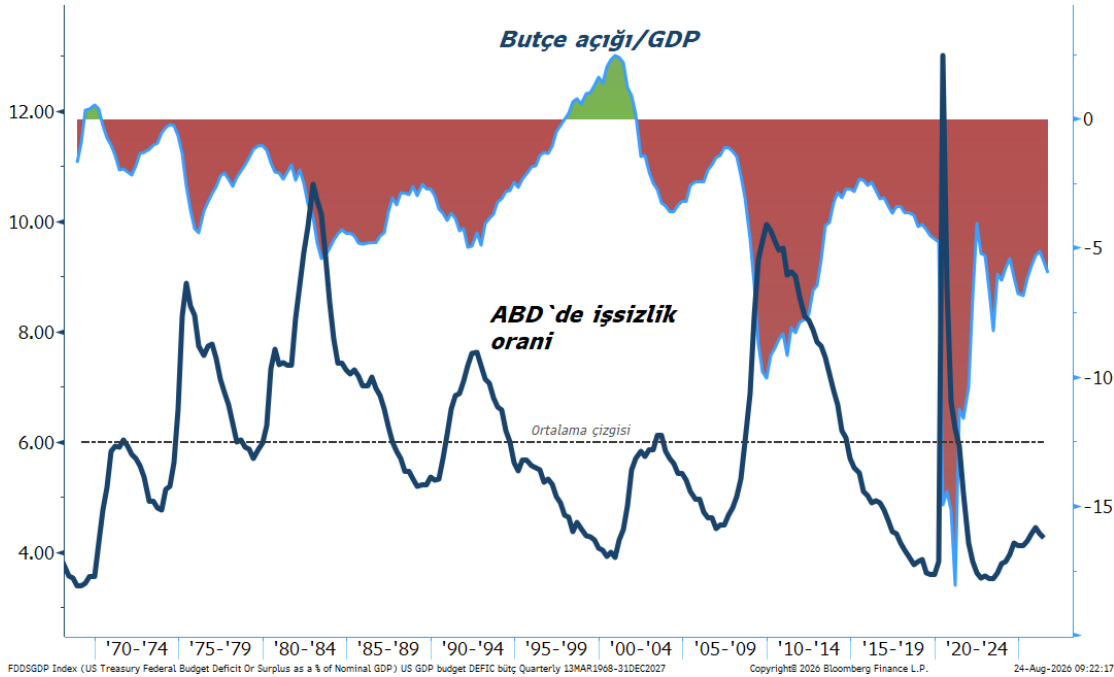


ABD’de hükümetin iç ve dış politikaları tahvil faizlerindeki yükselişin ana kaynağı:

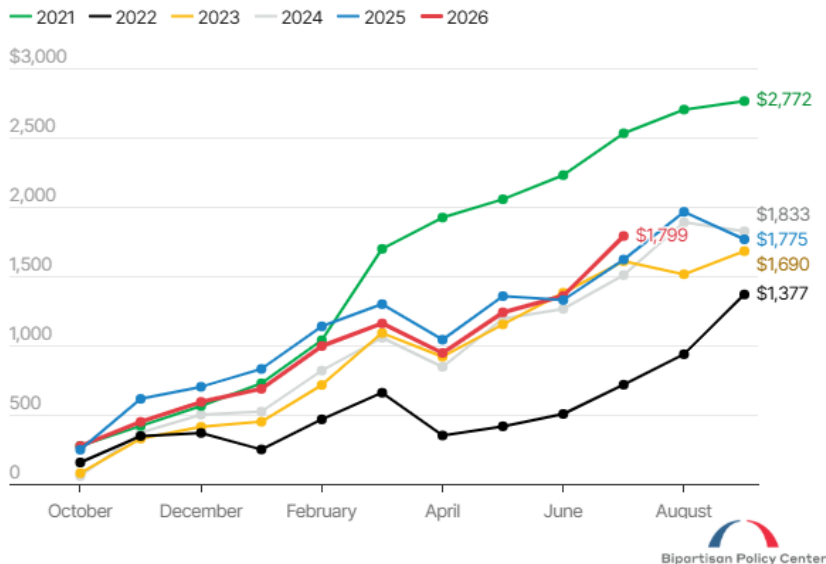
Popülist iç politikalar ve enflasyonist dış politikalara yatırımcılar tahvillerle tepki gösteriyor... Son dönemde giderek ön plana gelen ve piyasaların risk iştahının önemli bir barometresi olan uzun vadeli tahvil faizlerindeki yükselişin arkasında; **içeride popülist politikalarla ne pahasına olursa olsun büyümeyi önceleyen ve ekonominin güçlü performansına rağmen bütçe açıklarını genişleten, dışarıda ise İran savaşı ve devam eden gümrük vergileri gibi korumacı politikalarla enflasyon baskısını canlı tutan ABD hükümetine, ülkenin tahvillerini alarak fonlama sağlayan kreditorlerin uyarısının olduğunu söyleyebiliriz.**

