

Mağaradan Çıkış

Platon'un özgür bırakılmış mahkûmu, aydınlanmayı hemen kucaklamaz; onun için gerçek, şaşırtıcı, hatta acı vericidir. Platon'un mahkumları, gerçeği zaten bildiklerine inandıkları için direnç gösterirler. Platon bu süreci onları kendi gözleriyle görmeye, yeni deneyimlere zorla bir giriş yapmaya zorlamak olarak sunar. Ancak Platon, Sempozyum'unda daha nazik bir yol sunar: epistemik baştan çıkarma. Gerçeğin veya iyiliğin peşinde koşmak kendiliğinden oluşmasa da güzelliğe verdiğimiz tepki doğal, istemsiz ve motive edici olarak bilinir. Rehberin becerisi, önce kişinin güzel bulduğu, sevdiği şeyi bulmak ve sonra bunu gerçeğe açılan bir kapı olarak kullanmak olarak izah edilebilir.

Platon'un mahkumları gölgeleri gerçeklikle karıştırır. Çağdaş yaşamın en aldatıcı "gölgeleri" olarak da Baudrillard'ın da değindiği gibi, bugün sanal gerçekliği benimsiyor olmamız var. Görüntüler, yanılsamalar, taklitler, simülasyonlar ve şimdi de aldatmacayla dolu "yapay" zekâya dalmış durumdayız. Sadece gerçeğe olan bağlılığımızı değil, nesnel gerçek kavramını, gerçekliğe olan bağımızı da kaybediyoruz.

3 Haziran tarihli ve "Yaz Sıcak Gececek" başlıklı yazımızda "Taktiksel bir bakış açısı ile daha kısa vadeli bakacak olursak, kısa vadede 7200-7300 arasında bir yerde son bulabilecek bir geri çekilme görebiliriz. Bu geri çekilme tamamlandıktan sonra ise 7700-7800 seviyelerine kadar bir yükseliş bekliyoruz" diye yazmıştık. Ayrıca "Şu anki görüşümüze göre, SPX'in 7700 ile 7800 arasında Haziran ayında veya Temmuz başında nihai zirvesine ulaşacağını tahmin ediyoruz. Bundan sonra, ikinci aşama ile Haziran-Temmuz'dan Ekim'e kadar yüzde 10'dan fazla bir düzeltme bekliyoruz. Bu geri çekilme alım fırsatı verecek ve 2027'ye kadar sürecek patlayıcı bir son ralli yaşanacak diye düşünüyoruz. Bu rallinin sona ermesinden sonra, değerlemeleri daha makul seviyelere indirecek bir ya da iki yıllık bir ayı piyasası öngörüyoruz. Tarihsel olarak, hisse senedi piyasası her zaman yüksek ve düşük değerlendirme dönemleri arasında dalgalanmıştır. Bu sefer de farklı olmayacağı kanaatindeyiz" şeklinde görüşlerimizi paylaşmıştık.

Bu görüşlerin arkasındayız. SPX, zirveye çıktığı gün yani 2 Haziran Salı SPX için bir tepe oldu, sonradan 7200-7300 seviyelerine kadar düştü ve oralardan tepki geldi. Tepki ise beklediğimiz bölgeye oldukça yaklaştı. Nasdaq tek bir günde yüzde 4 düştü; bu, genellikle 18 ayda bir gerçekleşen bir hareket. Ancak neyse ki düşüşü de tepkiyi de önceden tahmin etmiştik. Yol haritamız sayesinde, geri çekilme ve tepki beklendiği gibi gerçekleşti.

Düşen petrol fiyatları, tahmin edilebilir bir gecikmeyle enflasyon verilerini etkiler. Haziran ortasında yaşanan keskin bir petrol düşüşü, kısmen Temmuz ortasında açıklanan Haziran ayı TÜFE raporunda, tamamen ise Ağustos ayında açıklanacak raporda ABD ekonomisinde kendini gösterecek. Bu noktada, aylık TÜFE verilerine 40-50 baz puan civarı yukarı yönlü baskı sağlayan enerji sektörü, enflasyonist bir engel olmaktan çıkıp dezenflasyonist bir destek haline gelir.

