

Gerçekler ve Masumiyet

"Savaşta ilk zayıf hakikattir."

— Aeschylus

"Savaşın ilk kaybı masumiyettir."

-Oliver Stone (Platoon filminden)

Uzun vadeli ABD hazine tahvil (30 yıllık) faizleri geçtiğimiz hafta gün içi işlemlerde yüzde 5,15'e kadar yükseldi. Bu Temmuz 2007'den bu yana yani 2008 global kriz öncesine göre görülen en yüksek seviye olarak kayıtlara geçti. Geçen Çarşamba günü Japon 30 yıllık JGB faizler (ilk kez 1999'da ihraç edilen bir araç) için rekor seviyeye yüzde 3,19'a ulaştı. İngiltere 30 yıllık devlet tahvili faizleri aynı gün yüzde 5,61'lik zirveye ulaştı ve bu, 1998'deki LTCM çöküşünün bu yana zirve seviye oldu. Yüzde 4,13 ile Fransız devlet tahvil getirileri de 2010'dan bu yana zirvesini gördü.

Geçen hafta bütçe ve borç dinamikleri yakında piyasaların daha fazla gündemine gelecek derken, kastettiğimiz durum buydu. Nitekim bunlar gündemin ön sıralarına yerleşince bono piyasaları da hareketlenmeye başladı. Bütçe borç dinamiklerinin ortaya çıkan güven sorunlarının daha uzun vadeli borç araçlarında daha belirgin olması normal. Yüksek açık veren ülkelerin borçlanma enstrümanlarının daha büyük kayıplara uğraması, günümüzün gelişen borç piyasası dinamiklerine dair daha fazla kanıt sağlıyor. Güven sorununa değinmişken, dolar endeksi geçen hafta yüzde 2 düştü ve bu 11 Nisan'da sona eren çalkantılı haftadan bu yana en büyük haftalık düşüş oldu. Bloomberg dolar endeksi haftayı Aralık 2023'ten bu yana en düşük kapanışla kapattı. Altın 154 dolar veya yüzde 4,8 artarak 11 Nisan haftasından bu yana en büyük kazancı elde etti.

Trump'ın AB'ye uygulayacağı gümrük tarifelerinden, aynı Çin ve diğer ülkelerde tekrar geri adım atması gerilimin azaltılması açısından tabii ki iyi haber. Küresel borsalar da Trump'ın tarifeler ve Çin ticaret savaş konusunda aceleci geri adım atmasına sevindi ancak "görev tamamlandı" demek için çok erken olduğunu düşünüyoruz. Cenevre anlaşması dâhil atılan geri adımlar, bir ticaret anlaşmasından çok geçici bir ateşkes gibi duruyor. Büyük resme bakıldığında, tarifeler sene başına nazaran önemli ölçüde artacak gibi gözüküyor. Trump'ın "ticaret savaşları iyidir ve kazanılması kolaydır" anlayışını gösteren sert taktiklerinin Çin veya AB ile işe yarayacağını düşünmesinin nedeni belirsiz. Bundan sonra, çok sayıda zorlu sorun ve gergin ilişki, zaman ve yoğun müzakereler gerektirecek. Konuyla ilgili Bundesbank Başkanı ve ECB Yönetim Kurulu üyesi Joachim Nagel'in, İspanya'daki Yeni Ekonomi Forumu'nda içgörü dolu yorumlarına da dikkat edilmesi gerektiğini düşünüyoruz.

Öncelikle küresel bono ve tahvil piyasası yeterince dayandı ama uzun vadeli ABD faizlerinin yükselişi yavaş yavaş, hisse senetleri dâhil, diğer piyasaları da etkileme potansiyeline sahip. "Mali Şahinler" için ABD vergi tasarısı bardağı taşıran son damla gibi duruyor. Yalnız borç, bütçe ve faizler üçgeninde ABD yalnız değil. Nitekim Japonya, İngiltere ve örneğin AB'de Fransa'nın da tahvil faizlerinin ciddi yükseldiğini söyleyebiliriz.

Trump'ın eylemleri ve davranışları, doların ve ABD bonolarının güvenli liman cazibesinin en azından bir kısmını aşındırdı. Trump, ticaret savaşını yeniden başlatırsa, piyasalarda eşlik eden herhangi bir riskten kaçınma ivmesinin ABD bonolarına ve dolara bir alış dalgası olarak ortaya çıkacağını garantisi yok ve bu güven kaybı devam ederse, tam tersi şekilde ortaya çıkabilir.