Sağlıklı bir ekonomiye rağmen verilen yüksek bütçe açıkları... Nitekim aşağıda gösterildiği gibi geçmişte ABD’de bütçe açıklarının yüksek seviyelere tırmanması **işsizlik oranının %6 ve üzerinde olduğu ve ekonomik aktivitenin depresif seviyelere gerilediği dönemlerde** olurken, bu sefer düşük işsizlik ve canlı ekonomik aktiviteye rağmen bütçe açıklarının yüksek seviyelerde kaldığını görüyoruz.



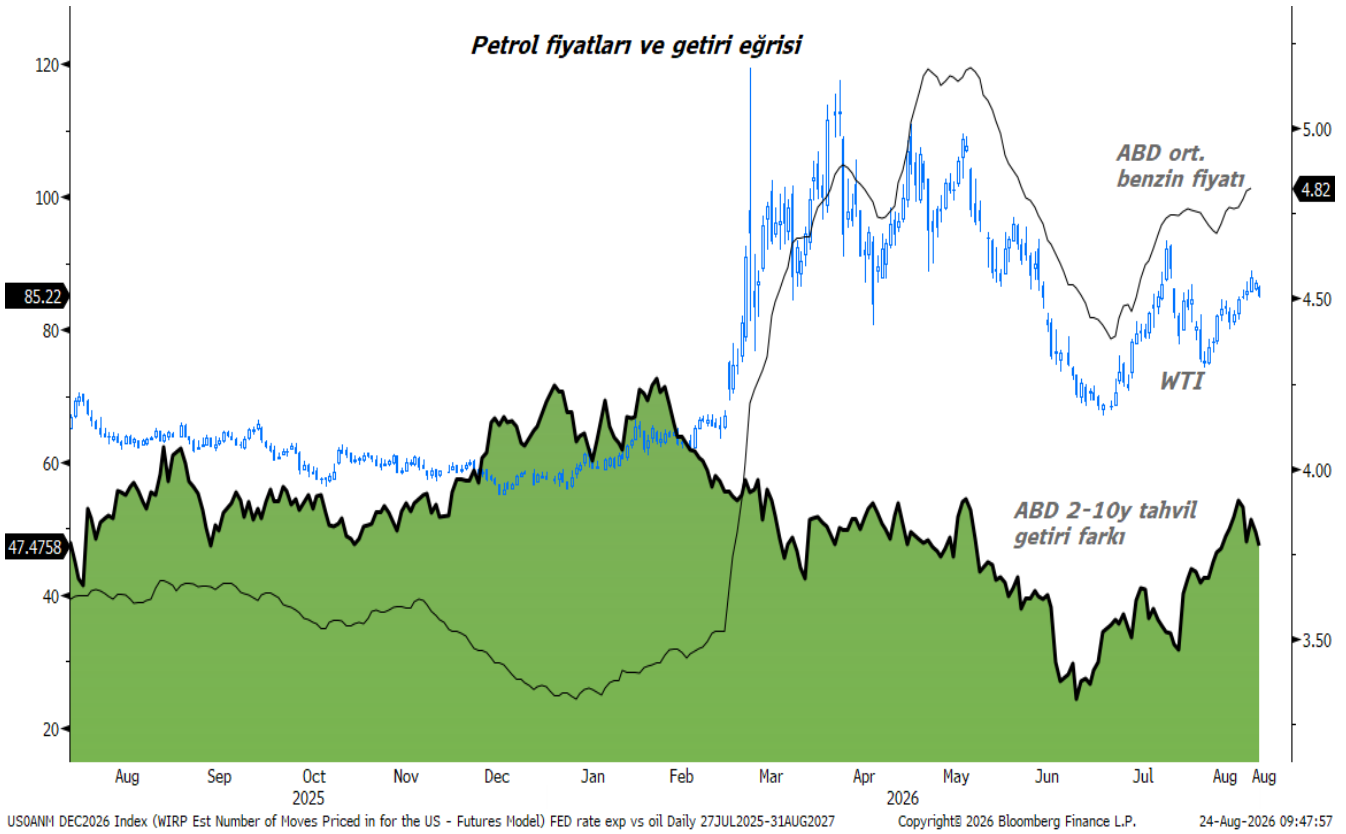
- ✗ **İç politikaya baktığımızda** pandemi döneminde ekonomiyi desteklemek için gerekli olan genişlemeci para ve mali politikalarının, pandemi sonrasında da Biden hükümeti tarafından devam ettirilmesi ve sonrasında “IRA ve Chips Act” gibi ekonominin spesifik alanlarına dev destekler veren paketlerin açıklanması, sonrasında **Trump’ın genişlemeci maliye politikalarına ara vermeden “Big Beautiful Bill” ile geniş çaplı vergi indirimlerine gitmesi, bütçe ve gelirler üzerinde baskı yarattı.**

