

Gölge FED Başkanı olmak için yarış başladı mı?

FED politik bir yörüngeye mi giriyor?

Bu hafta yapılan FED toplantısında merkez bankası beklentilere paralel olarak faizleri %4,25-%4,5 seviyesinde korurken, 1993 senesinden bu yana ilk defa iki FED başkanı bu karara karşı oy kullanarak toplantıda bir faiz indirimi yapılması gerektiğini savundular.

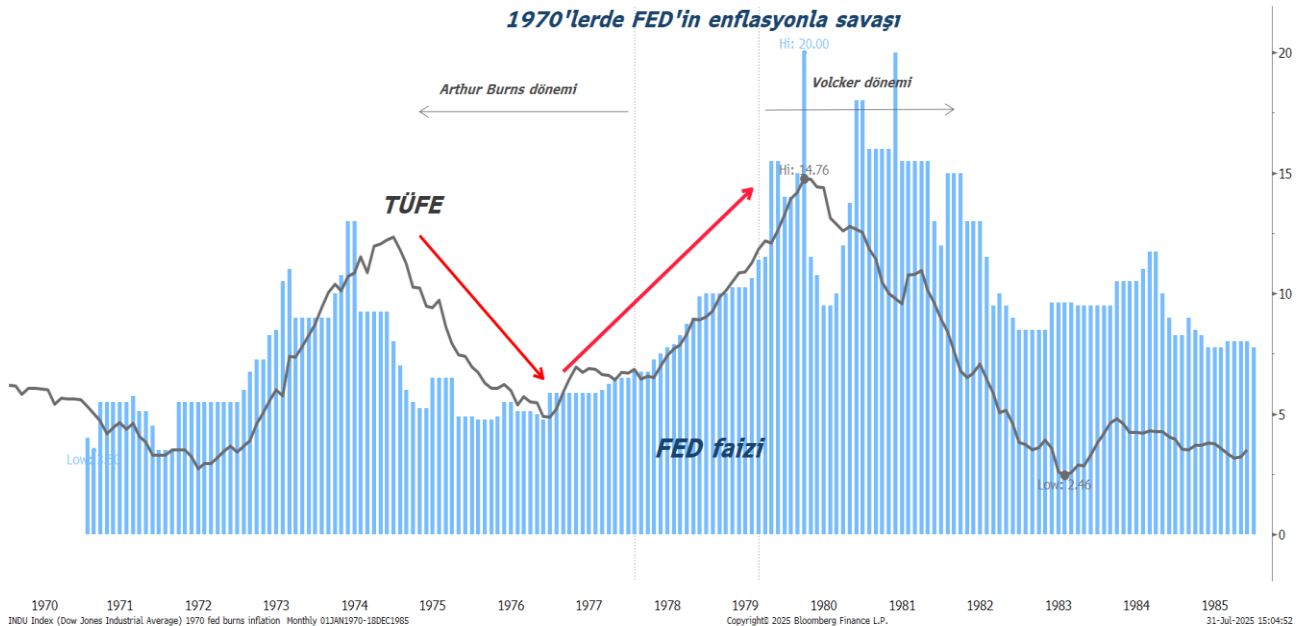
Faizleri aşağıya çekerek finansal koşulların gevşetilmesi konusunda Powell üzerinde politik baskının arttığı bir dönemde, Başkan **Trump tarafından daha önceki döneminde FED'e atanan iki üyenin(Waller ve Bowman) faiz indirimini savunmaları**, bu görüşlerin arkasında politik nedenlerin de olabileceğini akla getiriyor. Hatırlanacağı üzere Trump ilk döneminde biri Başkan Powell olmak üzere FED'de beş atama yapmış ve bunlardan Clarida ve Quarles üyelikten ayrılmıştı.

Özellikle de Powell'ın önümüzdeki Mayıs ayında yerini alacak yeni bir başkan adayının konuşulduğu ve Bessent'in daha önce Powell görevde olduğu süre içerisinde **gölge bir başkanın da olabileceği ve alternatif politikaları savunarak** FED içerisinde bir denge oluşturabileceği görüşü hatırlandığında, dün yapılan toplantı sonrasında gölge Başkan olmak için yarış başladı mı sorusu geliyor. Kevin Warsh, Kevin Hassett, Scott Bessent, David Malpass gibi isimlerin yanına son dönemdeki çıkışı ile Chris Waller'ın da eklendiğini söyleyebiliriz.

