

Sermaye Kıtılığı

“İnsan yaşamında en az iki temel görev bulunduğuna dair, çeşitli düzeylerde pek çok kanıt vardır. İlk görev, güçlü bir ‘kap’ ya da kimlik inşa etmektir; ikinci görev ise, bu kabın içinde barındırması amaçlanan içeriği bulmaktır.”

-Richard Rohr

Geçen hafta Pazartesi global piyasalar için daha temkinli duruşumuzu ortaya koyduk. Nitekim global piyasalar geçen haftayı satış baskısı altında geçirdi.

Artan yapay zekâ endişeleri, ABD enflasyonunun yüksek seyretmesi, Avrupa'da riskten kaçınma eğiliminin yeniden canlanması ve yüksek enerji fiyatları nedeniyle küresel risk baskıları yoğunlaşıyor. Giderek artan beklentiler ile fiili iş performansı arasındaki uçurumun haklı gösterilmesi zorlaştıkça, yapay zekâ düzeltilmesi derinleşiyor.

OAT'deki bozulma, risk primi bulaşması, döviz kuru baskısı ve yerel faiz oranlarındaki oynaklık yoluyla Orta ve Doğu Avrupa'ya da sıçradı ve Avrupa'daki duyarlılığın daha da bozulması, yüksek beta katsayılı Orta ve Doğu Avrupa para birimleri için aşağı yönlü riskler oluşturuyor.

Geçen hafta faiz yükselişleri klasik bir riskten kaçış eğilimi içinde bir kısmını geri verdi idiyse de dünyada son aylarda sadece nominal değil reel faizler de yükseldi. Hatta yükselişin önemli bir kısmı reel faizlerden geldi. ABD, Avrupa ve Japonya'daki mali genişleme, çok önemli bir yapay zekâ yatırım patlamasıyla çarpıştı ve piyasaları küresel mali krizden bu yana büyük ölçüde eksik olan bir şeyle yüzleşmeye zorladı: gerçek sermaye kıtlığı.

Tahvil piyasası sermayenin fiyatını yükselttiğine göre, ilk önce kim bundan etkilenecek? Sanırsanız şöyle bir varsayımda bulunmak yanlış olmaz: daha yüksek gerçek faiz oranlarının özel talebi yavaşlatmaya ve yapay zekâ ekosisteminin en sermaye yoğun kısımlarını zorlamaya başlayacak. Ancak bu, bono faizlerinin hızlı gerilemesi veya eski seviyelerine gelmesine yetmez.

Yapay zekâ, ABD büyüme öyküsünün bir kısmını açıklayabilir fakat hükümetler küresel sermaye talebinin yapısal bir kaynağı olmaya devam ediyor. Özel yatırım ertelenebilir. Devlet borçlanması, savunma taahhütleri ve yeniden finansman ihtiyaçlarını ertelemek çok daha zordur. Dolayısıyla borçlanma ihtiyaçları yüksek kalmaya devam edecek.

Küresel tahvil piyasasındaki satış dalgası sadece enflasyonla ilgili bir hikâye değildi. Aksine, ABD güçlü nominal büyümeye rağmen büyük bütçe açıkları veriyor. Avrupa, en iyi ihtimalle savunma, enerji güvenliği ve altyapı harcamalarını artırırken, diğer durumlarda piyasa tarafından dayatılan mali genişleme sınırlamalarıyla karşı karşıya kalıyor. Japonya, faiz rejimi normalleşirken önemli devlet finansmanı ihtiyaçlarıyla karşı karşıya. Aynı zamanda, büyük ölçekli şirketler yarı iletkenler, veri merkezleri, enerji üretimi ve iletimini kapsayan olağanüstü bir yatırım döngüsüne girdiler.

Çok fazla borçlu aynı tasarruf havuzunun peşinde. Sonuç, daha yüksek reel faiz oranları oldu. Piyasalar, hükümetleri ve şirketleri aynı anda finanse etmek için daha yüksek bir getiri talep etti. Bugün, tartışma değişkenlik gösteriyor gibi görünüyor. Soru, reel faiz oranlarının neden yükseldiğinden, şimdi bu durumda ne olacağına dönüşüyor.

Son fiyat hareketleri, piyasaların enflasyon ve arz endişelerinin yanı sıra büyüme ve bulaşma risklerini de ele almaya başladığını gösteriyor. Güçlü enflasyon verilerine rağmen uzun vadeli tahvil getirileri gerilerken, yapay zekâ bağlantılı hisse senetleri ve büyük ölçekli şirket kredilerinin bazı bölümleri zayıfladı. Piyasalar bir yerde ekonomilerin ve şirketlerin mevcut sermaye maliyetini karşılayıp karşılayamayacağını test ediyorlar diyebiliriz.

