

Haritalar ve Gerçekler

"Gerçek, üzerinde anlaşmaya varılan bir yalandan başka nedir ki?"

- Friedrich Nietzsche

Kant'a göre "kendinde şey" (thing in itself) ulaşamayacağımız bir yerde. Nietzsche'ye göre ise hepimiz birer yalancıyız.

Artık çoğu haberin bir reyting ve tıklama oyununun parçası olduğunu biliyoruz, nesnelliğin ise bir sis perdesinin arkasında kaldığını görüyoruz. Bilim insanları, teorilerimizin ve modellerimizin "dışarıdaki" gerçek dünyaya karşılık gelmediğini, yalnızca model olduğunu, belirsiz bir labirentte geçici rehberler olduğunu biliyor olmalılar. Belki de gerçeğe en yakın yaklaşımımız kendi sınırlarımızı kabul etmekten, modellerimizin gerçeğin sadece haritaları olduğunu fark etmekten gelebilir. Bu ayrımın farkında olmayanlar ise inançlarını hiçbir zaman çelişen yeni bilgileri içerecek şekilde güncellemedikleri için aynı hataları defalarca tekrarlayabilirler.

Avusturya iktisat ekolünün (Austrian School of Economics) önem verdiği konuların başlarında enflasyonun çeşitli şekillerde ortaya çıktığı ve varlık enflasyonunun, tüketici enflasyonundan daha zararlı olduğu iddiası yer alıyor. Bu aslında o dönem de şimdi de olduğu gibi bir azınlık veya karşıt görüş, modellemesi de kolay olmayan bir tezdi. Tüketici fiyat enflasyonu genellikle zararlı olarak kabul ediliyor. Artan tüketici fiyatları; her zaman halkı, iş dünyasını, politikacıları ve merkez bankacılarını rahatsız eder.

Varlık fiyatlarındaki enflasyonun ise genellikle iyi bir şey olduğu kabul ediliyor ve sağlam temellerin bir nevi doğrulanması olarak görülüyor. Bundan dolayı varlık enflasyonuna karşıt bir seçmen, işveren, siyasetçi veya merkez bankası kitlesi yok. Bu konularda BIS'in uzun zamandır yaptığı uyarılar ise bir istisna teşkil ediyor.

Özellikle bu günlerde FED başta olmak üzere varlık enflasyonunu, spekülasyonları ve oluşabilecek balonları engellemek için daha sıkı para politikası uygulayacağına dair pek bir işaret yok. Piyasalardaki algı, gerçekten de iş döngüsünün bu olgun aşamasında yükselen piyasa fiyatlarını desteklemenin Federal Reserve ve küresel merkez bankalarının sorumluluğu olduğu varsayılıyor. Buna "FED putu" da deniyor.

Tarih, en büyük krizlerin düşük enflasyonda dahi önemli büyük varlık enflasyonları ve spekülatif balonların patlamasından sonra ortaya çıktığını öğretiyor. 2008'de patlayan ipotek finansmanı balonu ve "büyük mali kriz" bu konudaki sayısız örnekten sadece biri. 1929 yılında yaşanan "Büyük Buhran'ın" sorumlusu da daha öncesinde yaşanan varlık enflasyonu, spekülasyon ve bunun sonucunda ortaya çıkan derin risklerdi.

Diğer bir örnek ise 1980'li yıllarda Japonya'daki, özellikle de gayrimenkulde yaşanan, varlık balonlarıydı. Bu varlık balonları, aslında Japonya'nın yavaş yavaş çıkmaya çalıştığı düşük büyüme ve enflasyon olgusunun da sebebiydi. Daha sonraları da çok gördüğümüz gibi Japon varlık enflasyonu ve spekülatif balonlar, düşük tüketici fiyat enflasyonu ortamında, merkez bankacılarını yanlış bir cesaret ve kontrol duygusuna sürüklemişti.

