerilerken piyasa katılımcıları ve hanehalkında yatay seyretti.

Piyasa katılımcılarının beklentisi %23,7, hanehalkının beklentisi %45,6 ile bir önceki ayla aynı düzeyde kaldı; reel sektörün beklentisi ise 0,3 puan düşüşle %32,5’e geriledi.

Sektörel Enflasyon Beklentileri (12 ay sonrası, yıllık %)



Kaynak: Macrohub

Enerji fiyatlarında bir geri çekilme görürsek, PPK'nun Ekim'de 100bps indirim yapacağına yönelik beklentimiz devam ediyor.

Global tarafta Tahviller panikliyor, hisse senetleri sakin. Tahviller panik belirtileri gösteriyor. 10 yıllık tahviller aşırı gerilmiş görünüyor, MOVE uçu ve tahvil piyasaları VaR şokuyla karşı karşıya. Ancak SPX neredeyse hiç tepki vermedi. Soru şu ki, bu bir tahvil piyasası olayı olarak mı kalacak yoksa hisse senetlerini de buna ayak uydurmaya mı zorlayacak?

Faiz oranlarındaki artış, 10 yıllık tahvil getirisinin RSI'sını uzun zamandır görmediğimiz seviyelere itti. Makro ortam farklı, ancak RSI, Ocak 2025'teki yerel getiri zirvesi civarında benzer şekilde gerilmişti.

Tahvil volatilitesi hızla tırmanırken VIX buna neredeyse hiç tepki vermiyor. MOVE ve VIX arasındaki fark aşırı seviyelere ulaştı. Piyasalardan biri bir şoku fiyatlarken, diğeri hâlâ durumun kontrol altına alınabileceği varsayımıyla hareket ediyor.

SPX, MOVE yükselişine karşı da direndi. Hisse senetleri daha yüksek getirileri daha güçlü büyümenin bir işareti olarak görürse, bu farklılık devam edebilir. Tahvil piyasasındaki stres daha geniş çaplı risk azaltımına zorlamaya başlarsa, bunu sürdürmek zorlaşır.

10 yıllık tahvil getirilerindeki artışın neredeyse tamamının reel getirilerden kaynaklandığını ve enflasyon beklentilerinde çok az değişiklik olduğu görülüyor. Buna göre tahviller, enflasyon şokundan ziyade büyüme ve faiz oranlarının gidişatını yeniden fiyatlandırıyor.

Geçen Çarşamba küresel tahvil piyasalarında dikkat çekici bir gün yaşandı. 10 yıllık ABD Hazine tahvilleri, geçen yılın Nisan ayındaki "Kurtuluş Günü"nden (Liberation Day) bu yana en kötü seansını geçirirken, 5 yıllık Hazine tahvili getirileri 2007'den beri ilk kez %5'in üzerine çıktı. Brent petrolünün 2026 başından bu yana yaklaşık %73 değer kazandığı ve ABD TÜFE'sinin Ocak ayındaki %2,4 seviyesinden Eylül ayında beklenen %3,60 seviyesine yükseldiği göz önüne alındığında, tahvil piyasası dışındaki herhangi birinin, piyasanın enflasyon konusunda giderek daha fazla endişelendiğini varsayması gayet doğaldır.

Ancak gerçek durum bundan farklı. ABD 10 yıllık nominal getirileri bu yıl şu ana kadar yaklaşık 97 baz puan yükselmiş olsa da, bu artışın sadece 10 baz puanlık kısmı yükselen başa baş (breakeven) enflasyon beklentilerinden kaynaklanıyor. Geri kalan kısım ise, en son 2008'de görülen seviyelere ulaşan önemli ölçüde yüksek reel getirileri yansıtıyor.

Nitekim, 10 yıllık başa baş enflasyon beklentileri üç yılı aşkın bir süredir kayda değer bir oynaklık göstermeden son derece istikrarlı bir seyir izledi. Vade primi göstergeleri de son 18 ayda belirli bir aralıkta kalarak, mali endişelerin de bu hareketin temel itici gücü olmadığını ortaya koyuyor.

Dolayısıyla bu hareket büyük ölçüde politika faizleri ve daha yüksek bir nötr faiz oranıyla ilgili olmalı. Warsh'ın kendisi de, 10 yıllık tahvil getirilerindeki yükselişin ekonomik güç, sermaye rekabeti ve jeopolitik faktörlerden kaynaklandığını savunmuştur. Uygulamada ise "sermaye rekabeti", giderek artan bir şekilde yapay zekâ (AI) alanındaki sermaye harcamalarının (capex) de etkenler gibi görünmektedir.