ABD'deki yüksek getiri oranlarının gerekçelerinden biri, olağanüstü güçlü nominal büyüme idi. Ancak piyasalar giderek artan bir şekilde, yapay zekanın büyüme beklentilerindeki iyileşmenin orantısız bir payını oluşturup oluşturmadığını test ediyor gibi görünüyor.

Yapay zekâ hiçbir zaman sadece bir hisse senedi teması olmadı. Daha güçlü sermaye harcamaları, kurumsal ihraçlar, veri merkezi inşaatı, enerji talebi, altyapı yatırımları, verimlilik iyimserliği açıklaması haline geldi.

Bu, bir döngü yarattı:

1. Yapay zekâ iyimserliği yatırımı ve sermaye talebini artırdı.
2. Yatırım, nominal büyümeyi ve ABD'nin ekonomik büyümesini destekledi
3. Güçlü nominal büyüme ve sermaye kıtlığı, reel faiz oranlarını yükseltti
4. Daha yüksek reel faiz oranları, finansman maliyetlerini ve ROI eşik oranlarını yükseltti
5. Bu daha yüksek eşik oranları, yapay zekâ değerlemelerini, krediyi ve sermaye harcamalarını sorgulamaya başladı.

Beklenen getirilerin, yatırımın ölçeğini, zamanlamasını ve finansman gereksinimlerini haklı çıkaracak kadar hızlı bir şekilde gelip gelmeyeceğini test ediyor. Yapay zekâ altyapısının üç yıl yerine on yılda geliştirilmesi, sonunda benzer bir altyapı stoğu oluşturabilir. Ancak bu, kısa vadede sermayeye olan talebin çok daha az olacağı, nominal büyümeye daha az destek verileceği ve reel faiz oranları üzerinde daha az yukarı yönlü baskı olacağı anlamına gelir.

Eğer yapay zekâ, ABD büyüme beklentilerindeki iyileşmenin anlamlı bir payını sağladıysa, yapay zekânın yeniden değerlendirilmesi, reel faiz oranı dengesinin bir kısmının yeniden değerlendirilmesi anlamına gelir.

Yapay zekâ yatırımları yavaşlasa bile, diğer finansman ihtiyaçları ortadan kaybolmaz. ABD'nin bütçe açıkları büyük kalmaya devam ediyor. Avrupa'nın savunma ve altyapı taahhütleri önemli ölçüde devam ediyor. Japonya'nın devlet finansmanı ihtiyaçları, faiz oranları normalleşirken sürüyor. Başka bir deyişle: Sermaye ihtiyacı ise azalmayabilir.

Konu sermaye kıtlığını ortadan kaldırmaktan ziyade, kimin onu absorbe edeceğine karar vermekle ilgili olabilir. Hükümetler genellikle daha yüksek bir fiyattan da olsa borçlanmaya devam edebilir. Savunma harcamaları devam ediyor, altyapı hala inşa edilmeli ve mevcut borçlar yeniden finanse edilmelidir. Yükün daha çok hane halklarına ve en sermaye yoğun, en uzun vadeli özel yatırımlara düşmesi muhtemeldir.

İşlem gücüne yönelik talep üstel olarak artabilir, ancak bunu finanse etmek için mevcut olan sermaye aynı oranda artamaz. Tahvil piyasası, sermayenin maliyetini şimdiden yükseltti, kredi piyasalarında stres arttı (geçen hafta da ifade ettiğimiz gibi).

Asıl kritik soru ise, söz konusu yüksek reel faiz oranlarına katkıda yardımcı olan yapay zekâ odaklı büyüme hikayesinin, aynı zamanda bu faiz oranlarının ilk büyük kurbanı haline gelip gelmeyeceğidir. Bu bağlamda Tayvan ve Güney Kore'nin yarı iletken ihracatı, yapay zekâ yatırımlarındaki bir yavaşlamaya dair faydalı bir erken uyarı sinyali sunabilir.

Şaşırtıcı bir şekilde, geçen haftaki faizlerde gördüğümüz bu geniş tabanlı düşüş, beklenenden daha yüksek iki enflasyon raporuna rağmen gerçekleşti. Normalde, bu tür sürprizler, yatırımcılar daha şahin bir Fed'i fiyatlandırıdıkça Hazine tahvil getirilerini yükseltirdi.