Federal Reserve'in politika oluşturma süreci de bugünlerde başarılı olarak görülüyor. FED, bir yandan hızlı bir faiz artırımına gitti ama 'bunun ekonomik maliyeti olmadı' anlayışı egemen gibi duruyor. Hâlbuki faiz artırımlarına rağmen finansal koşulların sıkılaşmadığı, hatta Ekim'den bu yana ciddi anlamda gevşediği de bir gerçek. Bu gerçeklik, varlık enflasyonu tarafında da kendini gösteriyor.

Federal Reserve, daha sıkı finansal koşullar yaratacağına ve politikasıyla "rüzgara karşı yaslanmak" yerine, spekülatif piyasalarda faiz indirimlerine yönelik yönlendirmeleriyle "güvercin dönüşü" sinyali verdi. Böylece adeta ateşe benzin dökmüş oldu.

Kısacası FED; bugün, daha sıkı koşulların varlık fiyatlarının gerilemesi konusunda yetersiz kalıyor. Bu aşamadan sonra oluşan kırılmalıkların, finansal istikrar riski taşıyabildiğini de düşünüyoruz. Ancak bunlar yıllarca süren "FED put" algısının sonucudur. Sürekli gevşek koşullar giderek piyasa disiplini bozdu. Belki eski günlerdeki gibi tahvil piyasası Washington'un maliye politikalarında ihtiyatlı davranmasını sağlayabilirdi. Ama bunun yerine, yıllar süren yapay olarak düşük faiz oranlar, büyük QE programları ve en son olarak da hazine bono ihraçlarının maliyetini düşürmek için vadeleri kısaltması, büyük bütçe harcamalarına yol açtı. Ekonomik büyümeye rağmen 2024'te GSYİH'nın yaklaşık yüzde 7'si kadar bir bütçe açığının oluşmasına neden olacak.

FED; enflasyonun hedefin üzerinde kalmasına izin vermek ancak yine de yılsonuna kadar faizleri birçok kez düşürmeye devam etmek noktasında bulunuyor. Bu nedenle, artık riskten açıkça endişe etmeyen bir "FED putunun" varlığına iyice inanmış bir piyasa adına varlık enflasyonu için yeşil ışık yakılmış demektir. Bundan dolayı da birçok riskli varlığın eş zamanlı olarak tüm zamanların en yüksek seviyelerine çıkması ve yüksek getirili bono spread'lerinin son iki yılın en düşüğüne gerilemesi sürpriz değil. Fakat FED'in servet etkisi ve talep yönlü enflasyonu yeniden alevlendireceğine dair bir korkusu olmadığı da anlaşılıyor.

Dolayısıyla kısa zamanda ne parasal ne de maliye politikasında sıkılaştırma beklenmemeli. Bu varlık enflasyonu ve “goldilocks” piyasa rejimini sağladı. Son birkaç haftadır ise varlık enflasyonunun muhtemelen servet etkisi kanalı ile de enflasyonda artış gördük. Bu özellikle de “yapışkan enflasyona” yönelik verilerin arttığı bir ortamda gerçekleşiyor ve FED’in enflasyon hedefini tutturmasının son aşamasında zorlanacağına veya hedefin üstünde enflasyonu sineye çekeceğini düşündürüyor. Piyasalarda çok fazla yankı bulmadıysa da enflasyon görünümü FED açısından sıkıntılı olabilir. Örneğin, 3 aylık yıllıklandırılmış bazda çekirdek TÜFE’ye bakarsanız yüzde 4,2’ye yükseldi. Dolayısıyla son verileri bunlar, yalnızca bir aylık kötü veri olarak açıklamak zor. Ayrıca Atlanta FED’in yapışkan TÜFE serisi şu anda 3 aylık yıllıklandırılmış bazda yüzde 5,1 arttı. Bu arada, yükselen petrol fiyatlarının doğrudan ve dolaylı enflasyon etkilerinin olması da beklenmeli.