- Bütçe açıkları geçmişte savaş ve büyük krizlerde gördüğümüz seviyelere doğru genişlerken, Haziran sonu itibariyle bütçe açığı \$1,4 trilyon ile geçen seneye göre %3 arttı ve bu sene \$2,1 trilyon açık verilebileceği tahmin ediliyor ki bu da GDP’nin yaklaşık %6,5’üne tekabül edebilir.



✗ **Dış politikada** İran savaşının sonuçları tam olarak düşünülmeden başlatılması ve içinden çıkılması oldukça güç bir hale gelmesi ve en önemlisi de bu çıkmazın petrol fiyatları ve global büyüme/enflasyon üzerindeki etkileri yine uzun vadeli tahvil faizlerinde kendisini hissettiriyor. Her ne kadar bu süreçte stratejik petrol rezervlerinin kullanılması, Çin'deki talep kesintileri, boğazdan ve alternatif boru hatlarından geçmeye devam eden petrol arzı fiyatları büyük ölçüde \$100 altında tutabilse de, arz/talep dinamikleri ve stoklar giderek kırılgan hale geliyor ve önümüzdeki dönemde petrolde yeni yüksek seviyelere doğru yukarı yönlü riskler bize göre canlı kalıyor.

- Her ne kadar ÜFE ve TÜFE sepetlerinde enerji ağırlığı %8 altında olsa da, akaryakıt fiyatlarının dolaylı olarak bir çok temel ürüne yansıdığı ve fiyatların hızlı bir şekilde pompada hissedilmesiyle **tüketicilerde psikolojik olarak harcamalarını kısıtlama etkisi** yarattığı unutulmamalı. Ek olarak ısrarlı bir şekilde yüksek kalan petrol fiyatları çıpalanmış uzun vadeli enflasyon beklentilerini de bozarak tahvil faizlerini yukarıya ittirebilir.
- İran savaşının ekonomik ambargoyu sertleştirmeye dönüşmesi ile İran petrolünün %90'ının alıcısı olan Çin ile ticaret savaşlarının tekrar tırmanma ihtimali ve Kanada ile tırmanan gümrük vergisi gerginliği gibi gelişmeler hep tahvil faizlerini daha da tırmandırabilecek politik gelişmeler.