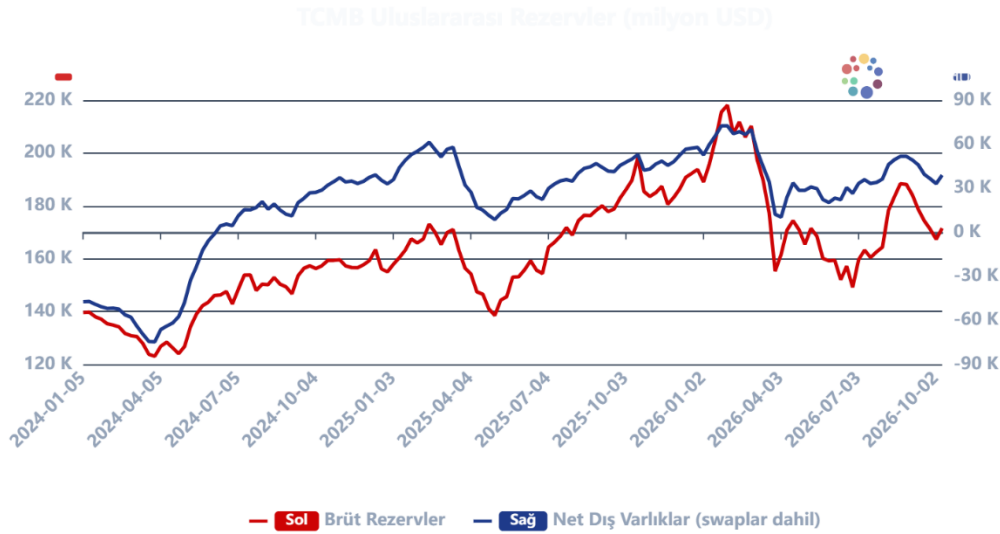
Peki, neler oluyor? Tahvil piyasasının yapay zekâ yatırım patlamasının sürdürülebilirliğine odaklandığını düşünüyoruz. Bu konu, CoreWeave'in tahvillerinin dolar başına 80 sentin altına düşmesi ve büyük veri merkezi projelerini finanse eden borçların da düşmesiyle bu hafta ön plana çıktı. Yeni bir Gartner raporu, yapay zekâ veri merkezi operatörlerinin maliyetleri karşılamak ve sağlıklı getiriler elde etmek için 2030 yılına kadar 8,5 trilyon dolarlık gelire ihtiyaç duyacağını tahmin ediyor; oysa öngörülen gelirler "sadece" 3,6 trilyon dolar. Coreweave örneği "crowing out" etkisinin pratikte tam olarak nasıl ortaya çıktığını gösterebilir: tüm yapay zekâ kompleksinin bir anda çökmesiyle değil, öncelikle marjinal borç alan üzerinden, sermayenin çok pahalı hale gelmesi ve finansman kapasitesinin kendi kendini kısıtlamaya başlamasıyla.

Bu neden önemli? Yapay zekâ yatırımları, ABD ekonomik büyümesinin önemli bir motoru haline geldi. Ancak gelecekteki getiriler hakkındaki şüpheler, borçlanma maliyetlerini artırıyor, potansiyel olarak sermayeye erişimi kısıtlıyor ve nihayetinde yatırım harcamalarını yavaşlatıyor.

Bu hafta ABD’de açıklanacak şirket finansalları önemli. Sonuç olarak, yatırımcılar yapay zeka patlamasının yavaşlayabileceği endişesiyle ekonomik büyüme beklentilerini düşürüyor olabilir ve bu da Hazine tahvil getirilerini aşağı çekiyor. Bu durum, Hazine tahvil getirilerindeki önceki yükselişin büyük ölçüde beklenenden daha güçlü nominal GSYİH büyümesini yansıttığı yönündeki uzun süredir savunduğumuz görüşümüzü güçlendiriyor

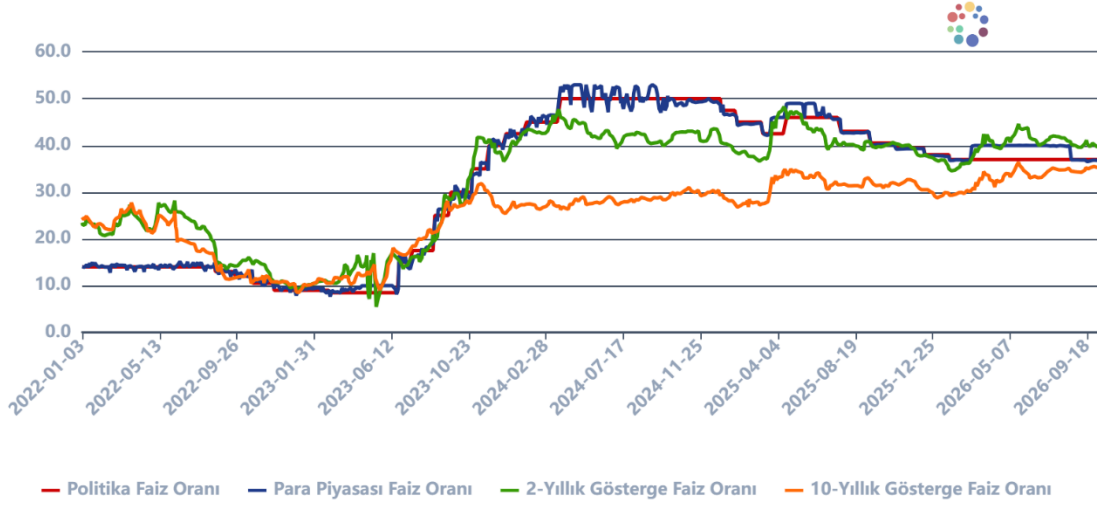
Fakat, daha zayıf bir yapay zekâ döngüsü görsek dahi, bu piyasaları otomatik olarak 2010’ların düşük faizli dünyasına geri götürmez. Yapay zekâ yatırımlarının azalması, yüksek reel faiz dengesine ilişkin bir ayağı zayıflatır, ancak devam eden devlet borçlanması küresel faizlerin altında bir taban oluşturabilir. Dolayısıyla faizler kısa vadede geri gelse bile eski zamanlardaki faiz oranlarına dönüş beklemek çok gerçekçi olmayabilir.

