

Faizler nereye?

1993 yılında Bill Clinton, başkan olarak ilk dönemine başladığında, karşısında beklenmedik bir rakip buldu: bono ve tahvil piyasaları. Önceki on yılda, düşük vergiler ve yüksek savunma harcamaları, ABD'nin borcunun GSYH'ye payının ikiye katlanmasına katkıda bulunmuştu. Clinton ve danışmanları; Hazine tahvillerindeki faiz yükselişinin borçlanma maliyetlerini keskin bir şekilde artırabileceğinden, büyümeye zarar verebileceğinden ve finansal istikrarı tehlikeye atabileceğinden korkuyorlardı. Clinton, istemeyerek de olsa piyasa baskısı nedeniyle, bütçeyi dengelemek için vergileri artırmak ve harcamaları kısmak gibi popüler olmayan kararlar almak zorunda kaldı.

ABD Hazine Bakanı Scott Bessent, oldukça zeki biri ve uzun süre hedge fon sektöründe çalıştığı için muhtemelen piyasaların en fazla güveneceği hükümet görevlisi olacaktır. Bessent, milyarlarca dolar kazandıktan sonra kamu hizmetine onlarca yıldır duyduğu ilgiyi, tam zamanlı bir mesleğe dönüştürmüştü. Bessent, Perşembe günü yapılan onay toplantısına iyi hazırlanmıştı ve oldukça ciddiye. Öte yandan Bessent'in, tecrübeli bir hedge fonu sahibi ve Yale'de "Yirminci Yüzyıl Finansal Yükseliş ve Çöküşleri" ile "2007-2009 Finansal Paniği" derslerini veren biri olarak, kendisini bekleyen zorlukların farkında olduğu kanaatindeyiz.

Bu durumda Bessent'in açıklamalarından bazılarını bakabiliriz: *"Başkan Trump'ın, tüm Amerikalılar için daha fazla iş, zenginlik ve refah yaratacak yeni bir ekonomik altın çağını başlatacak ancak nesiller boyu gelen bir fırsata sahip olduğuna inanıyorum. Hayatım boyunca özel sektörde çalışmak bana ekonomi ve piyasalar hakkında derin bir anlayış kazandırdı."*

"Federal hükümetin önemli bir harcama sorunu var ve bu sorun, son dört yılda GSYH'nin yıllık ortalama yüzde 7'si gibi tarihi yüksek bir ortalamaya ulaşan bütçe açıklarına neden oluyor. Mali yapımızı düzene sokmak için çalışmalı ve son dört yılda şaşırtıcı bir şekilde yüzde 40 oranında artan federal yurt içi ihtiyari harcamaları ayarlamalıyız. Enflasyonu yönlendiren israf harcamaları yerine, ekonomiyi büyütecek üretken yatırımlara öncelik verilmelidir."

"Bu, günümüzün en önemli ekonomik sorunudur. Eğer bu vergi indirimlerini düzeltmezsek, yenileyip uzatmazsak o zaman ekonomik bir felaketle karşı karşıya kalacağız."

Bessent'in kastettiği 2017'ye ait vergi indirimleri. Artık harcamaların dizginlenmesi kritik önem taşıyor ancak yönetimin kamu bütçe açığını düşürürken hükümetinin agresif özel sektör teşvikleriyle maliyet düşürme gündemi, kolay kredi koşulları ve gelişen balon fazlalığının sürdürülmesine dayanıyor. Bu kararların, bütçe açığını daha da genişleteceğini, tahvil piyasasına ve sistem istikrarına yönelik bir risk teşkil edebileceğini düşünüyoruz.