Karara itiraz eden diğer FED üyesi Bowman, hukuk eğitimi almış ve diğer FED başkanlarına göre ekonomi konusunda akademik altyapısı daha sınırlı olan ve Şubat ayında denetimden sorumlu Başkan Yardımcısı olarak atanan bir FED Başkanı. Bu pozisyonda daha önce görev yapan Michael Barr'a göre bankacılık düzenlemeleri konusunda daha ılımlı bir tavırda olan ve Trump'ın deregülasyon ajandasına uygun bir aday olan **Bowman, geçtiğimiz Eylül ayında seçim öncesi 50 bp'lık faiz indirimine itiraz eden tek başkandı**. O dönem ekonominin güçlü olduğunu ve enflasyon risklerinin devam ettiğini savunan Bowman'ın bu sene dirençli kalan bir ekonomiye ve enflasyona yönelik artan belirsizliklere rağmen **bu sefer tersi bir tavırla faiz indirimi konusunda ısrarcı olması** yine politik görüşlerin merkez bankasında daha ön plana gelmeye başladığını düşündürüyor.

FED başkanları üzerindeki baskılar yeni değil...

FED üzerinde giderek artan baskılar 1970'leri, Nixon dönemini akıllara getiriyor. Başkan Nixon, kendisine yakınlığı ile bilinen ve daha önce Başkan Yardımcılığı döneminde yakın çalıştığı bir ekonomisti, Arthur Burns'ü FED Başkanlığına getirmiş ve Burns 1970-1978 tarihleri arasında iki dönem FED Başkanlığı yaparak, ABD'de "Great Inflation" dönemi olarak bilinen 1965-1982 senelerinin(bu arada enflasyon %1'den %14,5'a yükseldi) ortasında görevde kalmıştı.



Burns'ün göreve gelişi sonrasında gevşek para politikalarının da yardımı ile ekonomi 1970 sonunda resesyondan çıktı. Başkan Nixon 1972 seçimlerine gidilirken ekonomide canlılığın ve genişlemeci para politikalarının devamını istiyordu. 1970-1973 arasında M1 para arzındaki genişleme %6,5 ile II.Dünya Savaşı sonrasındaki üç senelik dönemler arasında en hızlı büyümeye işaret ederken, 1972'de ABD ekonomisi %5 üzerinde büyüdü ve aşırı ısınma emarelerine ve bir çok FED başkanının itirazına rağmen para arzındaki büyüme devam etti.

Başkan **Burns, kararlılıkla enflasyonla savaşmaması, hükümetin fazlasıyla etkisi altında kalması ve para politikasındaki ileri-geri adımları** ile başarılı bir FED Başkanı olarak tarihe geçmedi ve 1970'lerdeki yüksek enflasyon ve sonrasında **ABD'de yaşanan stagflasyon konusunda sıklıkla suçlandı**. Ancak Başkan olmadan önce yayınladığı makalelerde enflasyon konusundaki çok katı ve şahin yorumları ve parasalcılığın babası olarak bilinen Miton Friedman'ın hocası ve bir anlamda idolü olması, enteresan bir tezadı ortaya çıkarıyordu.

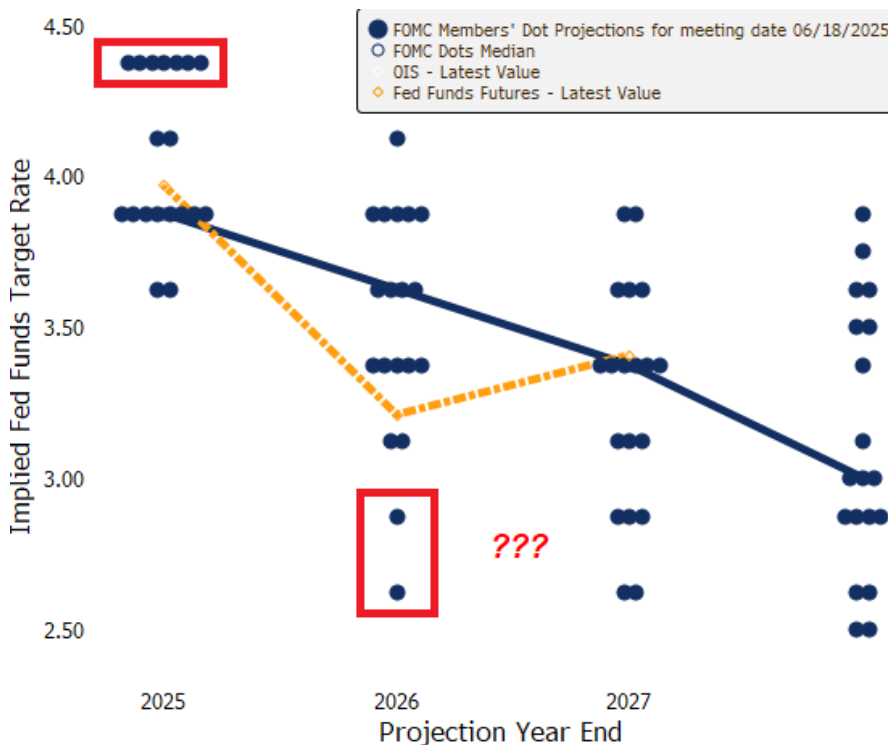
Efsane başkan Volcker da bu baskılardan nasibini almıştı...