Mevcut devasa borç yığını ve bütçe açıkları göz önüne alındığında; ABD'li politikacıların, gelecekteki durgunluklarda veya krizlerde manevra yapmak için daha az alana sahip olabileceğini kabul etmek gerekiyor. Bu, hükümetlerin daha yüksek faiz oranları ve enflasyon maliyetini hiçe sayarak görünüşte sınırsız miktarda borç alabildiği bir dönemin sona ermiş olabileceğine dair bir işaret daha olduğunu gösteriyor.

Özellikle doların dünyanın bir numaralı rezerv para birimi olduğunu düşündüğümüzde, bu gelişmelerin neden tüm piyasaları etkileme potansiyeli taşıdığını daha net anlıyoruz. Kaldı ki bu dinamikler sadece ABD'ye has değil, girişte ifade ettiğimiz küresel bir nitelik taşıyor. Bu yüzden bu veriler önemli ve bizi de ilgilendiriyor.

Nispeten yeni bir örnek olması bakımından Tayvan'a bakalım. 2 Mayıs'ta Tayvan doları, ABD dolarına karşı yüzde 3,7 değer kazandı; bu 1988'den bu yana en büyük günlük hareket oldu. Tayvan gibi büyük ABD doları varlıklarına, muhtemelen önemli bir kısmı "unhedged", sahip ekonomilerde keskin döviz değerlenmesi finansal istikrar için riski kaynağı olabilir. Tayvan gibi başta Asya ülkeleri olmak üzere, büyük ABD doları varlıklarının birikmesi, büyük cari hesap fazlalarını geri dönüştürmek ve ABD cari açığını finanse etmek açısından önemli bir dinamik olarak karşımıza çıkıyor. Yatırım yaparken amaçlardan biri de ABD varlıklarındaki daha yüksek getirilerden ve yakın zamana kadar daha güçlü bir ABD dolarından faydalanmaktır.

Bunların sorgulanmaya başlandığı noktadayız. Tayvan dolarının son zamanlarda ABD dolarına karşı yaşadığı yükseliş, Taipei'deki sinirleri test ediyor. Tayvan Hayat Sigortası Şirketi Başkanı Hsu Shu-po, "*Tayvan dolarında 10 sentlik bir kazanç, yaklaşık 300 milyon Tayvan dolarlık bir döviz kaybı anlamına geliyor. Nasıl rahat uyuyabilirim?*" diyor.

Donald Hoffman'ın Interface "Theory of Perception" teorisine göre gerçeklik olarak algıladığımız şeyin "nesnel gerçek" olmadığını, hayatta kalmamız için optimize edilmiş kullanışlı bir özet olduğunu ileri sürer. Varlığın tam gerçekliğini değil, yalnızca gerekli olanı algılamak üzere evrimleştik. Örneğin, görüşümüzün oldukça iyi olduğunu düşünme eğilimindeyiz, ancak elektromanyetik spektrumun bizim için görünür olan kısmı tamamının yaklaşık on trilyonda biridir.

Blake'in asırlar önce yazdığı gibi:

Algının kapıları temizlenseydi her şey insana olduğu gibi görünürdü, sonsuz. Çünkü insan kendini kapatmıştır, ta ki her şeyi mağarasının dar çatlaklarından görene kadar."

— William Blake, Cennet ve Cehennem Evliliği

Trump'ın ikinci defa seçilmesi olsun yeni ticaret savaşları olsun belki de sadece yüzeyle yansıyan görüntüler. Daha büyük resimde ise dünya yeni bir aşamaya giriyor. Bu aşama ise iş birliğiyle daha az, stratejik çıkarlarla daha çok tanımlanan bir aşama olarak görünüyor. Uzun zamandır kabul gören varsayımlar, yalnızca tarife duyurularıyla değil, daha derin bir güven şokuyla da sorgulanıyor. Kısa vadeli etki şimdiden hissediliyor ve uzun vadeli yörünge, gerçek zamanlı olarak yeniden yazılıyor.