Fakat İran konusu tam anlamıyla çözülmüş değil bizce. 14 Haziran'da ABD ve İran, savaşı sona erdirmek için bir çerçeve anlaşması duyurdu ve resmi imza töreni 19 Haziran'da İsviçre'de yapılacak. Geçici anlaşmaya göre, ABD, İran'ın nükleer programı konusunda teknik bir anlaşmaya doğru ilerleme kaydedilmesi karşılığında, İran limanlarına uyguladığı deniz ablukasını kademeli olarak kaldıracak ve yaptırımları gevşetecek/dondurulmuş İran varlıklarını serbest bırakacaktır. Anlaşmanın amacı, Hürmüz Boğazı'nın yeniden açılmasını ve boğazdan geçiş özgürlüğü, İran'ın nükleer programı, yeniden yapılanma ve yaptırımların kaldırılması gibi daha hassas konuları ele almaktır. Bu konuların da pürüzsüz halledilmesi zor gözüküyor.

Ayrıca dikkate alınması gereken başka faktörler de var. Bunları da risk kategorisinde değerlendirmek lazım. Daha önce de belirttiğimiz gibi önümüzdeki dönemde gerçekleşecek halka arzlar ve ikincil arzlar, bu yıl boyunca sürekli bir engel oluşturabilir. Dahası, ara seçimler sonbahara girerken yatırımcılar arasında bazı endişelere yol açabilir.

Şu konular da önemli bizce: FINRA'nın marj borcu Nisan ayında rekor seviyeye ulaşarak 1,30 trilyon dolara çıktı. Bu, bir yılda üçte birden fazla bir artış anlamına geliyor ve şu anda GSYİH'nin yaklaşık yüzde 4'ü seviyesinde seyrediyor, uzun vadeli ortalamanın ise yüzde 1,5 civarında olduğu biliniyor. M2'ye göre ölçüldüğünde, 2000 ve 2007 zirvelerinden önceki

zirvelere yakın bir seviyede olduğu söylenebilir. Nisan'dan beri açıklanan benzer veriler de bu trendin devam ettiğini düşündürüyor.

Tahviller ve hisse senetleri arasındaki matematiksel karşılaştırma yaptığımızda, ABD 10 yıllık Hazine tahvilinin getirisi şu anda yaklaşık yüzde 4,45'ken, S&P 500'ün geçmiş kazanç getirisinin (earnings yield) yüzde 3,7 civarında olduğu biliniyor.

"Hisse Senedi Arz Artışı"ndan daha önce bahsetmiştik. Alphabet'in 80 milyar dolarlık ikincil halka arzı, SpaceX'in 75 milyar dolarlık halka arzı ve OpenAI, Anthropic ve hiper ölçekli şirketlerden gelen mega fonlama kuyruğu, piyasanın yeni bir kâğıt yığını absorbe etmesi gerektiği anlamına geliyor. Aynı dolarları kovalayan daha fazla hisse senedi, tek günlük bir şok değil, sürekli bir olumsuzluk olarak yorumlanabilir. Ayrıca en değerli isimlerin hepsi aynı anda çıkışa koştığında, kimin neden sattığını sormak faydalı olur.

ABD borsaları için mevsimsellik açısından yılın en zayıf dönemine giriyoruz. Mayıs-Ekim dönemi, 1950'den bu yana ortalama yüzde 1,7'lik bir S&P 500 kazancı sağladı. Oysa Kasım-Nisan döneminde bu oran yüzde 7'nin üzerindedir. Seçim döngüsüne baktığımızda 2026 bir ara seçim yılı ve ara seçim yılları, dört yıllık başkanlık döngüsünün en zayıf ve değişken dönemi olarak adlandırılır.