Enflasyonun belini kıran başkan olarak bilinen ve 1979'da göreve gelmesi sonrasında faizleri hızla yükseltip, %15'lere dayanan enflasyonun üzerinde tutan ve enflasyonda kararlı düşüşü görene kadar ekonomideki sert duraksamaya rağmen sıkı para politikaları uygulayan **Volcker da bir noktada Başkan Reagan ile anlaşmazlığa düşmüş** ve hatıralarında açıkça başkanın kendisini faiz indirimi yapması için baskı yaptığını açıklamıştı.

Volcker'ın o dönem patlayan ve ekonomide ısınmaya, finansal piyasalarda kırılmalıklara yol açan **"junk bond" furyasını durdurmaya yönelik adım atmak istemesi**, Reagan yönetiminin hoşuna gitmemiş ve FED'e atanan yeni üyelerin Volcker'ın politikalarını benimsememesi sonrasında bir anlamda başkan 1987'de istifa etmeye zorlanmıştı. Aslında FED'de paralel bir gölge başkan kullanarak Powell'ın gücünü törpülemek ve hükümet yanlısı politikaları öne çıkarmak da geçmişte Volcker'ın yaşadığına benzer bir senaryoyu yaratabilir.

Güçlü ekonomi ve büyüme odaklı hükümet politikaları, faiz indirimlerini gereksiz kılıyor...