Yapısal sorunlara yara bandı çözümler kredibilite kaybına yol açıyor...

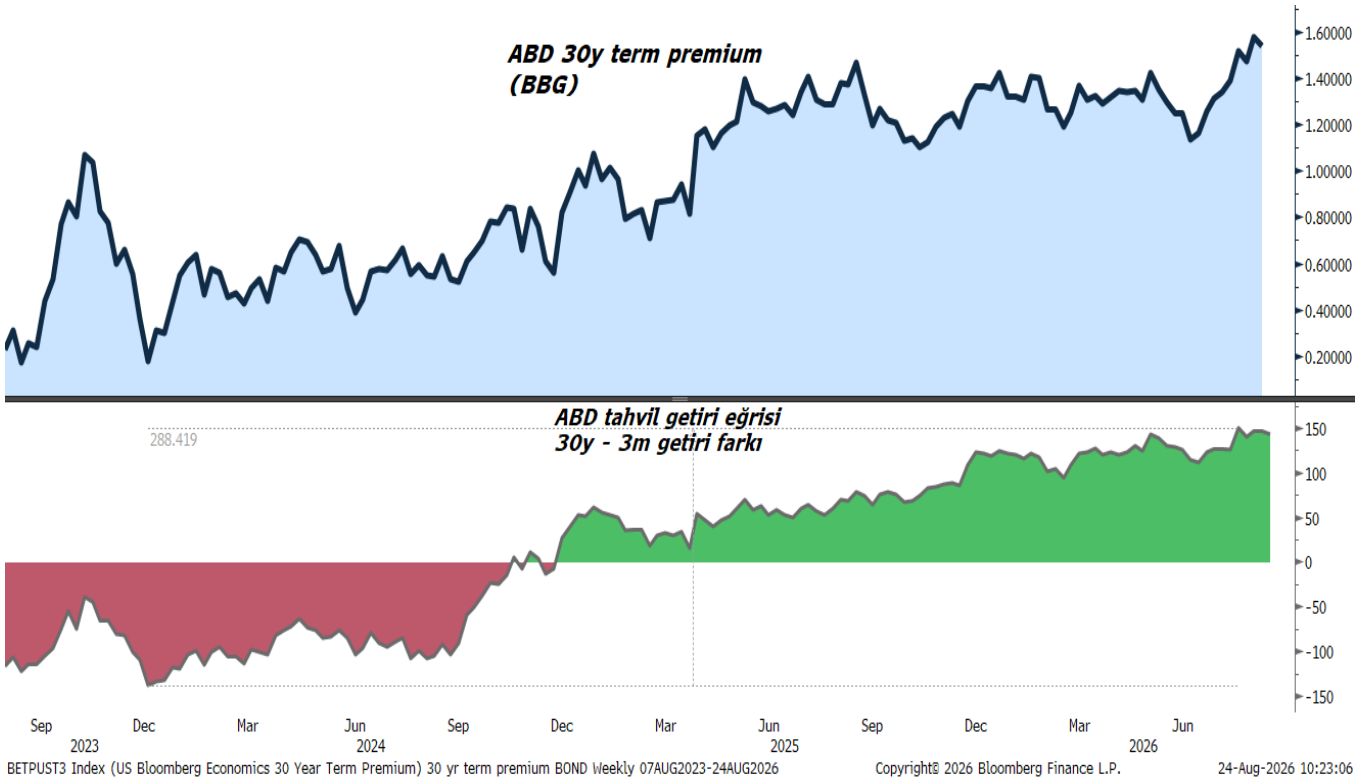
Mali disipline ihtiyaç var... Ülkenin \$40 trilyon üzerindeki borç yükü, bu borcu son ihraçlarda 25 senenin en yüksek faiz oranları ile çevrilmesi ve bunların sonucu olarak faiz harcamalarının \$1 trilyon üzerine çıkarak defans harcamalarının da üzerinde bütçede en çok yer tutan ikinci harcama olması ve borçlanma kapasitesinin giderek daha da kırılgan hale gelmesi, yapısal sorunların çözümüne yönelik somut adımların atılmasını gerekli hale getirdi.