ABD seçimlerini konuşmak için biraz erken ama hem Biden hem de Trump benzer ekonomik politikaları seslendiriyor. Esası itibariyle; ekonomik popülizm, korumacılık, tarifeler, sübvansiyonlar, altyapı inşası gibi alanlarda benzerlikler var.

Daha önce de ifade ettiğimiz gibi “goldilocks’tan yine bir “risk on” yani “risk iştahının yüksek olduğu” rejimi olan reflasyona geçiş yaptık. İkisi arasındaki farklardan biri, ikincisinde enflasyonun yükselmesi ve bunun da bono faizleri üzerinde etkisi olabilir. Nitekim geçen hafta, 2 ve 10 yıllık ABD bono faizleri yaklaşık 25 baz puan yükseldi.

JP Morgan CEO’su Jamie Dimon ve Citadel kurucusu Ken Griffin’in, FED’i faiz indirimleri için aceleci olmaması konusunda uyarımları dikkat çekici idi. Bu arada Dimon’un “yumuşak iniş” yerine “iniş yok” tezimizle uyumlu şekilde “piyasanın yumuşak iniş söyleminin abartıldığına inandığını” öne sürdüğünü okuduk. Dimon’a; “dünya muhtemelen yüzde 70-80 oranında yumuşak bir inişi fiyatlıyor. Gelecek bir veya iki yıldaki şansın bunun yarısı kadar olduğunu düşünüyorum” dedi.

Merkez bankaları haftasında ilk karar Japonya’dan geldi. Son haftalarda medyaya sızıntılar ve yetkililerin açıklamaları doğrultusunda Japonya Merkez Bankası (BoJ) 2007’den bu yana ilk kez bu sabah faiz oranlarını artırdı. Önceki yüzde eksi 0,1 yerine kısa vadeli politika faizi artırıldı ve artık yüzde 0 ile yüzde 0,1 arasında olacak. Aynı zamanda, uzun vadeli JGB’lere yani Japon bonolarına yönelik verim eğrisi kontrolü hedefi de terk edildi. Fakat BoJ hala açık bir hedef olmamasına rağmen, daha önce olduğu JGB satın almayı planlıyor. Öte yandan ETF ve GYO alımlarını durduracak, ticari senet ve şirket tahvili alımları ise kademeli olarak azaltılarak 12 ay içerisinde tamamen durdurulacak.

Bu oldukça kapsamlı önlemlere rağmen Japon Yen’inin ilk tepkisi, karara olumsuz oldu. Bunun sebepleri arasında; beklentiyi al gerçekleşmeyi sat şeklindeki piyasa refleksi, faizlerin çok fazla artması durumunda JGB alımları artıracığını da belirtmesi, belirsizliğini devam etmesi çünkü BoJ’un gerçek bir faiz artırım döngüsü planladığına dair henüz bir işaret olmaması gösterilebilir.

Sonuç itibariyle BoJ aşırı genişlemeci para politikasından dönüşün ilk adımını atmış olsa da bunun çok açıkça şahin dönüş olmadığını düşünüyoruz.

Ancak BoJ’un daha fazla faiz artırımını sinyali vermesi halinde, bono ve döviz piyasalarında volatilitenin artması beklenebilir. Özellikle bono ve döviz volatilité göstergeleri bu kadar dipteysen, küresel faizler ve Yen üzerinde yukarı yönlü baskı oluşabilir.

Diğer yandan Çin’den gelen veriler olumlu ve bizim reflasyon temamızla da uyumlu. Çin’den gelen en son emlak fiyatı ve kredi verileri, küresel likiditedeki yükseliş eğilimine önemli katkı sağlayabilecek ve PBOC’nin sürdürülebilir parasal genişlemeye gideceği yönündeki beklentileri destekleyeceğini düşünüyoruz. Emlak sektörünün Çin GSYİH’sının yüzde 25-30’unu oluşturduğunu hatırlamakta fayda var.

Sonuç itibariyle, hala bir “risk on” rejimi olan reflasyon içinde olsak ve bu temel anlamda olumlu ve risk iştahının yüksek olduğu bir ortam olsa da küresel hisse senetleri için düzeltme riskinin arttığını düşünüyoruz.

