

## Kapitalizm ve Piyasa Ekonomileri

Fransız tarihçi Fernand Braudel, üç ciltlik devasa kapitalizm tarihi olan “*Civilization and Capitalism, 15th-18th Century*.” kitabını 1970'lerin sonlarında tamamladı. Kitabının sonuna yaklaşırken Braudel, bize günümüzde daha iyi rehberlik edebilmesi için tarihi kullandı. O, kapitalizmi piyasa ekonomisinden ayırmamız gerektiği konusunda ısrar etti. Kapitalizm eskiydi ama piyasa ekonomileri çok daha eskiydi. Kapitalizm; üretken kapasitenin muazzam yoğunlaşmasıyla, küresel çapta geniş ticaret ağlarıyla ve hâkim bir metropole geri dönmekle ilgiliydi. Sermaye eskiydi ama modern çağ, ona hayatın her yönünü yeniden şekillendirdiği benzeri görülmemiş bir siyasi ve sosyal güç vermişti. Sadece insanın ekonomik ihtiyaçlarını değil, aynı zamanda sosyal ihtiyaçlarımızı da karşıladılar. Bunlar; esnafın, küçük esnafın, terzi ve berberin yer aldığı tarih kesitiydi. Braudel, kapitalizm yoğunlaşmaya doğru amansız ilerleyişini sürdürürken New York ve Paris gibi sevdiği şehirlerin küçük sahiplerini kaybettiğine tanık olduğundan yakındı.

Şu anki durum tam da Braudel'in tahminleri doğrultusunda. Özellikle Amerikan kapitalizmi hissedar kapitalizmidir, yani önemli olan hissedarlardır. Pandemi sonrası organize emek faaliyetlerindeki artışa ve medyanın yüksek profilli birkaç toplu pazarlık dizisine gösterdiği ilgiye rağmen, ekonomik bir aktör olarak emek, 1980'ler öncesindeki halinin gölgesi olmaya devam ediyor. Bu değişecek gibi de durmuyor. ABD borsa endekslerinin, özellikle de S&P500'ün ve buna benzer başka küresel hisse senetleri endekslerinin alışılmadık derecede yoğunlaşmış olduğuna şüphe yok. Yani endeks performansı çok daha az sayıda büyük şirket hisselerinden daha fazla etkileniyor ve bu yoğunlaşma zaman içinde ciddi arttı. Hisse senedi piyasalarında büyük şirketlerin yoğunlaşması yüksek olduğunda, toplam endeksin performansı güçlü bir şekilde birkaç hisse senedinin performansı tarafından belirlenir.

Küresel riskli varlıklar için olumlu görüşümüz devam ediyor. Arada kısa vadeli düzeltmeler olsa da küresel riskli varlıklar için benchmark aldığımız S&P500 endeksin 6000 seviyesine yükselmesini beklemeye devam ediyoruz. Geçen haftada da ABD endeksleri güçlü gelen perakende satışlar, tüketicilerin harcama eğilimlerinin güçlü kalmaya devam ettiğini gösterdi. Ayrıca banka karları ve Netflix ve TSMC finansallarının beklentilerden güçlü gelmesiyle beraber teknoloji ağırlıklı endeksler ve özellikle yapay zeka odaklı hisseler güçlü performans gösterdiler. ECB'den gelen faiz indirimi ve Çin'den gelen faiz indirimi ve teşvik adımlarının devamı küresel hisse senetlerine olumlu etki yaptı.

Altın, favori varlığımız olmaya devam ediyor. Gümüş ise geçen hafta aradaki makası daraltacak şekilde yükseldi. Altın, 65 dolar veya yüzde 2,4 artışla rekor yüksek 2.721 dolara yükseldi ve 2024 kazançlarını yüzde 31,9'a yükseltti. Gümüşün yüzde 6,9'luk artışla 33,72 dolara yükselmesi, yıllık kazancını yüzde 41,7'ye yükseltti.