Fiyatların sinyal etkisi bozulmamalı... Ancak enflasyonist iç ve dış politikalar devam ederken, piyasalardan gelen uyarılara göz kapatılarak yapısal sıkıntılara geçici çözümler aranıyor ve mali disiplinin geri plana atılıyor. FED'in ve hazinenin de buna dahil olarak piyasalarda olası bir dislokasyonu geçici çözümlerle erteleme çabası ve yapılan müdahalelerle piyasadaki fiyatlamaların sinyal etkisini bozma girişimi bize göre ters bir etki yaratarak doları baskılarken, dolara alternatif altın gibi emtiayı ve kriptoparalara olan ilgiyi artırıyor.

Yapay zeka yatırımları tahvil bono piyasasında arzı daha da artırıyor... Ek olarak bu sene şirketlerin yapay zeka yatırımlarını fonlamak için giderek daha fazla sermaye piyasalarına başvurduklarını görüyoruz. Büyük teknoloji şirketlerinin yatırım yapmama riskini yok olma riski ile ilişkilendirmeleri nedeniyle yapılan dev yatırımlara kaynak yaratma çabası ve birbirini ardına gelen büyük bono ihraçları da uzun vadede sabit getirili ürün arzını artırarak, hazinenin borçlanma maliyetlerini daha da yükseltebilecek bir dinamik. Burada 6 dev teknoloji şirketi önümüzdeki sene \$995 milyar CAPEX planı yaparken, Oracle, Meta, Amazon ve Alphabet gibi geçmişte çok ciddi nakit yaratan şirketlerin serbest nakit akışının önümüzdeki bir sene eksiye geçmesi bekleniyor.

Getiri eğrisinde dikleşme ve vade primindeki yükseliş... ABD'nin en önemli kurumlarının başında, piyasaların işleyişine yönelik son derece bilgi ve tecrübe sahibi Bessent ve Warsh gibi önemli figürlerin olmasına rağmen, sorunların çözümüne yönelik somut bir adım atılmadığını görüyoruz. Bessent'in Japonya piyasalarında ve ABD tahvillerindeki müdahaleleri ve piyasaların yanlış olduğuna dair yorumları, Warsh'un ise FED'in reaksiyon fonksiyonuna dair belirsizliği artıran söylemleri, faiz artırma konusundaki isteksizliğinin enflasyona yönelik sert mesajların arkasında duramayacağı kaygılarına yol açması, "FED politize ediliyor mu" sorularını tekrar gündeme getirdi ve yatırımcılarda güven kaybına yol açtı.

Bu güven kaybının ve enflasyon beklentilerindeki bozulmanın yansımalarını, yatırımcıların uzun vadeli tahvilleri tutmak için giderek artan bir risk primi talep etmelerinde görüyoruz. Son dönemde ABD tahvillerinin getiri eğrisindeki dikleşme ve vade primindeki yükseliş de bunun sonuçları.