Çarşamba günü açıklanan ve oldukça güçlü seyreden PMI verileri, yaşanan satış dalgasının son tetikleyicisi oldu. Söz konusu hareketler, ABD PMI verilerine verilen olağan tepkilere kıyasla aşırı boyutta olsa da, olağanüstü bir büyüme ivmesine işaret eden daha geniş bir tabloyu destekliyor. Atlanta Fed'in GDPNow üçüncü çeyrek büyüme tahmini şu anda %5,11 seviyesinde bulunurken S&P 500 şirketlerinin üçüncü çeyrek kazançlarının yıllık bazda yaklaşık %30 oranında büyümesi bekleniyor.

Ancak temel düzeyde bu hareket; olumlu büyüme haberleri, şahin politika sinyalleri ve daha yüksek bir nötr faiz oranının birleşimini yansıtıyor. Daha tedirginlik verici soru şu: Tahvil piyasası gerçekten enflasyondan endişe ediyor olsaydı, 10 yıllık tahvil getirileri nerede olurdu?

Hisse senetleri daha güçlü büyüme, SPX'in kazançlar yoluyla daha yüksek getirileri absorbe etmesine yardımcı olabilir. Ancak bu, endeks düzeyinde bir durum. Russell'in zayıflığı, faiz oranlarına daha duyarlı hisse senetlerinin şimdiden

baskıyı hissettiğini gösteriyor. Reel getiriler burada kalmaya devam ederse, sakın hisse senetleri ile panik halindeki tahviller arasındaki farkı görmezden gelmek daha da zorlaşacak. Hele faizler yapısal olarak daha yüksek bir enflasyonu fiyatlamaya başlarsa ne olacak?

Geçerliliğini koruduğu için geçen hafta yayınladığımız “Volatility” isimli raporu buraya alıyoruz.

Volatility

Çok önemli makro belirsizliklere rağmen volatiliteler son derece düşük. Bu risklerin göz ardı edildiği veya tam fiyatlanmadığı anlamına mı gelir?

Şahin bir ABD faiz artırımı, küresel merkez bankalarının sıkılaştırma ortamında geldi. Brent ve ABD ham petrolü geçen hafta boyunca 100 dolar/varil üzerinde kaldı. Orta Doğu çatışması çözümsüz kalmaya devam ediyor.

ABD 10 yıllık tahvil getirileri hala %5'ler civarında. Piyasanın baskın büyüme motoru olan yapay zeka konusu gittikçe daha fazla inceleme altına alınıyor. Ve önemli bir ABD ara seçimlerine iki aydan az bir süre kaldı.

Tüm bunlara rağmen VIX Cuma günü 14 puandan kapandı. Tekil hisse senedi piyasasının bazı kısımlarında, örtük oynaklık yakın tarihinin en düşük seviyesinde.

Buradaki sorun, belki de yatırımcıların aşırı derecede iyimser veya riskleri umursamaz hale gelmesi.

Diğer ilginç bir nokta önemli olan Donald Trump ile Xi Jinping arasındaki görüşme öncesinde FXI opsiyonlarına yönelik talep eksikliği. FXI opsiyon hacimleri yatay seyretmektedir. Volatility yüzeyinde, söz konusu olaya bağlı kayda değer bir kırılma veya hareketlilik görülmemektedir. Implied volatility, son yılların en düşük seviyelerine yakın bir noktada bulunmaktadır.

Her olayın bir risk unsuru haline gelmesi gerekmiyor ama ancak piyasalarda Rusya-Ukrayna, ticaret, teknoloji, Tayvan, Orta Doğu ve ABD-Çin ilişkilerinin genel yönü konusunda piyasalar rahat davranıyor. En azından volatility bunu çağırıyor.

Fiyatlandırmalar, yatırımcıların riskleri riske atmadan, olası bir duruma karşı önlem almadan rahat olduklarını gösteriyor. Olaylar olumlu geçerse bu tamamen rasyonel olabilir. Ancak, zaten yeniden risk alan bir piyasanın, koruma nispeten ucuz iken bunu fazla kaale almamaları ilginç bizce.

Hedge amaçlı alımlar genellikle hisse senetlerinin düşmesi gerektiği yönünde bir beyan olarak ele alınır. Halbuki böyle olmak zorunda değildir. Volatilitenin ucuz olduğu bir piyasada, piyasanın bugünkü kadar rahat kalmasına güvenmeden, yoğun bir makro takvim boyunca riski elinde tutmaya devam etmenin bir yolu da hedge etmek olabilir.

VIX'in mutlaka yükseleceğini söylemiyoruz. Zamanlamak oldukça zordur ve piyasa birçok yatırımcının beklediğinden daha uzun süre rahat kalabilir. Ancak yeniden risklendirilmiş pozisyonlanma, ucuz tek hisse senedi oynaklığı ve düşük endeks oynaklığı kombinasyonunu göz ardı etmek zor. Aslında piyasa riskleri ortadan kaldırmadı. Sadece ortadan kaldırmış gibi fiyatlanıyor.

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.