Gerçekler için sadece hisse senedi piyasalarına bakıyorsanız, biraz hayal kırıklığına uğrayabilirsiniz ancak gerçekle ilgili daha geniş anlamda sinyaller arıyorsanız, aslında her yerdeler. Hazine getirileri, hisse senedi piyasaları sallanırken bile yükseldi. Genellikle güvenli bir liman olan dolar, eskiden yükseldiği anlarda zayıfladı. Bu bize daha derin bir şeylerin olduğunu gösteriyor. Yatırımcılar yalnızca kısa vadeli riskleri fiyatlamıyor; uzun süredir kabul gören kesinliklerin güvenilirliğini yeniden değerlendiriyor. Bu konular ile ilgili JP Morgan Başkanı Jamie Dimon ve Bridgewater kurucusu Ray Dalio'nun açıklamalarını okumanızı tavsiye ederiz. Ayrıca "Kindleberger Boşluğu"na dikkat edilmesi gerektiğini hatırlatan Martin Wolf'un yazdığı makalenin de okunmasını öneriyoruz. "*Kindleberger, açık dünya ekonomisinin istikrarının, temel kamu mallarını sağlamaya istekli ve yetenekli bir hegemonik gücün varlığına bağlı olduğunu savundu ama ya hegemon kendi mali ve parasal istikrarını baltalarsa?*"

Güney Afrika Devlet Başkanı Cyril Ramaphosa, Başkan Trump ile görüşürken Zelensky muamelesi gördü. Beyaz Saray'ı ziyaret etmek artık sadece ABD Başkanı ile iyi niyet ve memlekette itibar kazanmak için arzulanan bir fırsat değil. Ziyaret, Trump ve Başkan Yardımcısı Vance'in Ukrayna Devlet Başkanı Volodimir Zelensky'yi azarladığı, dünyayı şok eden ve bir emsal oluşturan 28 Şubat'taki felaketle sonuçlanan toplantıyı hemen hatırlattı. Trump'ın Güney Afrika lideri Ramaphosa'yı önceden planlayarak aşağılaması, Washington'ı ziyaret etme planları yapmadan önce diğer liderlerin aklında olacaktır.

Trump'ın, Apple ile açıklamaları ve Apple'a benzer şekilde Harvard gibi çok ikonik bir Amerikan markasının salvolara maruz kalması da azalan güvene yol açan faktörlerden biri olarak görünüyor.

ABD Hazine Bakanı Bessent, geçen hafta iki farklı röportaj verdi ve ABD borcunu/GSYİH'sini ve ABD mali pozisyonunu istikrara kavuşturmak için ekonominin (nominal GSYİH) borçtan daha hızlı büyümesi gerekliliğini vurguladı. Bu adımın sezgisel ve teorik olarak, makul olduğunu düşünüyoruz ancak pratik olarak baktığımız zaman, gerçek şu ki, son 60 yılda ABD borcunun/GSYİH'sinin istikrara kavuştuğu veya düştüğü zamanlar yüksek enflasyon 1965-85 ve 2020-23 veya varlık balonları 1990'ların sonu, 2000'lerin ortasındaki konut balonu, 2015-19 "Her Şey Balonu" yoluyla olmuştur.

Gümrük vergilerinin, DOGE harcama kesintilerinin ve diğer ABD politikalarının etkisi henüz ekonomik verilerde pek görünmedi ancak ekonomik büyümeyi ve enflasyonu olumsuz etkilemeleri muhtemel görünüyor ve eğer ABD "stagflasyon light" ortamına girerse, FED'in bunu yönetmesi zor olacaktır çünkü enflasyon ve yavaşlayan büyüme temelde farklı tepkiler gerektirir.

İçeriye baktığımızda ise geçen hafta TCMB, yılın ikinci Enflasyon Raporu'nu yayımladı. Banka, 2025 ve 2026 yıl sonu enflasyon tahminlerini sırasıyla yüzde 24 (tahmin aralığı yüzde 19–29) ve yüzde 12 olarak korudu. 2027 yılına ilişkin tahmin de önceki raporda olduğu gibi yüzde 8 seviyesinde sabit kaldı. 2025 yıl sonu için öngörülen yüzde 24'lük orta nokta tahmini ise önceki rapordaki yukarı ve aşağı yönlü revizyonların birbirini dengelemesiyle muhafaza edildi.