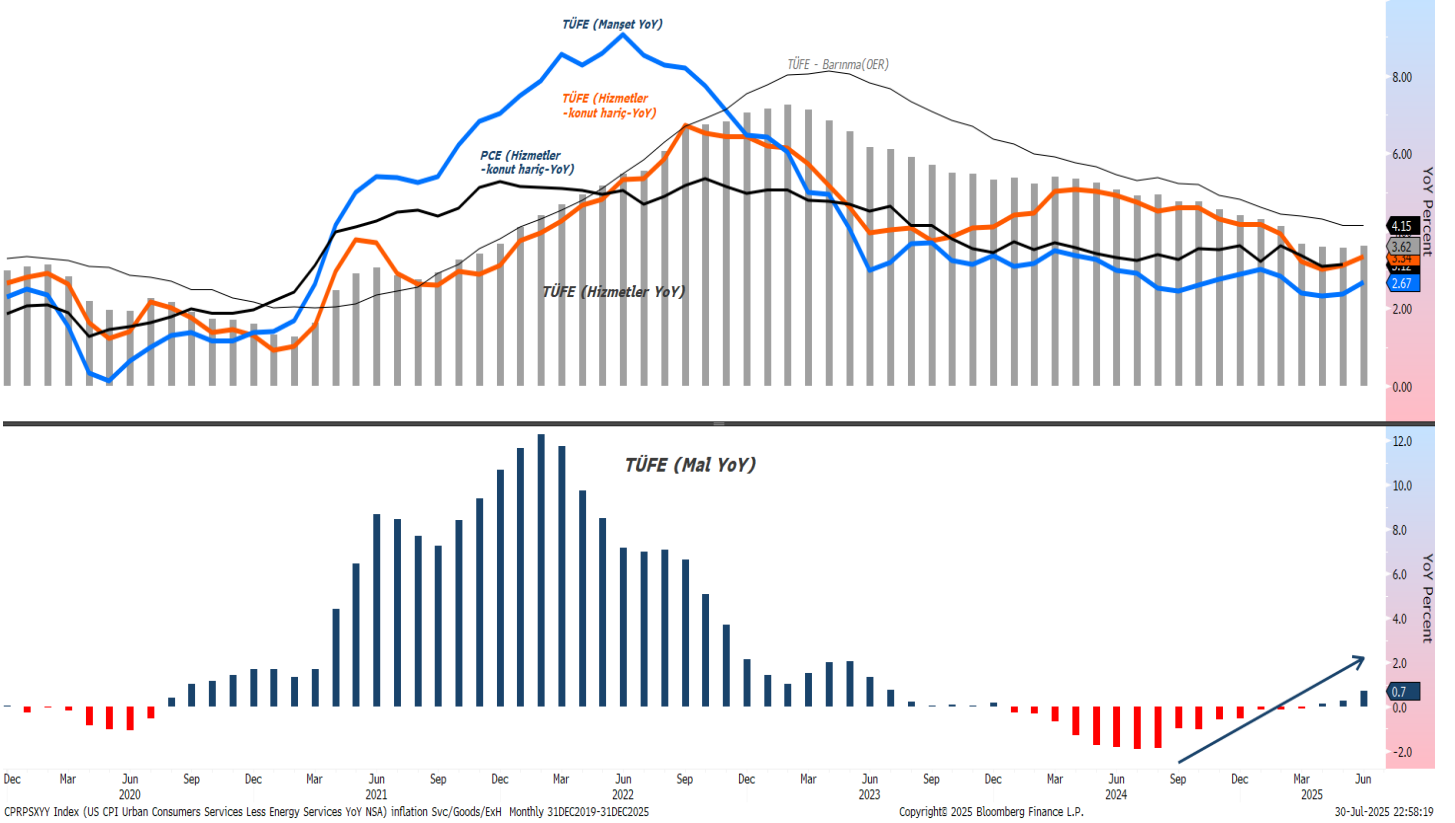
ABD'de Trump Başkanlığı ile beraber gelen politik kaosun tüketicileri ve firmaları harcama ve yatırım konusunda defansif bir duruşa itmesine rağmen, ekonominin son derece dirençli kaldığını takip ediyoruz. İstihdam piyasasının sağlıklı olduğu ve işsizlik oranının %4,1 ile tarihsel olarak düşük seviyelerde seyrettiği, büyümenin trend üzerinde devam ettiği (2ç: %3), tüketim harcamalarının sağlıklı olduğu, temerrütlerin sınırlı kaldığı, bankaların rezervleri serbest bıraktıkları, **varlık fiyatlarının ve özellikle de hane halkı servetinde önemli yer tutan hisse senetlerinin rekor seviyelerde seyrettiği ve Trump hükümetinin kemer sıkma politikalarından hızla vazgeçerek büyüme odaklı politikalara ağırlık verdiği bir ortamın biz faiz indirimleri için uygun olmadığını** ve 2025 senesinde şu anki dinamiklerle bir faiz indirimi yapılmaması gerektiğini düşünüyoruz.



Nitekim yukarıda gösterilen nokta tahminlerde, Haziran toplantısında 7 FED başkanının bu sene faiz indirimi beklemediğini görüyoruz, ancak iki başkanın 2026 senesi için aşırı güvercin para politikası tarafında olduklarını ve bir tanesinin Trump'ın istediği 200 bp'lık indirimi öngördüğünü görüyoruz. Bu iki başkanın Bowman ve Waller olduklarını tahmin etmek güç değil ama esas konu önümüzdeki sene Trump'ın istediği genişlemeci politikalar konusunda ısrarcı bir yeni FED başkanının bu politikayı ne kadar uygulayabileceği ve diğer başkanları ikna edip edemeyeceği konusu. **Powell her ne kadar başkanlıktan ayrılrsa da, FED üyesi olarak görev süresi 2028 senesine kadar devam ediyor** ve bu süreçte de kararlar üzerinde etkili olmaya çalışabilir.

Tarifelerin etkisini tam olarak görmedik ve enflasyon riski henüz geçmedi...

Ekonomi ve finansal piyasalardaki bu olumlu dinamiklere ek olarak Trump'ın tarife politikasının yarattığı belirsizliğin devam etmesi de enflasyon üzerinde önemli bir risk. Her ne kadar yatırımcılar tarife anlaşmalarını memnuniyetle karşılasalar da, ABD'ye ithalatlarda geçen sene düşük tek haneli seviyelerdeki olan **efektif gümrük vergisi oranının önümüzdeki dönemde %20'lere yaklaşabileceği**, envanterlerin yenileme zamanı geldiğinde bu etkiyi mal enflasyonunda daha fazla görebileceğimizi (son TÜFE verisinde görmeye başlamıştık) unutmamak gerekiyor.