2024'ün üçüncü çeyreği; jeopolitik çatışmaların, Merkez Bankası eylemlerinin ve tüm varlık sınıflarında önemli miktarda kısa vadeli dalgalanmaların olduğu çalkantılı bir dönemdi. Bu ortama rağmen S&P500 yeni zirvelere ulaştı. İki şey buna sebep gibi görünüyor: Birincisi, enflasyon riski dizginlendi ve ikincisi, yatırımcılar küresel piyasaların çoğu rekor düzeyde olmasına rağmen özellikle ABD ve Avrupa'da ciddi bir faiz indirim döngüsü başlamış olduğuna inanmış durumda. Buna bir nevi “FED Put” ile politika yapıcıların artık arkalarında olduğuna inanıyorlar.

S&P500, pandemiden bu yana yalnızca ikinci kez art arda 6 haftalık kazanç elde etti ve 1997'den bu yana, en güçlü yılbaşından bu yana performansını gördü. Geçen Perşembe günü, kredilerde ABD IG yatırım yapılabilir spread'lerinin 2005'ten bu yana en dar seviyesine ulaştığı görüldü. Devlet tahvili spread'leri de sıkılaştı. İtalya'nın 10 yıllık tahvil getirileri ve Alman 10 yıllık tahvil getirileri arasındaki fark, Kasım 2021'den bu yana en dar seviyede görünüyor. Bloomberg'in ABD finansal koşulları endeksi Cuma günü, Temmuz ayından bu yana en gevşek seviyesinde kapandı ve Ağustos ayındaki önemli piyasa çalkantısından önceki seviyelerine geri döndü. Tüm bunlar iyi haberlerin belirli ölçüde fiyatlandığını ve bundan sonraki kazanımların daha zor gelebileceğini düşündürüyor.

Piyasalarda dönüm noktalarını zamanlamak zor bir zanaat ancak merkez bankalarının yön değiştirmiş olmaları piyasalar için yeni bir aşamaya girdiğimizi gösteriyor. Politika yapıcıların korkuları artık enflasyondan ziyade, ekonomik yavaşlamaya odaklanmış durumda. Faiz oranlarının resesyondan kaçınacak kadar hızlı bir şekilde düşürülmesi ile enflasyon kaygılarının yeniden ortaya çıkmasına neden olacak kadar hızlı olmaması arasındaki dengeyi kurmaları gerekiyor.

Genel anlamda olumlu olmakla birlikte, piyasalar için bilinmez ve potansiyel risk faktörleri var. Bu risk faktörlerden biri de ABD seçimleri olarak karşımıza çıkıyor. Yapılan son tahminler, her ne kadar Trump önde gibi gözükse de şu an itibarıyla yarışın başa baş geçeceği yönünde. Ayrıca kongre seçimleri de önemli görünüyor.

Faiz artırımlarına rağmen ABD ekonomisinin direnci hep soru işaretleri yaratmıştır. Yeni yayınlanan bir FED makalesine göre “*US Consumer Spending Is Increasingly Driven by Richer Households*” için Bloomberg'in

yorumu "Bulgular, son birkaç yıldır güçlü ABD tüketici talebi, analistleri şaşırttı ve ekonominin birçok kişinin beklediğinden daha hızlı büyümesini sağladı."

Şöyle devam ediyorlar: "ABD'nin ekonomik büyümesine güç veren tüketiciler giderek daha fazla üst sıralarda yer alan ve muhtemelen varlık fiyatı artışlarından kaynaklanan zenginlik etkisinden yararlanan kişiler. Benzer bulguların birçok ülkede geçerli olduğunu tahmin ediyoruz. Bunları okuyunca da Trump gibi daha popülist politikacıların yükselişini daha iyi anlayabiliyoruz."

Trump'un kazanma ihtimalinin artması daha önce gördüğümüz "Trump trade"i tekrar başlatabilir. Geçen hafta küçük orta boyuttaki şirketlerin dâhil olduğu Russell2000, S&P500'den iyi performans göstermesi bunun bir örneği. Çoğunluğun aksine Trump başkanlığında, ABD dolarının değer kazanabileceğini düşünüyoruz. Küresel ekonomi açısından ise değişiklikler olacağı muhakkak fakat bu Trump'un gümrük tarihlerini artırma politikasından yeni stratejik hamleler önemli olacak. Dolayısıyla etkileri, sektörlere ve ülkelere göre değiştirecek. Tarifelerle ilgili politikalar seçim sonucuna bağlı olarak, önemli ölçüde farklılık gösterebilir. Cumhuriyetçiler büyüme üzerinde etkileri olan daha yüksek tarifeler tercih edebilir. Yüksek tarife artışları yaşanırsa bu hem enflasyonu yükseltir hem de büyüme zarar verir.