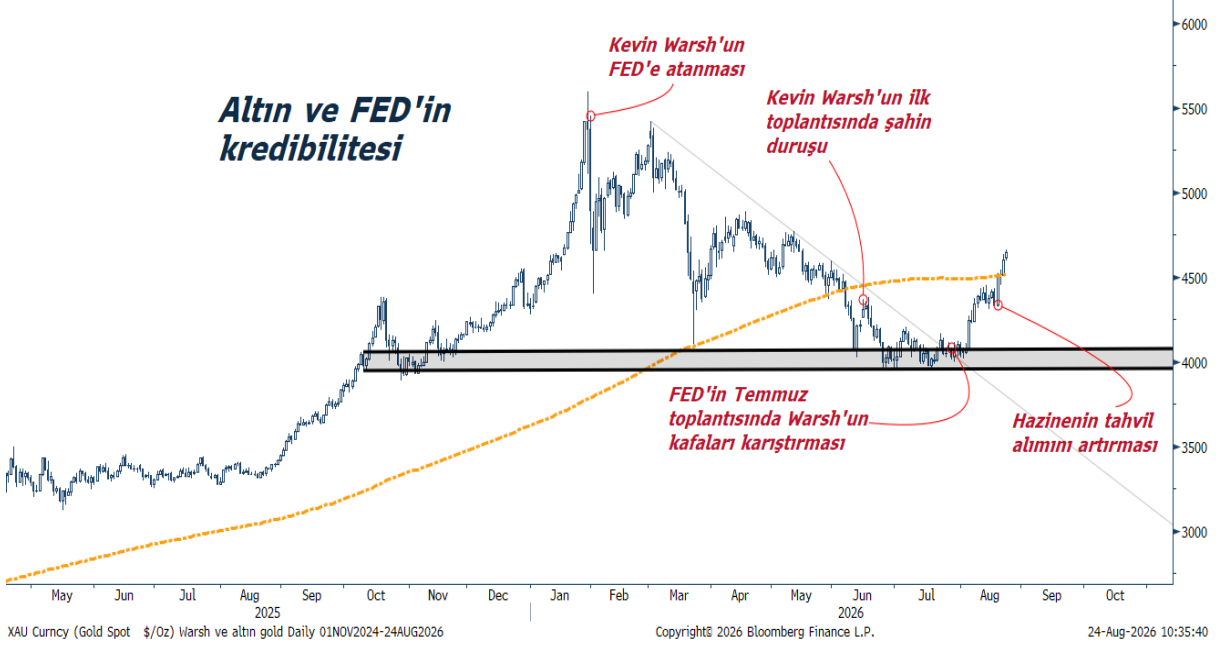
Jackson Hole toplantısı tekrar önemli hale geldi...

Her ne kadar son dönemde gelen enflasyon ve istihdam verileri FED'in elini nispeten rahatlatmış olsa da, yatırımcıların dolara ve politika yapıcılara yönelik güven kaybı, önümüzdeki dönemde FED'den gelecek mesajlara piyasaları oldukça hassas hale getiriyor. Warsh'un son FED toplantısında olduğu gibi top çevirmeye devam etmesi ve seçimler öncesinde gerekli olsa da bir faiz artırımının gelemeyeceğinin anlaşılması durumunda piyasa oyuncuları tahvillerde ve dolarda satışa giderek merkez bankasının elini test etmeye devam edebilir.

Bu noktada uzun vadeli tahvil faizlerinin durulması için Warsh'un "walk the talk" diye tabir edebileceğimiz söylemlerinin arkasında somut adımlarla durabileceğine piyasa oyuncularını ikna etmesi gerekiyor. Aslında yeni FED başkanı bunu ilk toplantısındaki şahin duruşu ile başarmıştı ancak sonrasında verilen mesajların kafaları karıştırması ve bu kafa karışıklığının merkez bankasını komünikasyona daha kapalı bir hale getirme isteği ile pekiştirilmesi, yatırımcıları karanlıkta bıraktı.

Dolara ve kurumlara güvenin aşınması altında alımları tetikliyor...

Jackson Hole'da gelecek mesajlar altın için çok kritik... Politika yapıcı kurumlara olan güven kaybı da dolara ve dolar bazlı sabit getirili enstrümanlara olan ilgiyi azaltırken, altın gibi doların reel alternatifi olan ve çok uzun vadede efektif bir enflasyon hedge'i fonksiyonunu ispat eden varlıklara olan kaçıışı hızlandırıyor. Nitekim son dönemde altındaki büyük dönüş hareketlerine baktığımızda, **FED'e ve hazineye yönelik güven algısının fiyatlamalarda çok önemli hale geldiğini** ve altında momentumu yaratan ve fiyatları etkileyen marjinal alıcının esas olarak merkez bankalarında çok dolardan kaçan yabancı yatırımcılar olduğunu görüyoruz. Önümüzdeki dönemde FED'e ve doları etkileyecek politikaları yapan karar alıcılara yönelik güvenin daha da aşınması altındaki yükseliş hareketinin devamını getirebilir.