Elon Musk ve Vivek Ramaswamy tarafından Wall Street Journal'da yayınlanan maliyet azaltma gündemini ortaya koyan köşe yazısı ilginçti. Eğer gerçekten 2 trilyon dolarlık maliyet kesintisi sağlanırsa, bu oldukça dezenflasyonist ve doların yükselişe geçeceği bir durum ortaya çıkabilir. Aslında bu, ABD Hazine bonoları için de çok olumlu bir gelişme olabilir ve faizlerin gerilemesini sağlayabilir. Tabii 2 trilyonluk kesintinin nasıl başarılabacağı ise yanıtını bekleyen bir soru olarak karşımıza çıkıyor.

Bu arada Bessent'in sahibi olduğu hedge fonun, Ocak ayında yatırımcılarına gönderdiği yatırım mektubunda o dönemin Hazine Bakanı Yellen'i eleştirmişti. Sert eleştirilerden biri Yellen'in uzun vadeli tahvil faizlerinin yükselmemesi için ihaleleri kısa vadelere kaydırmasıydı. Bu durumda Bessent'in daha fazla uzun vadeli tahvil ihaleleri yapacağı sonucu çıkıyor ki bu da ABD uzun vadeli faizlerinde yukarı yönlü baskı yaratabilir.

Aralık ortasında yayınladığımız raporda, şunu belirtmiştik: *"ABD hükümetinin kesintiler uygulamazsa bütçe açığını daha da artırmaya yönelik adımları, yüksek borç seviyelerine ilişkin endişeleri artırırken, tıpkı İngiltere'de 2022'de olduğu gibi tahvil piyasasını alt üst edebilir ve tahvil getirilerinde yükselişi tetikleyebilir. Özellikle ABD 10 yıllık tahvil faizlerinin yüzde 5 civarına yükselmesi ve eş zamanlı olarak DXY'nin yükselişi borsaları rahatsız edebilir."*

Bu arada dünya, Trump'ı ihtiyatla izlerken, Çin sallanmaya devam ediyor. Sönen balonları desteklemek için konut piyasalarını, uyumsuz bir ekonomiyi, finansman piyasalarını ve sistem likiditesini istikrara kavuşturmak için giderek daha umutsuz ve uyumsuz önlemler uygulanıyor. Aynı zamanda döviz istikrarsızlığını engellemek için dikkatle çalışıyor. Kırılgan bir "gelişmekte olan" dünya dengede duruyor.

Scott Bessent ve Trump, Çin'in mevcut kırılganlığının son derece farkındalar. Bu nedenle, sert ticaret müzakerelerine hazırlandıklarını tahmin ediyoruz. Zamanı belli olmasa da Çin ile yapılacak müzakereler, piyasalar açısından en kritik konuların başında yer alıyor. Bu nedenle, müzakere için uzun süre bekleyeceklerini düşünmüyoruz.

Şu an itibarıyla "goldilocks" yatırım rejiminde olduğumuzu söyleyebiliriz ama Trump'un aksiyonlarına bağlı olarak da stagflasyonist bir rejime geçiş yapabiliriz.

Tüm bunlar olurken S&P500 fiyat / satış oranının neredeyse rekor seviyeye geri döndüğünü belirtmekte fayda var. Oran, 6 Aralık'ta 3,26x'e yükseldi ve Kasım 2021'deki önceki zirve olan 3,27x'e yaklaştı. Bu arada, Amerika şu anda MSCI Tüm Ülkeler Dünya Endeksi'nin yüzde 66,9'unu oluşturuyor ve bu da Aralık sonunda ulaşılan tüm zamanların en yüksek seviyesi olan yüzde 67,2'ye yakın olduğunu gösteriyor.

Değerlemeler de yükseliyor, bu ABD hisse senetlerinin daha fazla yükselemeyeceği anlamına gelmiyor. Nitekim sadece ABD değil, global ölçekte faizler yükseldi. ABD doları endeksi DXY yükseldi ve borsalarda bir düzeltme ama ardından tekrar yükseliş gördük. Hala ABD 10 yıllık tahvil faizlerinin, yüzde 5'i geçebileceğini, euro ve dolar paritesinin de 0,95'e gerileyebileceğini düşünüyoruz. Eğer gerçekleşirse, bu durum riskli varlıklar üzerinde baskı yaratır ve büyük bir düzeltmeye sebep olabilir. Ayrıca yuan ve yen'i de yakından izlemekte fayda var.