Sağlıklı bir geri çekilmeyi daha derin bir şeye dönüştürecek katalizör, geleceğe yönelik kazanç beklentilerinin düşüşe geçtiği ve yapay zekâ gibi piyasaların değerlemelerin tarihin en yüksek seviyelerinde seyrettiği noktalarda geleceğe ilişkin sorgulamalar olacaktır diye düşünüyoruz.

Yapay zekâ teması ile ilgili soru işaretleri artabilir diye düşünüyoruz. Her ne kadar barış haberleri ile üzerinde durulmadıysa da ABD Hükümeti'nin Anthropic'in Fable 5 ve Mythos 5 yapay zekâ modellerini fiilen devre dışı bırakması, önemli bir olaydı ve yaklaşan yapay zekâ halka arzlarını, ABD yapay zekâ modellerinin küresel olarak benimsenmesini, yapay zekanın gelecekteki yolunu ve ABD teknoloji sektörünün devam eden istisnai konumunu etkileyebilir.

Cuma akşamı, ABD hükümeti ihracat kontrol düzenlemelerini kullanarak yabancı uyrukluların "ABD içinde veya dışında" modellere erişimini engelledikten sonra Anthropic, en güçlü Mythos 5 ve Fable 5 yapay zekâ modellerini kapatmak zorunda kaldı. Esasen, bu, ABD'nin yapay zekâ liderliğinin, sanki devlet / askeri sırmış gibi güvenlik politikasıyla korunması gereken değerli bir ulusal kaynak olduğunu ilan etmek anlamına geliyor.

Hiç sözü edilmese de bu piyasaya ciddi bir uyarı niteliğinde gibi okunabilir. Piyasalar, firmalar ve hükümetler, ABD'nin düğmelere basma gücünü kullanmaya karar vermesi durumunda yapay zekâ patlamasının bir risk olduğu gerçeğine uyanacaklar. Yapay zekâ açıkça stratejik bir kaynak. ABD yapay zekâ modellerini kullanmak çok riskli hale gelecek mi? Avrupa ve Asya'nın kendi bağımsız yapay zekâ sistemlerini geliştirmesi ve yenilik yapması ne kadar zor olacak? Bu yasak, veri merkezlerine dayalı ABD hiper ve büyük ölçekli yapay zekâ modellerini (LLM) benimsemek yerine, içselleştirilmiş açık ağırlıklı küçük dil modellerinin (SLM) inovasyonu yoluyla veri ve yeteneklerin korunması hakkındaki tartışmaları artırabilir.

ABD Hükümetin Anthropic modellerini kapatma yönündeki ani talebinin tetikleyicisi, Çinli aktörlerin Anthropic modellerini tersine mühendislik yoluyla çözmeye "damıtma" çalışması ve yapay zekâ modelinin etrafındaki güvenlik önlemlerinin atlanabileceği "hapisten kurtulma" riskiyle bağlantılı gibi görünüyor. İlginç bir şekilde, "hapisten kurtulma" güvenlik risklerini hükümete "sunan" Amazon oldu ki Anthropic, Amazon'un tercih ettiği yapay zekâ geliştirme laboratuvarı ortağı; bu nedenle, sistemden çıkma riskleri gerçek ve önemli olmalıydı.

Tüm bunlar, yılın ilerleyen aylarında gerçekleşmesi planlanan devasa Anthropic ve OpenAI halka arzları öncesinde yatırımcıları biraz şaşkırtabilir. Geçen hafta SpaceX'in büyük halka arzının ardından, her iki yapay zekâ geliştirme laboratuvarı için de beklentiler yükseldi. Bu durum böyle kalacak mı yoksa Mythos'un kapanması büyük bir engel mi olacak?

Şimdiye kadar yapay zekâ, önde gelen yapay zekâ laboratuvarları OpenAI ve Anthropic'in, hiper ölçekli şirketlerin altyapı yatırımları trilyonlarca dolar tarafından kovalanmasıyla, yapay zekâ geliştirmenin hızı ile bir yarış halindeydi. Bu da yapay zekâ değerlemelerindeki köpürmeyi tetikliyor.

