

Petrol, Faizler, Yapay Zeka ve Altın

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

Türkiye özelinde ise, geçen hafta Enflasyon Raporu'nun olumlu bir risk olayı olmasını ve fonlama maliyetinin düşürülmesine dair sinyal vermesini beklediğimizi ifade etmiştik.

TCMB, son Enflasyon Raporu'nda 2026, 2027 ve 2028 yıl sonları için ara enflasyon hedeflerini sırasıyla %24, %15 ve %9 seviyelerinde değiştirmeden korudu.

Ancak 2026 yıl sonu enflasyon tahmini %26'dan %28'e yukarı yönlü revize edilirken, 2027 yıl sonu enflasyon tahmini %15 seviyesinde sabit tutuldu. Cari yıla ilişkin yukarı yönlü revizyon, büyük ölçüde para politikasının kontrolü dışındaki arz yönlü faktörleri yansıtıyor.

Daha da önemlisi, para politikası cephesinde Başkan; Banka'nın fonlamanın normalleştirilmesi, yani fonlamanın yeniden %37'lik bir haftalık repo faizi üzerinden sağlanması konusunu aktif bir şekilde tartıştığını belirtti. Bununla birlikte, net bir takvimden bahsetmedi.

Başkan ayrıca, revizyonun temel nedenlerinin büyük ölçüde para politikasının kontrolü dışında kalması ve buna karşılık temel enflasyon eğilimlerinin iyileşme göstermeye devam etmesi nedeniyle, enflasyon tahminindeki 2 puanlık yukarı yönlü revizyonun politika duruşunda sıkılaştırmayı gerektirmediğini ifade etti. Zayıf iç talep konusuna da defalarca değinildi.

Banka'nın önümüzdeki iki hafta gibi kısa bir süre içinde fonlamayı normalleştirebileceğini ve Eylül ayından itibaren çok temkinli bir gevşeme döngüsü başlatarak politika faizini 2026 sonuna kadar %35 seviyesine çekebileceğini düşünüyoruz. Bu senaryo gerçekleşirse, fonlama faizinin normalleşmesi Türk hisse senetleri için olumlu bir katalizör olabilir.

Küresel ölçekte, risk alma ve "carry trade" (düşük faizli para birimiyle borçlanıp yüksek getirili varlıklara yatırım yapma) işlemleri için makul ölçüde elverişli bir ortam görmeye devam ediyoruz. Bu temel senaryoda, makroekonomik oynaklığın sınırlı kalması bekleniyor.

Hem G10 hem de gelişmekte olan piyasalarda çekirdek enflasyon, ABD'nin son aylık çekirdek enflasyon verisi de dahil olmak üzere, genel olarak makul bir seyir izledi. Büyüme gücünü koruyor. İşgücü piyasası istikrarlı görünüyor ve finansal koşullar yeniden gevşedi. Gelişmekte olan piyasalar, Avrupa ve Asya da yaşanan tekrarlayan şoklara rağmen beklenenden daha fazla dayanıklılık gösterdi.

Şirket kârlılığı da oldukça güçlü. İstikrarlı büyüme ve yüksek kâr marjları, ABD'deki şirket kazanç artışının güçlü bir şekilde çift haneli seviyelerde kalmasını sağladı.

Daha önce de belirttiğimiz gibi, başlıca üç risk alanı bulunmaktadır: petrol, faiz oranları ve yapay zeka (AI) temasına ilişkin yeniden ortaya çıkabilecek şüpheler.

En yakın risk, uzun vadeli faizler ki bu sadece yüksek petrol fiyatlarının yansıması da değil. Bu Bize göre sorun daha çok yapısal niteliktedir: Ekonomiyi "yüksek tempoda çalıştırma" (run it hot) yaklaşımı güçlü bir nominal büyümeye ve büyük mali açıklara yol açmıştır; şirketlerin yüksek finansman ihtiyacı ise reel getirileri hisse senedi piyasalarını sarsacak düzeylere taşıyabilir.

En yakın risk, yalnızca yüksek petrol fiyatlarından kaynaklanmayan bir şekilde, uzun vadeli tahvil getirileri cephesinde görülüyor. Bize göre sorun daha çok yapısal nitelikte: Ekonomiyi "yüksek tempoda çalıştırma" (run it hot) yaklaşımı güçlü bir nominal büyümeye yol açtı; ancak büyük mali açıklar ve şirketlerin yoğun finansman ihtiyaçları, reel getirileri hisse senedi piyasalarını sarsacak düzeylere taşıyabilir.

