

İkilem

“İçimizde, kafamızdan daha bilge bir şey var.”

Arthur Schopenhauer, Parerga and Paralipomena, Volume 1

“Sezgi, motor, bilişsel ve sosyal becerilerin temelinde yer alır ve uzmanın mükemmelliğinin dayanağıdır.”

Iain McGilchrist, The Matter With Things

Çoğu insan, akıl tarafından yönlendirilen bilinçli düşüncenin; dünyayı tanımak ve hayatın sorunlarını çözmek için elimizdeki en iyi araç olduğuna inanır. Oysa Schopenhauer'un da bize hatırlattığı gibi, içimizde aklın gücünü aşan ve öz-yansıtıcı düşüncenin sınırlarının ötesinde işleyen bir şey vardır: sezgi.

Psikolog Carl Jung da, hayatı boyunca sezginin gücüne büyük bir ilgi duymuştur. Jung; duyum, düşünce ve duygu ile birlikte sezgiyi de dünya hakkında bilgi edinmenin temel yollarından biri olarak tanımlamıştır. Jung, bu işlevlerden ilk üçünü şu şekilde tanımlamıştır:

“Duyum bize bir şeyin var olduğunu söyler. Düşünce bize o şeyin ne olduğunu, duygu ise bizim için ne değer taşıdığını bildirir.”

Carl Jung, Collected Works Volume 18

Hem küresel hem de yerel riskli varlıklara yönelik olumlu taktiksel duruşumuzu koruyoruz. Bununla birlikte, Eylül ayında sert bir düzeltme yaşanmasını beklemeye devam ediyoruz.

Türkiye özelinde ise, iki hafta önce Enflasyon Raporu'nun olumlu bir risk gelişmesi olmasını ve fonlama maliyetinin düşürülmesine işaret etmesini beklediğimizi belirtmiştik.

Şunu da eklemiştik: "Bankanın fonlama koşullarını daha önümüzdeki iki hafta içinde normalleştirebileceğini ve Eylül ayından itibaren çok temkinli bir gevşeme döngüsü başlatarak politika faizini 2026 sonuna kadar %35 seviyesine çekebileceğini düşünüyoruz. Bu senaryo gerçekleşirse, fonlama oranının normalleşmesi Türk hisse senetleri için olumlu bir katalizör olabilir."

Bir hafta sonra TCMB, fonlama maliyetinin %40 civarından %37 civarına gerilemesini sağlayacak olan haftalık repo işlemlerine yeniden başlayacağını duyurdu.

Küresel olarak, risk ve getiri açısından hala oldukça elverişli bir ortam görüyoruz. Bu temelde, makro oynaklığın kontrol altında kalması bekleniyor.

Bununla birlikte, bu hafta oldukça önemli çünkü Wall Street, S&P 500'ün rekor seviyesinin sadece birkaç puan altında olarak yeni haftaya giriyor. Çarşamba ve Cuma günleri, piyasaların Nvidia, PCE ve Jackson Hole ile en önemli makro takvim günleri.

Hazine Bakanı Bessent, yen'i desteklemek için müdahalesinden (1998'den bu yana ilk ortak müdahale) on dokuz gün sonra, geçen hafta Hazine piyasasına müdahale etti. Başlangıçta olumlu olsa da, uzun vadeli getiriler müdahale öncesi seviyelere yaklaştı.

Jackson Hole şimdi daha da önemli hale geldi. Bu da Kevin Warsh'ın Cuma günü Jackson Hole'a girerek görev süresinin en zor konuşmalarından birini yapacağı anlamına geliyor.

Warsh, Hazine'ye tabi görünmeden Fed'in enflasyon konusunda ciddi olduğunu yatırımcıları ikna etmeli.

Warsh bir ikilemle karşı karşıya. Eğer piyasanın talep ettiği netliği sunarsa, kısa vadeli getirilerin yükselmesi ve hisse senetlerinin düşmesi riskini göze almış olur. Eğer son dönemdeki yaklaşımına sadık kalır ve politika yolu hakkında fazla bir şey söylemezse, uzun vadeli tahviller isyan edebilir.

Daha büyük risk ise Warsh'tan aynı şeylerin tekrarı ve 30 yıllık Hazine tahvil getirisinin geçen haftaki %5,34'lük zirvenin üzerine çıkmasıdır.

Altın konusunda iyimserliğimizi koruyoruz. Bir "debasement trade"ın başlangıcında olup olmadığımız bilinmiyor. Ancak, bundan bağımsız olarak, yatırımcıların altını artık basit bir ters faiz trade'ı olarak görmediği görüşündeyiz. Altın, giderek parasal rejimin kendisine karşı bir sigorta olarak tutuluyor: kalıcı açıklar, artan Hazine ve şirket tahvil arzı ve politika yapımcıların sonunda bir tür finansal baskı seçme olasılığına karşı.