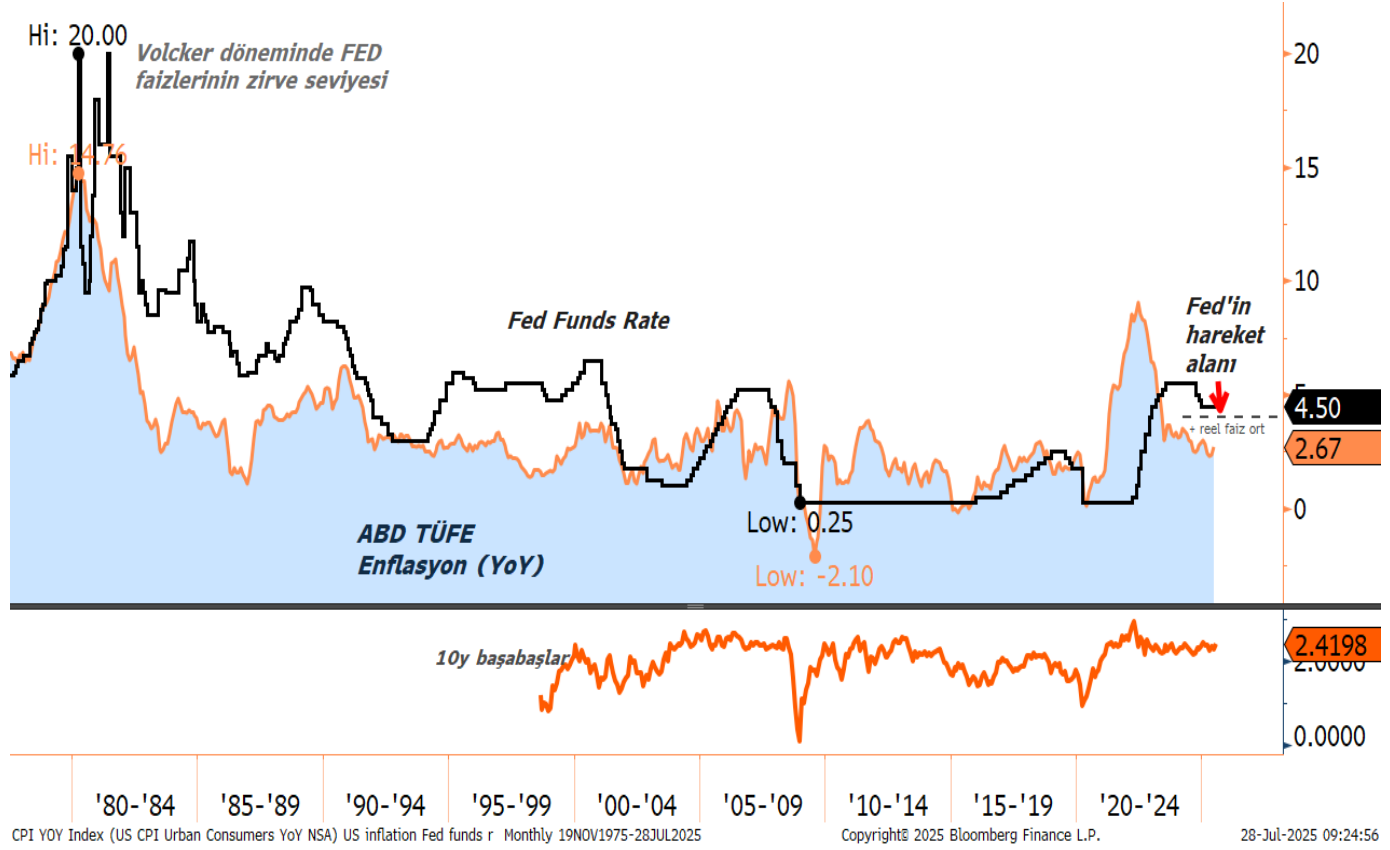


Faiz indirimlerine ihtiyaç olmasa da, FED'in indirim için yeri var...