Ayrıca, bilanço dönemi güçlü geçti; fakat piyasa artık beklentilerin üzerinde gelen sonuçları eskisi kadar ödüllendirmiyor. Bu durum, beklentilerin temel göstergelerin önüne geçtiğinin ve bilanço açıklamaları sonrası elde edilen o "kolay" değer artışlarını yakalamanın giderek zorlaştığının ilk işareti olabilir.

Her halükarda, söz konusu üç başlıkta da riskler varlığını koruyor. ABD ile İran arasındaki anlaşma henüz kalıcı bir çözüm sağlamadı. Uzun vadeli tahvil getirileri kontrolden çıkabilir. Ayrıca, iyimser sermaye harcaması ve kazanç beklentilerine yönelik ciddi bir sorgulama, genel yapay zeka (AI) temalı piyasa hareketini olumsuz etkileyebilir.

Buna ek olarak, yapay zeka alanındaki sermaye harcaması patlaması, sermaye talebini artırarak bu baskıyı daha da güçlendirebilir. Nitekim, en büyük teknoloji borçlularından bazılarının kredi spread'leri genişledi.

Dolayısıyla, iyimser senaryomuzun geçerli kalabilmesi için enerji arzındaki aksamaların sınırlı kalması, Fed'in güvenilirliğini yeniden tesis etmesi ve yapay zeka yatırımlarının ekonomik getirisine dair algının ciddi bir olumsuz revizyona uğramaması gerekiyor.

Son iki yılda edindiğimiz tecrübe, politika yapıcılar için "kırmızı çizginin" (tahammül sınırının) uzun vadeli tahvil getirilerindeki yükseliş olduğunu gösteriyor.

Kevin Warsh, ileriye dönük yönlendirmeye (forward guidance) bel bağlamaktan uzaklaştı ve finansal koşulların piyasalar tarafından belirlenmesine izin verme konusunda daha istekli bir tutum sergiledi. Bu süreçte uzun vadeli tahvil getirileri de hızla yükseliyordu. Ancak, federal hükümetin faiz giderlerinin zaten hızla arttığı bir ortamda, çok daha yüksek uzun vadeli tahvil getirilerine tahammül etmek daha karmaşık bir hal alıyor. İşte bu nedenle, Hazine'nin Warsh'ın açıklamalarından sadece iki gün sonra müdahale etme kararı büyük önem taşıyor.

Modern piyasa yapısı, borç azaltma (deleveraging) süreçlerine politika yapıcıların tahammül etmesinin giderek zorlaştığı bir yapıya bürünmüştür.

Altın, Temmuz ayının son haftasındaki olayların hemen ardından %7'den fazla yükselerek, küresel finans krizinden bu yana en güçlü haftalarından birini yaşadı. Hemen hemen aynı hızda, Bessent, Japonya'nın Hazine tahvillerini piyasaya satmak yerine, elindeki tahvillere karşılık dolar elde etmesine olanak sağlayacak olan FIMA repo tesisini genişletmeyi Federal Rezerv'in değerlendirmesi gerektiğini kamuoyuna açıkladı. Bunlar, hisse senetlerinin rekor seviyelere yakın olduğu, kredi spreadlerinin tarihsel olarak dar kaldığı ve oynaklığın düşük olduğu bir ortam için geleneksel politika tepkileri değil.

Altının hareketini, Fed beklentilerindeki değişime bir tepkiden daha fazlası olarak görüyoruz. Belki de yatırımcılar, borç yükünün politika yapıcıları giderek daha fazla bir tür getiri eğrisi kontrolü/finansal baskıya doğru zorladığını fark ediyorlar. Altın, borç sisteminin istikrarını korumanın nihayetinde daha fazla likidite, daha fazla finansal baskı ve eski çerçevenin izin verdiğinden daha yüksek nominal büyüme ve enflasyona sürekli bir tolerans gerektirip gerektirmeyeceği konusundaki soru işaretlerinin olduğu bir ortamda doğal olarak en avantajlı konumda olan varlık sınıfıdır.

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.