Bitcoin...

Yükselişler bu noktadan sonra daha sınırlı kalabilir... Biz bu noktada Bitcoin ve kriptoparaları bir enflasyon hedge'i olarak görmüyoruz. **Efektif bir mübadele aracı olmak, değer saklama ve ölçü birimi olmak gibi para birimlerinin ana fonksiyonlarını da tam olarak yerine getiremediği için fiat paralara alternatif bir finansal varlık olarak görmüyoruz** ve spekülasyon bir menkul kıymet olarak değerlendiriyoruz. Son dönemdeki yukarı yönlü harekette esas olarak faizlerdeki baskılanmanın spekülasyon kıymetlere olumlu etkisinin, 200 günlük hareketli ortalamalar gibi kritik direnç seviyelerinin kırılması ile yaratılan momentumun ve Trump'ın kriptoparaların geniş çapta kullanımının önünü açacak yeni yasaların çıkartılmasına yönelik yorumlarının ön plana geldiğini düşünüyoruz.

Bazı yatırımcıların Bitcoin'i dolara bir alternatif olarak değerlendirme eğiliminde olmaları, kısa vadede doların değer kaybettiği dönemlerde kriptopara ekosisteminde bir miktar alıma yol açıyor ancak biz bu etkinin geçici olduğunu düşünüyoruz. Dolayısıyla Bitcoin ve Ethereum gibi kripto varlık ekosisteminin ana oyuncularındaki yükselişlerin bu momentumda devam etmesini beklemeyiz ve önümüzdeki dönemde kriptoparaların teknoloji hisselerine ve spekülasyon risk iştahına paralel hareket ettiğini görebiliriz.

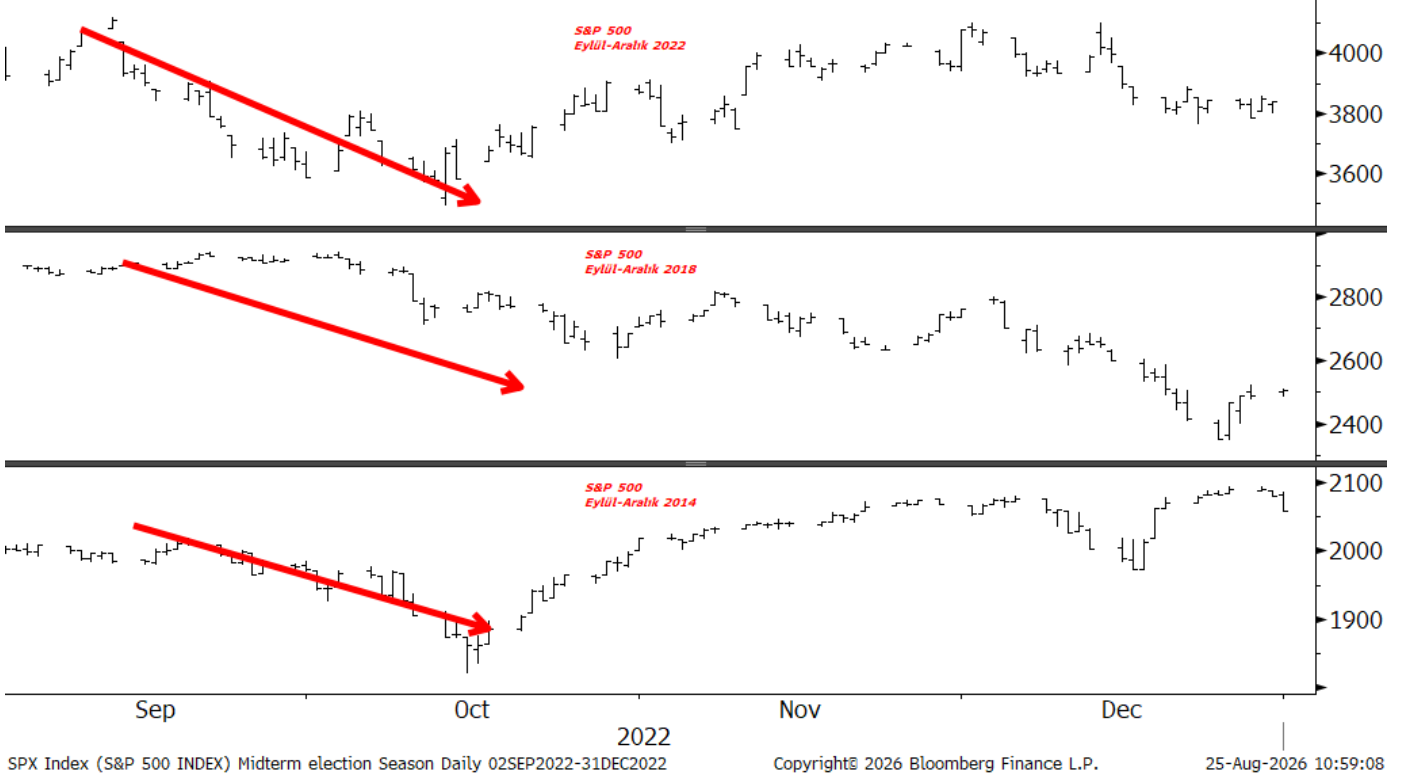
S&P 500'de düzeltme riski artıyor...