İran'a yönelik yeni ABD baskısı normal şartlarda ABD dolarını desteklerdi. Ancak yükselen uzun vadeli Hazine tahvil getirileri giderek artan bir şekilde mali sıkışıklığın bir işareti olarak görülüyor ve bu durum "para biriminin değer kaybına karşı korunma" (debasement trade) tartışmalarını körüklüyor; dolayısıyla altın değer kazanmaya devam ediyor. Bununla birlikte, İran'a yönelik yaptırımlar petrol fiyatlarını keskin bir şekilde yükseltirse, dolar yine de ilk aşamada bir "güvenli liman" talebi görebilir. Ancak bu durum aynı zamanda enflasyon beklentilerini artıracak ve tahvil getirileri üzerinde baskı oluşturacaktır.

Çeşitli haberlere göre, İran'a yönelik yeni yaptırım girişimi; ülkeyi küresel ekonomiye bağlı tutmaya devam eden yabancı bankaları, denizcilik ağlarını, ticaret şirketlerini ve hükümetleri doğrudan hedef almaya başlayacak. Haberlere göre Bessent, bu hamlenin bir parçası olarak İran'ın geriye kalan ticaret ortaklarını da hedef almayı amaçlıyor.

İşte işlerin çok daha karmaşık hale geldiği nokta burası. İran, petrolü, parası ve malları her zaman alıcı bulduğu için neredeyse elli yıldır Amerikan yaptırımlarına direnebildi. Zaman içinde Çin, İran ham petrolünün baskın alıcısı haline geldi.

Bessent, ülkeleri İran ile ticaret yapmak ya da Amerikan finans sistemine erişimi korumak arasında bir seçim yapmaya zorlayarak bu akışları durdurmak istiyor. Buradaki bariz hedef Çin. Ancak Çin'in de kritik mineral tedarik zincirleri dahil olmak üzere kendi elinde ekonomik baskı kozları bulunuyor; bu nedenle ABD, İran ile olan fiili savaşı sona erdirmeye çalışırken ekonomik savaşta yeni bir cephe açma riskiyle karşı karşıya kalabilir.

Önemli gördüğümüz için geçen hafta yazdığımız "Bessent'in Müdahalesi" raporunun içeriğini tekrar paylaşmak istiyoruz:

ABD hazinesinin, uzun vadeli tahvillerde geri alım işlemlerini iki katına çıkarma kararı, mutlak büyüklük açısından küçük olsa da, piyasaya politika yapımcılarının faizlere artık belirgin bir şekilde hassasiyet gösterdiğini işaret etmesi bakımından büyük bir sinyal önemi taşıyor.

Bu bir parasal genişleme (QE) değil ve tam mali hakimiyet (fiscal dominance) ilan etmek için henüz çok erken, ancak piyasa, yatırımcılar için aynı derecede önemli olan bir şeyi fiyatlandırmaya başlıyor: uzun vadeli faiz eğrisinde bir mali tepki fonksiyonu.

Eğer Hazine, temel açık hesaplamalarını değiştirmeden yükselen uzun vadeli getirilere karşı giderek daha fazla baskı yaparsa, baskı ortadan kalkmaz. Bu baskının daha çok dolara, altına, vade primine ve nihayetinde enflasyon beklentilerine kayması muhtemeldir.

Henüz mali hakimiyet noktasında değiliz, ancak piyasaya, para politikası, borç yönetimi ve finansal koşullar arasındaki sınırları birbirinden net bir şekilde ayırmanın giderek zorlaştığına dair bugüne kadarki en açık işaret verildi.

Çarşamba gününü bu denli önemli kılan şey, sadece atılan adımların yönü değil, piyasanın hangi gelişmelere kulak vermeyi seçtiği idi. Federal Rezerv, Temmuz ayı toplantı tutanaklarını yayınladı; bu tutanaklar, enflasyon konusunda derin bir rahatsızlık duyan ve uygun politika duruşu hakkında kamuoyuna yansıyan genel kanının aksine kendi içinde daha bölünmüş bir merkez bankası tablosu çiziyordu. Nitekim birçok yetkili daha yüksek faiz oranlarını değerlendirmeye hazırdı ve yapılan kapsamlı tartışmalar, enflasyonun direnç göstermesi halinde ilave sıkılaştırmanın politika seçenekleri

arasında yer almaya devam ettiğini açıkça ortaya koyuyordu. Başka bir konjonktürde bu durum tahvil getirilerini yükseltmeye, doları güçlendirmeye ve riskli varlıkları konumlarını yeniden gözden geçirmeye zorlamaya yeterdi; oysa piyasa buna neredeyse hiç tepki vermedi.