Biz FED'in Trump'ın istediği gibi yeni bir faiz indirim döngüsünü başlatacak yeri olmadığını düşünüyoruz. **Nötr faizlerin %4 civarında** olduğunu kabul edersek (bu oran tarihsel anlamda enflasyonun kontrol altında olduğu gelişmiş ekonomilerde aktiviteyi ne sınırlayan ne de kısıtlayan makul bir faiz oranı ve mevcut enflasyon görünümü ve geçmiş reel faiz ortalaması göz önüne alındığında da makul bir seviye) **FED'in faiz indirimi için 50-75 bp kadar bir yeri olabilir.**

Ancak enflasyon üzerindeki risklerin devam ettiği, Trump hükümetinin kaotik iç ve dış politikalarının öngörülebilirliği azalttığı ve 2026 ara seçimleri öncesinde deregülasyon ve vergi indirimleri de dahil olmak üzere hükümetin büyüme yanlısı politikaları devreye sokacağı bir dönemde, FED'in agresif bir faiz indirim döngüsüne girmesi, büyük bir enflasyonist risk olacaktır. Burada merkez bankasının son dönemde yaptığı gibi belirsizliklerin yüksek olduğu dönemlerde ikili görevi arasında (enflasyonu kontrol altında tutmak vs tam istihdamı sağlamak)

enflasyon risklerine daha hassas davranması çok daha makul olacaktır. Nitekim son toplantılarda Powell'ın bu hassas dengeyi çok iyi koruduğunu ve her ikisine yönelik risklere değinerek enflasyon beklentilerini kontrol altında tutmaya ağırlık verdiğini görüyoruz.



Baskının artması ve ılımlı enflasyonla Jackson Hole'da daha güvercin bir Powell görebiliriz...

Son toplantıda Powell, FED üzerindeki baskının para politikasına yönelik beklentileri bir miktar güvercin tarafa ittiğini (Eylül'de başlayan iki faiz indirimi fiyatlanıyordu) göz önüne alarak beklentilerden daha şahin bir tutum takınmış olabilir. Toplantıda **Powell'ın "tarifelerin etkisini anlamak için daha uzun yolumuz var"** ve **"enflasyonu geçici görmeseydik faiz artırımı düşünebilirdik"** gibi yorumları yatırımcılar tarafından **şahince** algılanırken, bu yorumlardan hemen sonra hisse senetlerine satış geldiğini ve risk iştahının daraldığını takip ettik.

Faiz indirimi taraftarı olan Christopher Waller'ın üzerinde ısrarla durduğu istihdam piyasasında kırılganlık ve zayıflama potansiyeli argümanına karşı yorumlar yapan Powell, istihdam piyasasının sağlıklı olduğuna ancak risklerin de varlığına değinerek şahin tonunu sürdürdü. **Waller daha önce istihdam talebindeki zayıflamaya dikkat çekse de, Trump hükümetinin şahin göçmen politikasının istihdam piyasasında arzı daraltma riskini** göz ardı ettiğini görüyoruz. Dolayısıyla Waller'ın argümanları her ne kadar mantıklı noktalar içerse de, bize göre politik tandanslı.

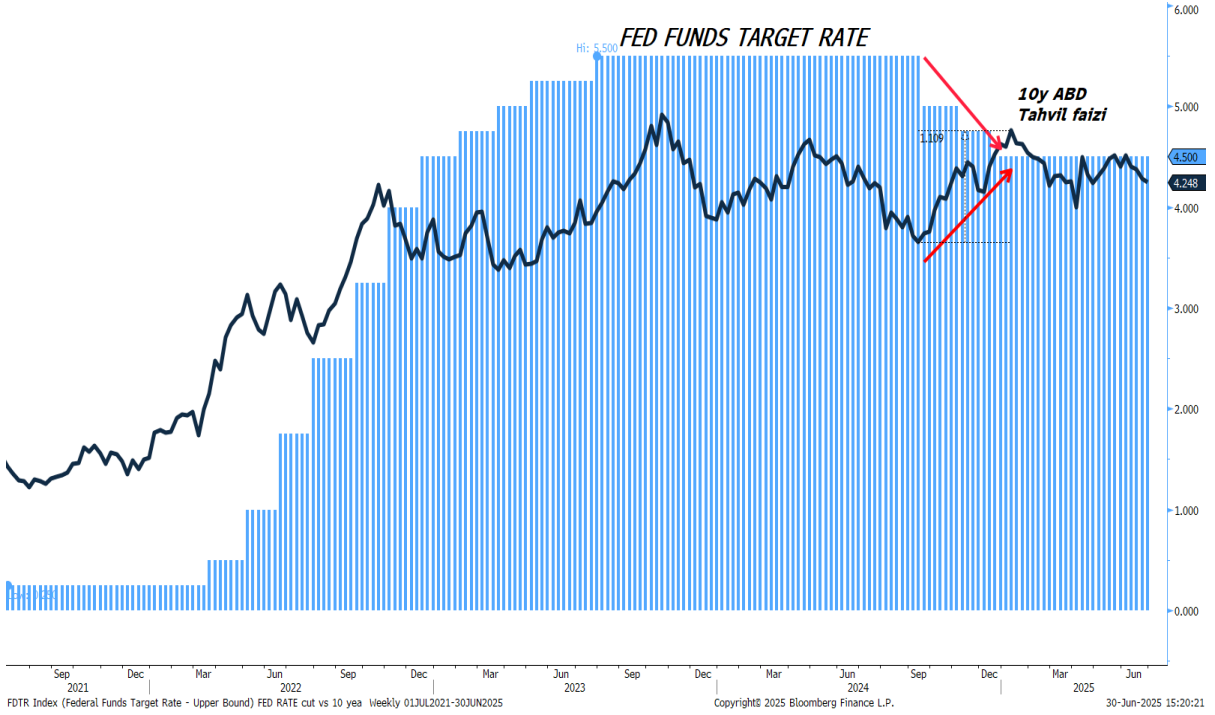
Toplantı sırasında Powell'a FED içerisindeki görüş ayrılıkları sorulduğunda başkan bunun ekonominin durumu hakkında sağlıklı bir tartışma ortamı yarattığına değinse de, biz bu görüşlerde politik etkilerin olduğunu, önümüzdeki toplantılarda merkez bankası içerisinde **tartışmaların alevleneceğini ve bu gelişmelerin FED'in en önemli politika araçlarından bir tanesi olan sözlü yönlendirme gücünü aşındırabileceğini** düşünüyoruz.