Demokratların kazanması halinde, yönetimin büyük olasılıkla mevcut politikalarının sürdürülmesi ve muhtemelen belirli mallar hariç olmak üzere yeni tarifelerin olasılığının az olduğunu düşünüyoruz. Harris'in vergi artış planlarının seçilmesi durumunda törpüleneceğini düşünüyoruz.

Bizce FED, Eylül ayında önleyici 50 baz puanlık bir indirim ile kendisine bir sigorta almış oldu. FED'in Kasım toplantısında 25 baz puan faizi indirimi bekliyoruz. Aslında verilere baktığımızda, faiz indirimi için bariz bir sebep görmüyoruz.

Bir önceki faiz kararından önce çeşitli medya araçları ve eski FED New York üyesi Dudley'in yazısıyla piyasa 50 baz puan indirimine alıştırmıştı. FED Atlanta Başkanı Raphael Bostic'in FED'e yakınlığı ile tanınan The Wall Street Journal yazar/muhabiri Nick Timiraos'a verdiği röportajda, FED Atlanta başkanı Bostic Kasım ayında bir ara vermek üzere "kapıyı açık tuttu." FOMC'nin en azından gelecek ay yapılacak politika toplantısında kesintiyi atlama fikrini dikkate alması gerektiğini öne sürdü. Benzer şekilde ifadelerin yine geçen sefer olduğu gibi çeşitli medya vasıtasıyla piyasaları indirim olmayabilir, mesajların gelmesi durumunda bunu ciddiye almak gerekir. Henüz o yönde başka işaret görünmüyor.

Yakın zamana kadar Çin'in o kadar kötü durumdaydı ki, borsa yatırımcıları teşvik duyurularına odaklanmıştı. Büyük rallinin bir kısmı geri verildiyse de Pekin, kesinlikle Draghi'nin meşhur "ne gerekiyorsa" sinyalini veriyor.

Tutarlar ve detaylar net olmasa da Çin Maliye Bakanı rakam vermedi ancak Caixin Global geçen Pazartesi günü, teşvik için altı trilyon renminbi yani yaklaşık 850 milyar dolar özel hazine bonusu ihracını öneren kaynaklardan alıntı yaptı. Çin Merkez Bankası Cuma günü, başlangıçta borsaya 800 milyar yuan yaklaşık 12,38 milyar dolar kadar pompalayacak iki finansman planı başlattı

Çin'in "ne pahasına olursa olsun" versiyonu inanılmaz derecede pahalı olacak. İflas etmiş inşaatçılar ve 48 milyon önceden satılmış veya henüz inşa edilecek apartmanlar da dâhil olmak üzere, çökmekte olan gayrimenkul balonunu desteklemek için daha büyük teşvikler ve kaynaklar gerekecek gibi görünüyor. Pekin büyüme hedeflerine ulaşmayı planlıyorsa, devam eden reel ekonomi teşviki için birkaç trilyona daha ihtiyaç duyulacak gibi görünüyor ve bir noktada, fena halde şişmiş Çin bankacılık sistemi trilyonlara ihtiyaç duyacak.

Ekonomideki bu zor duruma rağmen bizce "ne pahasına olursa olsun" önemli bir politika dönüşünü yansıtır ve seçici olma kaydıyla Çin hisselerinde değerler oluştuğunu düşünüyoruz.

Yurt içine dönecek olursak borsada düzeltme bekliyorduk ama bu düşüşün doğru hisseleri almak için bir fırsat yarattığını düşünüyoruz. Bizim piyasalarda satın alınacak bir sonraki büyük tema, TCMB faiz indirimlerinin fiyatlaması olacağını düşünüyoruz.