Üzerinde hiç durulmayan ama piyasalar açısından gördüğümüz en büyük risk bu. Yani yapay zekânın yaratım hızı, iş yerlerinde yapay zekânın benimsenme hızına ilişkin anlatıyı tetikledi ve bu da yapay zekâ ekosisteminde muazzam değerlemelere yol açtı. Peki ya Mythos ve Fable'in engellenmesi bu döngü açısından bir fren görevi görürse? Ani durdurma, derinleşen düzenleyici denetim korkuları, yabancı kullanıcılar için kapatma düğmesi ve damıtma riskleri, yatırımcılar üzerinde birdenbire baskı oluşturabilir.

Son aylarda Körfez savaşı anlaşılır bir şekilde manşetlere hâkim oldu, ancak kredi piyasalarının anlatacak başka bir hikayesi daha var. Yapay zekâ ve büyük ölçekli veri merkezi tahvillerinin ihraçları kamu piyasalarında adeta patlama yaşıyor. Karşılaştırma yapmak gerekirse, dot-com dönemi boyunca internet ve teknoloji alanındaki ihraçlar 2001 yılında 85 milyar dolara ulaşarak 2000-2001 yılları arasındaki toplam ihraçların ortalama yüzde 14,5'ini oluşturmuştu. Mevcut döngü bu dönemi gölgede bırakma tehdidi taşıyor: Bazı tahminlere göre, yapay zekâ ve hiper ölçekli şirketlerle ilgili toplam ihraçlar yatırım derecesinde 400 milyar dolara ve yüksek getirili tahviller ve kredilerde ise 65 milyar dolara ulaşabilir ve bu da toplam ihraçların yaklaşık yüzde 20'sini oluşturabilir. 2015 yılının başında hiper ölçekli şirketlerin (Amazon, Microsoft, Meta, Alphabet ve Oracle) pazarın yüzde 1'inden azını temsil ettiğini de unutmamak gerekir. Büyük ölçekli veri merkezleri, serbest nakit akışında bir dönüm noktasına yaklaşıyor; yapay zekâ sermaye harcamaları artık işletme nakit akışlarının yüzde 90'ından fazlasını tüketiyor. Örneğin Oracle, 30 yıllık pozitif nakit akımı yarattıktan sonra 5 yıl boyunca negatif nakit akımı yaratacak.

Yarı iletken değerlemeleri mükemmellik varsayımıyla fiyatlandırılıyor ve hata payı çok az kalıyor. Yaklaşan yapay zekâ halka arzları, yapay zekâ harcama planlarının sürdürülebilirliği konusunda önemli bir açıklık sağlayacaktır. Ayrıca, özel kredi piyasasında bir dizi yüksek profilli temerrüt bu konuların tekrar gündeme gelmesine sebep olabilir.

Yurt içi için ise piyasa görüşümüzü şöyle ifade etmiştik: *“Enflasyonun kısa vadede olumlu sürpriz yapma olasılığına rağmen piyasa bazlı faizlerin yüksek seviyelerinde kalması muhtemel diye düşünüyor, PPK toplantısında ise faiz arttırımı beklemiyoruz. Borsada Mayıs ayı ortasında gördüğümüz düşüşün ardından, BIST'in 13,000 üzerindeki taban oluşturma sürecinin devam ettirmesi ve 15 binli seviyelere geriye gelmeye çalışması muhtemel. Enflasyondan gelecek olumlu sinyaller ve petrol fiyatlarının 110 seviyelerinden gerilemesi kısa vadeli olumlu etkiler olarak karşımıza çıkıyor. Ancak bu olumlu gelişmelere rağmen borsamızın sert düşüş sonrası tekrar zirve bölgesini aşması çok da kolay olmayacaktır diye düşünüyoruz. Muhtemelen bizim piyasalar da global piyasalara paralel bir seyir izleyecektir kanaatindeyiz”* Bu görüşlerimizin de arkasındayız ve bizim piyasaların da global piyasalara paralel hareket etmeye devam edeceğini düşünüyoruz.

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 dayanılarak 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 dayanılarak 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.