Powell aslında bir önceki toplantıdaki yorumları ile uyumlu bir tonda konuştu. Daha önce tarifelerin enflasyon üzerindeki etkisinin yaz aylarında görülebileceğinin üzerinde duran FED başkanının bu argümanı her ne kadar son enflasyon verilerinin ılımlı gelmesi ile bir miktar zayıflasa da, Eylül toplantısına kadar önümüzdeki iki istihdam, iki enflasyon verisini görmek isteyecektir. Burada tartışmaların kızışması ve enflasyona yönelik gelen donelerin bir kıpırdanmaya işaret etmemesi durumunda Powell için bir çıkış yolu da geçmişte FED'in politika değişikliklerini açıklamak için kullandığı ve **21-23 Ağustos 2025 tarihlerinde yapılacak olan Jackson Hole toplantısında daha güvercin bir duruşla faiz indirim sinyali vermek olabilir.**

2026'da FED'in kredibilite kaybı ve bunun tahvil faizlerine yansımaları önemli bir risk...

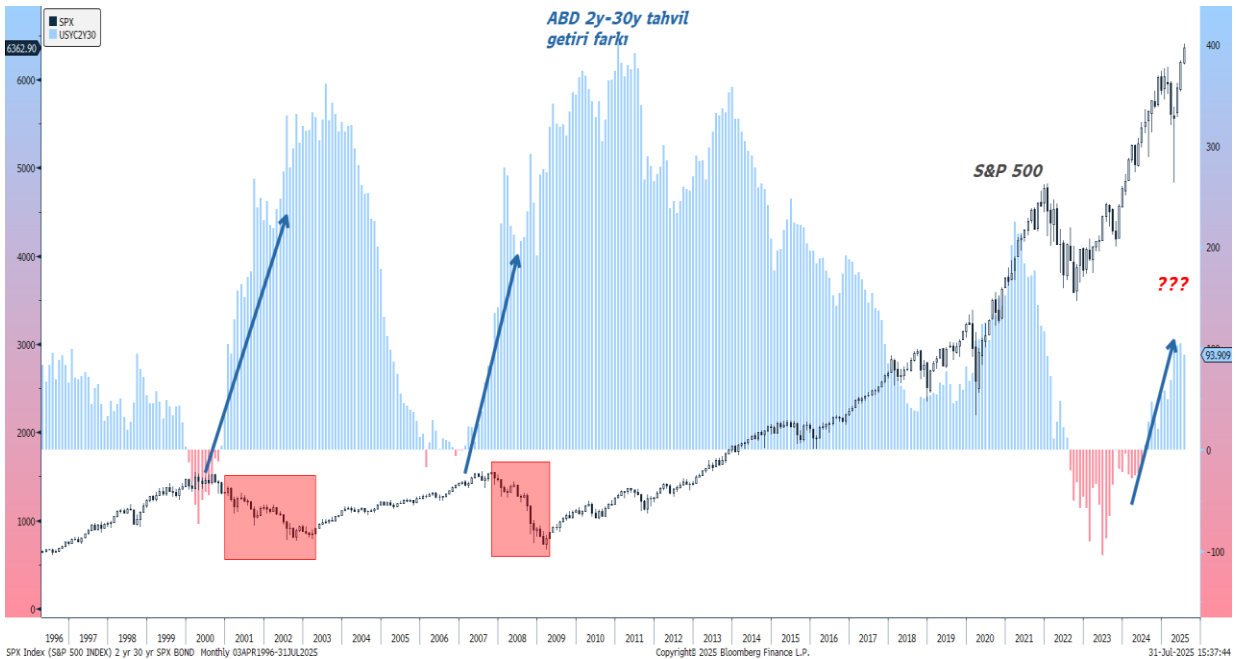
Her ne kadar Trump faizlerin inmesi için merkez bankasına baskı yapsa ve bunun ekonomide bir rahatlamaya yol açacağını düşünse de, **zamansız ve agresif faiz indirimleri tam tersi bir sonucu getirebilir**. FED'in seçimler öncesinde yaptığı **faiz indirimleri sırasında gördüğümüz gibi (FED politika faizini aşağıya çekerken 10 yıllıklar 100 bp kadar yükselmişti)**.