Geçen hafta gerçekleştirilen PPK toplantısında ise beklenildiği gibi TCMB toplantısında faiz oranlarını yüzde 50 ile değiştirmede. Karara eşlik eden açıklamada TCMB, enflasyonun ana eğiliminin Eylül ayında bir miktar artış kaydettiğini vurgularken, enflasyondaki iyileşmenin hızına ilişkin belirsizliğin de arttığına dikkat çekti. PPK, gevşeme döngüsünün başlatılması için güçlü sinyaller vermekten kaçındı. Bununla birlikte, PPK'nın yurt içi talebin enflasyondaki düşüşe daha fazla destek verdiği yönündeki değerlendirmesi ve 4. çeyrekte hizmet enflasyonunda düşüş beklentisi, biz Ocak 2025'ten önce beklemesek de, Aralık faiz indirimin masada olduğunu düşündürüyor. TCMB'nin bu aşamada faiz indirimlerinin zamanlaması/hızı konusunda hala kararsız olduğu ve enflasyon görünümüne ilişkin daha güçlü bir kanaate sahip olmadan önce önümüzdeki birkaç ayda gelecek verileri gözlemlemeye istekli olduğu görülüyor. Gelecekte açıklanacak verilerin ve FED'in tutumu da TCMB'yi faiz indirimine sebep olabilir.

Ekonomik verilere baktığımızda ise Merkezi Yönetim bütçe dengesi, Eylül ayında 100,5 milyar TL'lik bir bütçe açığı verdi. Bu geçen yılın aynı ayının 129,2 milyar TL'lik açığının altında kaldı. Eylül 2023'de 58,5 milyar TL açık veren faiz dışı denge de bu sene 48,2 milyar TL ile fazlaya döndü.

Bu şekilde 12 aylık toplam bütçe açığı Ağustos ayındaki 1.965 milyar TL'likten Eylül ayında 1.936 milyar TL'ye, faiz dışı açık ise aynı dönemde 927 milyar TL'den 820 milyar TL'ye geriledi.

Ocak-Eylül döneminde toplam bütçe dengesi geçen yılki 512,6 milyar TL'lik açığın ardından, bu yıl 1.074 milyar TL'lik verdi. Faiz dışı açık ise aynı dönemde 41,7 milyar TL'den 161,3 milyar TL'ye yükseldi.

Merkezi Yönetim bütçe giderleri Eylül ayı itibarıyla 932 milyar 68 milyon TL olarak gerçekleşti. Eylül ayı bütçe giderleri geçen yılın aynı ayına göre yüzde 63,4 oranında artmış oldu. Faiz harcamaları 148 milyar 678 milyon TL, faiz hariç harcamalar ise 783 milyar 390 milyon TL olarak gerçekleşti.

Merkezi yönetim bütçe gelirleri Eylül ayı itibarıyla yıllık bazda 88,5 artarak 831 milyar 603 milyon TL olarak oldu. Vergi gelirleri 732 milyar 244 milyon TL, genel bütçe vergi dışı gelirlerinin ise 83 milyar 616 milyon TL olduğu belirtildi.

Takvim ve mevsimsellikten arındırılmış hizmet üretimi Ağustos ayında aylık yüzde 0,2 azalış kaydetti. Böylece endeks, üst üste üçüncü ayda da azalmış oldu.

Ağustos ayındaki azalışta ulaştırma ve depolama yüzde eksi 2,3 ile idari ve destek hizmet faaliyetleri yüzde eksi 1 sektörleri etkili olurken, gayrimenkul faaliyetlerindeki yüzde 7,4'lük ve bilgi ve iletişim hizmetlerindeki yüzde 4,5'lük artışlar dikkat çekiciydi.

Diğer yandan hizmet üretimi diğer bir tabirle arındırılmamış endeks, Ağustos'ta geçen yılın aynı ayına oranla yüzde 0,7'lik azalış kaydetti. Takvim etkisinden arındırılmış üretim ise Ağustos'ta, yıllık yüzde 0,1'lik azalış gösterdi.

#### 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.