Türkiye’de Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), bir sonraki Para Politikası Kurulu (PPK) toplantısını 22 Ekim’de gerçekleştirecek. Mevcut %37 seviyesindeki bir hafta vadeli repo faiz oranının %36’ya düşürülmesini bekliyoruz. TCMB, Orta Doğu’daki çatışmaların başlamasıyla askıya aldığı bir hafta vadeli repo ihalelerine 24 Ağustos’ta yeniden başlamıştı. Merkez Bankası temkinli bir yaklaşım sergileyerek geçen ay faiz oranlarını sabit tuttu. Bununla birlikte, üçüncü çeyrekte enflasyon ivmesindeki düşüş zayıf yurtiçi talebi, güçlü rezervler ve yurt içinde kayda değer bir dolarizasyon eğiliminin görülmemesi, bu PPK’da 100bps lık bir indirim beklememize sebep oluyor.



Kaynak: Macrohub

Para Piyasası ve Gösterge Faiz Oranları (%)

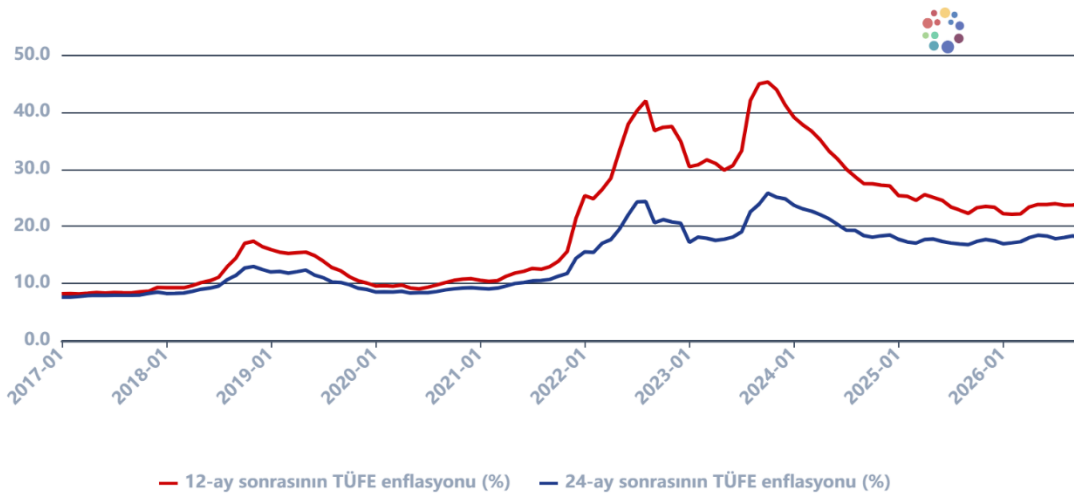


Kaynak: Macrohub

Merkez Bankası'nın artık Türk lirasında daha hızlı bir nominal değer kaybına izin veriyor olabileceğine dair haberlere rağmen, radikal bir değişiklik beklemiyoruz ve yetkililerin döviz kurunda ılımlı bir reel değerlenme sağlama tercihinde bir değişiklik olduğunu düşünmüyoruz.

Bu arada son Piyasa Katılımcıları Anketi'ne göre 2026 yıl sonu enflasyon beklentisi bir önceki anketteki %29,61'den %29,63'e sınırlı ölçüde yükseldi. 2027 yıl sonu enflasyon beklentisi 0,6 puan artarak %23,3'e çıkarken, 12 ay sonrasına ilişkin yıllık enflasyon beklentisi 0,2 puan artışla %23,9'a yükseldi. Buna karşılık, 24 ay sonrasına ilişkin yıllık enflasyon beklentisi 0,4 puan azalarak %17,9'a geriledi.

TCMB Anket: Enflasyon Beklentileri (%)



Kaynak: Macroub

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.