Bu durumda bize göre en istenmeyen sonuç merkez bankasının sınırlı kontrol edebildiği uzun vadeli tahvil faizlerinin hızla yükselmesi olacaktır. Her ne kadar FED bu durumda getiri eğrisi kontrolüne ve hazine daha kısa vadeli tahvil ihraçları ile uzun vadeyi rahatlatma çabasına gidecek olsa da, son dönemdeki dış politikanın ABD varlıklarına olan ilgi ve talebi azalttığı bir ortamda yatırımcıların hükümetin kısa vadeli genişlemeci politikalarının uzun vadede enflasyonu körükleyeceği korkusuyla tahvillerde satışa gittiklerini ve **10 yıllık tahvil faizlerini %6 seviyelerine doğru yükseldiğini de görebiliriz.**



Getiri eğrisindeki dikleşme ivmelenirse, hisse senetlerinde sert satışlar görebiliriz...

Böyle bir senaryo hisse senetlerine de olumsuz yansıyacaktır. Her ne kadar kısa vadeli faizler gerilese de, uzun vadeli faizlerdeki yükselişin hem ekonomiyi yavaşlatan ve şirket karlarını aşağıya çeken etkisi, hem de değerlendirme anlamında yüksek iskonto oranı etkisi nedeniyle hisse senetlerine olumsuz yansıdığını ve piyasalarda ciddi bir dislokasyon yaşandığını görebiliriz. **Getiri eğrisinin hızla dikleştiği dönemlerin geçmişte de resesyonları ve S&P 500 endeksinde sert düzeltmeleri öncelediği unutulmamalı.**



Tahvil piyasası herkesi korkutabilir mi?

Bill Clinton'ın danışmanı James Carville 1993 senesinde WSJ'a verdiği bir röportajda “**Eskiden tekrar dünyaya gelsem devlet başkanı, papa veya beyzbol oyuncusu olarak gelmek isterdim ama artık bono piyasası olarak gelmeyi istiyorum. Çünkü herkesi korkutabiliyorsunuz**” demişti.

Bu sözün finansal piyasalarda yeterince zaman geçirmiş yatırımcılar ve politikacılar tarafından iyi bilinmesinin sebebi, hükümetlerin sorumsuz davranışlarının tahvil piyasasında nasıl cezalandırıldığının tecrübe edilmesi olabilir. Nitekim bu sene başında Trump'ın ısrarcı korumacı politikaları ve giderek şiddeti artan gümrük vergisi tehditleri tahvil faizlerinde sert yükselişlere neden olmuş ve Scott Bessent'in de müdahalesi ile önemli bir sınır aşılmadan, Trump politikalarından geri adım atmıştı.

Benzer bir tecrübeyi Trump'ın FED'e yönelik ataklarının ve faiz indirimi ısrarının şiddetinin artması durumunda tekrar yaşayabiliriz. **Sene başında hükümetin acı eşiği 10 yıllık faizlerin %4,6 seviyesine tırmandığı nokta idi, önümüzdeki dönemde bu eşiğin nerede olduğunu yaşayarak göreceğiz.**

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.