Avrupa şu anda, ABD piyasalarına kıyasla neredeyse rekor düzeyde düşük bir değerlemeyle işlem görüyor. MSCI Avrupa şu anda 13x 12 aylık F/K çarpanı ile MSCI ABD 12 aylık vadeli F/K olan 22'e nazaran yüzde 40 civarı bir iskonto ile işlem görüyor. Yani yatırımcı ilgisizliği, gelişmekte olan ülkeler ile sınırlı değil. Esas ilgi odağı uzun zamandır olduğu gibi ABD olmaya devam ediyor. Avrupa'da değerlemelerin daha yüksek yerlere gelmesinde asıl etken, Almanya olmaya aday gibi görünüyor. CDU öncülüğünde olacağı varsayılan yeni bir Alman hükümetinin, daha önce tartışıldığı gibi "borç freni"ni terk etmesi veya en azından revize etmesi, temelinde bir katalizör ortaya çıkabilir.

Bu noktada CDU lideri Friedrich Merz, ekstra borçlanmanın tüketim veya refah politikalarına yönelik harcamaları artırmak yerine yatırımı artırmak için kullanılması halinde, artık borç freninde revizyonun düşünülebileceğini kamuoyuna açıkladı.

Yurt içine döndüğümüzde ise görüşlerimiz değişmedi. Türk lirasındaki reel değerlenme beklentisi, yüksek faiz oranları nedeniyle carry trade'lerin devam eden cazibesi ve TCMB'nin döviz pozisyonundaki önemli iyileşmesi gibi faktörler, Türk lirasındaki reel değerlenme sürecini kısa vadede sürdürülebileceğini gösteriyor.

Bu, Türk lirası ve özellikle kısa vadeli yerel bonolar için olumlu bir durum ancak, döviz kurunun ve enflasyon açığının genişlemeye devam etmesi, bazı dış veya iç faktörlere bağlı olarak bir noktada, Türk lirası üzerinde baskılara da yol açabilir. Bu bağlamda, faiz oranı indirim sürecinin enflasyondaki düşüşe paralel olarak kademeli olarak uygulanması ve sürdürülmesi de kritik önem taşıyor. TL'nin reel değerlenmesine ek olarak, hizmet enflasyonundaki iyileşmenin desteğiyle TÜFE enflasyonunda kademeli bir düşüş devam edebilir.

Türkiye dış borcuna (eurobond) ilişkin görüşümüz ise nötr olarak devam ediyor. Ülkenin risk priminde daha fazla iyileşme beklememize rağmen, spread daralması uzun bir yol kat etti. Daha da önemlisi, UST oranlarında bir artış bekliyoruz. UST10Y getirilerinin düşmeden önce ilk çeyrekte yüzde 5'in üzerinde olmasının muhtemel olarak görüyoruz. Bu nedenle, toplam getiri bazında, önümüzde daha iyi satın alma seviyeleri var gibi görünüyor.

Hisse senetleri için hazırladığımız "Karanlık Şafağın Eşiğidir" başlıklı yıllık strateji raporumuzda ayrıntılı bir analiz sunduk. Bununla birlikte, makro strateji bazında, karşıt bir duruş sergilediğimize inanıyoruz ve bu yılın iyi olacağını düşünüyoruz. Hatırlatmak gerekirse, geçen yıl yabancılardan çıkışlar görüldü. Bunun tersini bu sene görebiliriz. Türkiye'nin ana "yatırım hikâyesi"nin; enflasyonun düşmesi ve TCMB'nin faiz indirimleri olduğunu düşünüyoruz. Ayrıca, Batı ve özellikle ABD ile daha iyi ilişkiler olası görünüyor. Suriye sorunu ise hem potansiyel getiri hem de potansiyel riskler yaratıyor.

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.