Kısa vadeli baskı altında kalma ihtimali olsa da altın favori varlıklarımızdan biri olmaya devam ediyor. Emtia grupları içinde ise bakırı beğenmeye devam ediyoruz. Hisseler tarafında ise hem altın hem de bakır madencilere daha yakından mercek altına alınabilir diye düşünüyoruz.

Yurt içine geçtiğimizde arz ve talep göstergeleri arasındaki makasın devam ettiğine işaret eden verilerin gelmeye devam ettiğini görüyoruz. Daha önce de ifade ettiğimiz gibi enflasyon için risklerin yukarı yönlü olduğunu düşünmeye devam ediyoruz.

Sanayi üretim endeksi Ocak ayında yıllık bazda yüzde 1,1 arttıysa da aylık bazda değişmedi. Perakende ticaret satış hacmi ise Ocak ayında yıllık bazda yüzde 13,3 aylık bazda ise yüzde 2,6 arttı. Aralık 2023’te de yıllık yüzde 11,4 artmış idi.

Açıklanan ödemeler dengesi verilerinde çekirdek diyebileceğimiz, altın ve enerji dışı cari fazlanın geçen sene Ocak ayından itibaren gerilemesinin duruş ve bir miktar yükselmiş olması dikkat çeken konular arasında yer

alıyor. Diğer dikkat çeken noktalar arasında ise finans hesabındaki yaklaşık 1,8 milyar dolarlık çıkış ve net hata noksan kalemindeki 5 aydır devam eden çıkış bulunuyor.

Şubat bütçe verilerine göre ise bütçe dengesi Şubat ayında, 154 milyar TL açık verirken ilk iki ayki açık 305 milyar TL oldu. Bu da açıkta geçen sene aynı döneme nazaran yüzde 50'lik bir artışa tekabül ediyor. Faiz dışı denge ise ilk iki ayda 129 milyar TL açık verirken bu geçen sene aynı döneme göre yüzde 12,7'lik bir iyileşmeye denk geliyor.

Detaylara baktığımızda bütçe gelirlerinin ilk iki ayda yüzde 127 arttığını gözlemledik. Bunun önemli bir kısmı da gelir vergisindeki yüzde 124'lük artıştan geldiğini görüyoruz.

Giderler tarafında ise merkezi yönetim bütçe giderleri ilk iki ayda yıllık bazda yüzde 105 artmış. Bu artışta ilk iki ayda yıllık bazda yüzde 145 artan personel giderler rol oynamış gözükürken, cari transferler ilk iki ayda yıllık bazda daha düşük oranda yüzde 70 artmış. Öte yandan faiz giderlerinde, yılın ilk iki ayında geçen sene aynı döneme göre yüzde 217'lik artış var.

12 aylık bütçe açığı 1477 milyar TL ve faiz dışı denge de eksi 681 milyar TL oldu.

Merkez bankası anketine göre katılımcıların 2024 sonu TÜFE beklentisi bir önceki yüzde 42,96'dan yüzde 44,19'e yükseldi. 2025 sonu için de beklenti yükseldi. Buna rağmen 12 ay sonrası TÜFE beklentisi yüzde 37,78 iken, yüzde 36,70 olduğunu gözlemliyoruz. 24 ay sonrası TÜFE beklentisinin yüzde 23,05'ten yüzde 22,67'e gerilediğini belirtebiliriz.

Bu arada son verilere göre yılbaşından bu yana yabancı yatırımcılar hisse senetlerinden 253 milyon USD civarı çıkış yaparken lokal bono tahvile girişleri ise 61.6 milyon USD civarı olmuş.

Borsa için birkaç hafta önce sebeplerini vererek düzeltme ihtimali artıyor diye yazmıştık. O düzeltme geldi. Kısa vadede bu düzeltmenin şimdilik tepki denemeleri üretmesi olası görünüyor.

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, yayımlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.