Faizlerdeki artış, mevsimsellik ve bilançoların bitişi ralliyi tehdit ediyor... Tahvillerdeki Uzun vadeli tahvil faizlerindeki yükselişin belli dirençleri aşması (10 yıllıklarda %4,70 ve %5) hisse senedi piyasalarını daha da rahatsız etme ve sert bir düzeltmeyi tetikleme ihtimali var. Ayrıca mevsimsel olarak da hisselerin zayıf performans gösterdikleri Eylül ve Ekim aylarında, tatil dönüşü ile beraber yatırımcıların biriken riskleri fiyatlama konusunda daha iştahlı olduklarını görebiliriz. **Faizlerdeki yükselişe ve mevsimsel etkilere ek olarak bilançoların sona ermesi ile beraber güçlü kar rakamlarının sağladığı itici gücün ortadan kalkması ve seçimler öncesindeki belirsizlik de hisse senetlerinde baskıya yol açabilir.**

Ara seçimler öncesinde satış baskısı... Son üç ara dönem seçimlerini incelediğimizde (bunların popülist politikaların daha ön planda olduğu dönemler olduğunu söyleyebiliriz), S&P 500'de seçimler öncesindeki Eylül-Ekim aylarının satış baskısı ile geçtiğini görüyoruz. Burada yatırımcılar görevdeki hükümetin ara dönem seçimlerini kaybetme ihtimalinin artmasını ve seçimler sonrasında Kongre'nin kaybedilmesi ile politik açıdan daha belirsiz bir ortamı ve pasifize edilerek politika yapma kabiliyeti azaltılmış bir hükümetin ekonomiye etkisini fiyatlıyor olabilirler.

Eylül öncesi daha defansif alanlara rotasyon... Dolayısıyla Jakson Hole'dan gelecek mesajlara göre altında pozisyonları tekrar artırmak ve Eylül ayı öncesinde riskli pozisyonlarda ve teknoloji hisselerinde bir miktar ağırlık azaltarak daha defansif pozisyonlara geçmek bu aşamada mantıklı olabilir.

Midterm öncesi S&P 500 - 2022, 2018, 2014





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, yayımlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.