Ardından Scott Bessent gündemi değiştirdi. Hazine; 10-20 yıl ve 20-30 yıl vadeli nominal kuponlu menkul kıymetlerde likidite desteği amaçlı geri alımların hacmini en az iki katına çıkaracağını duyurdu. Buna verilen tepki anında oldu: Uzun vadeli tahvil getirileri düştü, getiri eğrisi yataylaştı, dolar keskin bir şekilde değer kaybetti ve altın fiyatları hızla yükseldi. Söz konusu tutarlar, Hazine piyasasının büyüklüğüyle kıyaslandığında mütevazı düzeyde kalıyor; bu nedenle, bu hamlenin "parasal genişleme" (QE) ile refleksif bir şekilde kıyaslanması konusunda dikkatli olunmalı. Hazine, Fed tarzı bir varlık alım programı başlatmıyor ya da piyasadan yüz milyarlarca dolarlık bir vade riskini (duration) çekmiyor; operasyon başına 2 milyar dolardan en az 4 milyar dolara çıkış, hem mevcut borç stoku hem de önümüzdeki dönem finansman ihtiyacı karşısında oldukça küçük bir miktar.

Asıl önemli olan, kararın içinde barındırdığı mesajdı. Bessent yatırımcılara fiilen şu mesajı verdi: Hazine uzun vadeli tahvil getirilerindeki hareketten rahatsız oldu, bunun finansman koşulları açısından ne anlama geldiğini anladı ve söz konusu baskı rahatsız edici bir boyuta ulaştığında müdahale etmeye istekli olacağı mesajını verdi. Yalnız yatırımcılar bir kez "acı eşliğini" tespit ettiklerini düşündüklerinde, genellikle geri dönüp bunun gerçek olup olmadığını test etme eğiliminde olurlar.

Bessent'in geri alım duyurusu uzun vadeli tahvil getirilerini sert bir şekilde aşağı çekmeden önce, 30 yıllık Hazine tahvili getirisi 2007'den bu yana görülen en yüksek seviyelerden biri olan %5,34'e doğru yükselmişti. Ancak bu hareket, söz konusu satış dalgasının arkasındaki argümanı ortadan kaldırmadı. Vade primi hala yüksek, borç ihracı devasa boyutlarda ve enflasyon belirsizliği sona ermiş değil; üstelik mali tablonun göz ardı edilmesinin giderek zorlaştığı bir dönemde piyasadan hala muazzam miktarda bir "vade riski"ni (duration) üstlenmesi isteniyor. Hazine izlenen rotayı etkileyebilir ancak aritmetiği değiştiremez.

İşin ironik yanı, tüm bunların tam da sözde Kevin Warsh'ın Fed'izit yöne çekmeye çalıştığı bir sırada gerçekleşiyor olmasıdır. Warsh; daha küçük bir bilanço ve varlık alımları yoluyla vade riskini kalıcı olarak yönetmek yerine, geleneksel faiz politikasına daha fazla ağırlık veren bir merkez bankası istediğini açıkça ifade etmiştir. Ne var ki Fed tahvil piyasasındaki ağırlığını azaltmaya çalışırken, Hazine de getiri eğrisinin şekli, likiditesi ve nihayetinde maliyeti üzerine yürütülen tartışmaların daha da derinlerine çekilmektedir.

Bu durum Hazine'nin Fed'in yerini aldığı anlamına gelmez; ancak piyasanın bu iki kurum arasındaki etkileşimi çok daha fazla önemsemesi gerektiği anlamına gelir. Fed gecelik faiz oranını kontrol ederken, Hazine getiri eğrisinin daha uzun vadeli kısmındaki tahvil arzını kontrol eder; mali pozisyon yeterince büyüdüğünde ise bu ikisi artık birbirinden bağımsızmış gibi hareket etmeyi bırakır ve birbirleriyle etkileşim içinde fiyatlanmaya başlar.

Varlık sınıfları genelindeki tepki ise beklenebileceği gibiydi.. Hisse senetleri neredeyse hiç hareket etmedi ve S&P 500 günü sadece sınırlı bir yükselişle tamamladı; bu durum gayet mantıklıydı, zira kısa vadede hisse senetleri için yapay zeka, şirket kârları ve sermaye harcaması döngüsü, uzun vadeli tahvil getirilerindeki birkaç baz puanlık değişimden çok daha büyük bir öneme sahip. Öte yandan dolar ve altın, çok daha net bir tablo ortaya koydu.

Dolar aylardır yaşadığı en kötü günü geçirerek 200 günlük hareketli ortalamasının altına gerilerken, altın yaklaşık altı ayın en güçlü seansını kaydetti ve sadece birkaç seans öncesine kadar giderek uzak görünen seviyelere doğru yeniden yükselişe geçti. Bu tablo önem taşıyor; çünkü piyasa yalnızca nominal getirilerdeki mekanik bir düşüşü fiyatlamıyordu; aynı zamanda bu düşüşün arkasındaki politika bileşimini fiyatlıyor ve Hazine'nin, uzun vadeli tahvil piyasasının dayatmaya çalıştığı finansal koşullardaki sıkışmaya karşı durmaya başlaması halinde neler olacağını giderek daha fazla sorguluyordu.

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.