Merkez Bankası Başkanı Fatih Karahan, yaptığı sunumda, sıkı para politikasının etkilerinin kademeli şekilde hissedilmeye başlandığını ve dezenflasyon sürecinin kesintisiz devam ettiğini vurguladı. Ek olarak, kararlı para politikası duruşunu sürdüreceğini ifade etti. İlk çeyrekte yurt içi talebin beklentilerin üzerinde seyrettiğini

söyleyen Karahan, ivme kaybı gözleendiğini aktardı. İkinci çeyrekle birlikte talep koşullarının dezenflasyon süreciyle daha uyumlu hale gelmesinin beklendiğini de ifade etti.

Ayrıca öne çıkan açıklamaları dikkate alırsak, para politikasındaki sıkılık tek bir göstergeyle ölçülemez; nihai değerlendirme enflasyon gerçekleştirmeleri üzerinden yapılır. Risklerin dengelenmesi halinde haftalık repo ihalelerine geri dönülebileceği, likidite yönetiminde ise gerektiğinde depo ihalelerinin kullanılabileceği ifade edildi. TCMB'nin para politikasındaki duruşu veri odaklı olarak belirleniyor. Para politikası duruşu açısından, gevşeme gerektiğinde faiz indirimi ya da seçici kredi ayarlamaları yoluyla esneklik sağlanabileceği ifade edildi.

Veri tarafında TÜİK Tüketici Güven Endeksi Nisan ayında gördüğümüz 2,0 puanlık düşüşün ardından Mayıs ayında 0,9 puan artarak 84,8 seviyesine yükseldi fakat BloombergHT tarafından yayınlanan endeks ise Mayıs'ta aylık bazda 1,3 puan azalarak 70,9 seviyesine geriledi.

Mevsimsellikten arındırılmış imalat sanayi kapasite kullanım oranı, Mayıs ayında önceki aya kıyasla 0,5 puan artarak yüzde 75,1'e çıktı.

TCMB tarafından yayımlanan Sektörel Enflasyon Beklentileri verilerine göre ise Mayıs ayında piyasa katılımcıları ve reel sektörün enflasyon beklentilerinde sınırlı gerilemeler görülürken, hanehalkının beklentisi hafif bir artış gösterdi. 12 ay sonrası enflasyon beklentisi piyasa katılımcıları için 0,5 puan düşerek yüzde 25,1'e, reel sektör için ise 0,7 puan azalarak yüzde 41,0'a geriledi. Hanehalkının beklentisi ise 0,6 puanlık artışla yüzde 59,9 seviyesine yükseldi.

Perakende satışlarının yıllık bazda artış gösterip, dokuz ay sonra ilk kez aylık bazda düşmesi ise yavaşlamaya dair bir diğer örnek olarak gösterilebilir. TÜİK verilerine göre, perakende satışlar Mart ayında aylık yüzde 1,4 düşüş kaydederek son dokuz aydan bu yana ilk aylık gerilemesini yaşadı.

Geçen haftada belirttiğimiz gibi bizim piyasalar, dış konjonktür ve veri akışı kadar iç dinamiklerden de etkilenmeye devam ediyor. Kısa vadeli TL cinsi enstrümanların (mevduat, repo ve daha kısa vadeli bonolar gibi) hala cazip bulmakla beraber risklerin de küçümsenmemesini gerektiğini düşünüyoruz. Hisseler için değerlemelerin cazip seviyelere geldiğini düşünsek de da zorlu bir dönemin içinde olduğumuz ve özellikle hisse senetleri konusunda seçici davranılmasının daha makul olacağını düşünüyoruz. Haziran'da PPK'nın faizleri düşürmeyeceğini düşünmeye devam ediyoruz.

Büyük resimde özellikle ABD hisseleri için Nisan ortalarından beri olumlu görüşümüz devam ediyor fakat hem o tarihten bu yana yüzde 20 civarı yükseliş yaşamış olmaları ve özellikle de bono piyasalarındaki durumu da göz önüne aldığımızda risk getirisinin asimetrik hale geldiğini görüyoruz. Yani getiri potansiyeli sınırlandığını ve risklerin arttığını düşünüyoruz.

Son birkaç yıldır olduğu gibi altın favori varlığımız olmaya devam ediyor.

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.