

Uzun İnce Bir Yol

Düşünülürse derince

Irak görünür görünce

Yol bir dakika miktarınca

Gidiyorum gündüz gece

-Aşık Veysel, Uzun İnce Bir Yoldayım

Ekonomiler, büyümenin ne aşırı hızlı ne de aşırı yavaş olduğu, enflasyonun gerilediği uzun ince bir Goldilocks yolunda yürümeye devam ediyor. Yolun bir tarafında buzullar, yani büyümenin resesyona evrildiği ve enflasyonun düştüğü resesyon/deflasyon bulunurken, diğer yanda ise ateşler yani büyümenin ve enflasyonun arttığı reflasyon/enflasyon bulunuyor.

Son yazılarımızda ve 16 Ocak 2024 tarihinde çıkardığımız “Hassas Dengele Umutlu Bekleyiş” raporumuzda da ifade ettiğimiz gibi Kasım ayı başından bu yana Goldilocks rejimi içinde olduğumuzu ama yıl içinde muhtemelen resesyon rejimine geçiş yapacağını düşünmeye devam ediyoruz. Fakat ara duraklar olması da olasılık dâhilinde. Bu ara duraklardan ilkinin, veri ve jeopolitik gelişmelere bakarak reflasyon/enflasyon rejimi olabileceğini düşünüyoruz. Tüm yumuşak veya sert iniş tartışmaları içinde “hiç iniş yok” durumunun ara durak olması ve bunun enflasyonist olma ihtimali var.

Geçen haftaki ABD PCE verisi mevcut Goldilocks piyasa rejimini destekledi ama aynı anda “dirençli ABD ekonomisi” temasına da destek oldu. Diğer yandan Çin, ekonominin belirli sektörlerine düşük maliyetli PBOC finansmanı yoluyla daha hedefli teşviklerin sinyalini verdi. Yatırımcılar arasında, güvenin yeniden tesis edilmesinin Çin’in artık gündeminin temellerinden birini oluşturduğu açık.

Geçtiğimiz hafta paylaştığımız verilerde reflasyon/enflasyon rejiminin neden ara durak olabileceği ihtimaline ilişkin ipuçlarına değinmiştik. Neden “hiç iniş yok” durumunun bir sonraki durak olabileceğine dair verilere bu hafta da devam edeceğiz.

ABD ekonomisi, FOMC'nin 13 Aralık toplantısından bu yana ivme kazandı. Geçen hafta beklenenden daha güçlü veriler gelmeye devam etti. 4. çeyrek GSYİH'sı, 3. çeyrekteki yüzde 4,9'luk yüksek rakamın altında, ancak yüzde 2,0'lik konsensüs tahmininin oldukça üzerinde, yüzde 3,3 oldu.

Ocak İmalat PMI Endeksi tahminleri 47,6'ydı ancak endeks, 50,3 ile 2022 Ekim'deki 50,4'ten bu yana en güçlü seviyesini gördü. PMI içindeki yeni siparişler geçen Haziran ayından bu yana en yüksek seviyesi olan 52,2'ye yükseldi. Hizmetler PMI endeksinde de tahminler 51,5'ti ancak endeks, 52,3 ile 7 ayın en yüksek seviyesine ulaştı.

Mortgage alım başvuruları yüzde 8 daha artarken, Aralık ayında bekleyen konut satışları yüzde 8 artışla Temmuz'dan bu yana en yüksek seviyesine ulaştı. Yeni ev satışları beklenenden daha güçlü, 664 bine karşı 649 bin şeklinde gerçekleşti. Aralık ayında kişisel harcamalardaki artış yüzde 0,7'ken, yıllık yüzde 5,9 ile geçen Ocak ayından bu yana en güçlü artışı yaşadı.

İğnç bir şekilde son haftalarda güçlü gelen ekonomik veriler faiz indirimi beklentileri üzerinde çok fazla etki yaratmadı. Piyasanın 20 Mart'taki toplantıda faiz indirimi olasılığı hâlâ yüzde 50 civarında ve 1 Mayıs'taki toplantıya kadar 33 baz puanlık bir kesinti fiyatlıyor idi. Enflasyon verilerinin bunda payı büyük çünkü resim hala Goldilocks ile uyumlu. Fakat ekonomideki bu ivme artışının enflasyonu da yukarı yönlü etkileme potansiyeli küçümsenmemeli.

Bu arada risk primlerindeki gerileme devam ediyor. Yatırım yapılabilir, şirket tahvili spread'leri geçen Cuma gününü yaklaşık 90 baz puan seviyesinde tamamladı ve bu, Ekim 2021'den bu yana en düşük spread oldu. Yatırım yapılabilir kategorinin altındaki bonoların spread'leri 325 baz puan civarı ile FED'in Mart 2022'de faiz artırmaya başladığı zamana göre bile daha düşük seviyede.

Ekonomik veriler, hisse senetleri ve borç piyasaları bu kadar sıcakken FED gerçekten de yakın zamanda bir faiz indirimine gider mi?

Öte yandan Çin'de ekonomik tedbirler artmaya başladı. Banka zorunlu karşılıklarında indirim, 278 milyar dolarlık borsa desteği ve PBOC'nin hedeflenen kredilerde artış yapacağını duyurması, hep bu yönde atılmış adımlar ve ekonomik büyümeyi etkilediği ölçüde enflasyona yukarı yönlü baskı yapmaya aday ki bu, global

emtia fiyatlarını da artırabilir. Nitekim bu tedbirlerin açıklanması sonrası; bakır, alüminyum, kurşun, nikel, çinko, kalay ve demir cevheri gibi ana metaller yükseldi.

Tabii bundan sonraki tedbirlerin, beklentilerin altında kalacağı ve daha az verimli yurt içi yatırımın yanı sıra, arz yönlü önlemlere yönelmesi de söz konusu olabilir.

Bu arada jeopolitik risklerin yaratabileceği enflasyonist riskler, göz ardı edilmeye devam ediyor. İran-ABD arasındaki yeni gerginlik bu alandaki son gelişme.

Bu arada, Süveyş'ten konteyner gemilerinin geçişi zorlaştı ve azalıyor. Hafta sonu İngiliz tankeri MV Merlin Luanda'ya düzenlenen saldırılar, durumun keskin bir şekilde tırmanması potansiyelini taşıyor. Süveyş'teki durum; konteynerlerden, kuru dökme yüklere ve enerjiye yayılma riski taşıyor. Bu, birkaç hafta öncesine kıyasla, gerginlik ve risklerde büyük bir artış anlamına geliyor. Bu durumun, emtia özellikle de petrol/enerji fiyatlarına yansımaları olabilir. Neredeyse 1970'ler tarzı, fiili bir nakliye ablukası benzeri bir duruma yaklaşıyoruz ki bu ciddi enflasyonist riskler taşıyor.

Yaşanan kuraklık nedeniyle, nakliye hattının daralması sonucu Panama Kanalı üzerinden, kuru dökme yük nakliyesi için durum zaten son aylarda zordu ancak kuru yük endüstrisinin, artık Kızıldeniz'deki durumdan daha fazla etkilenmesi söz konusu.

IMF'in, 2021/2022 navlun fiyatları krizinin ardından yayınladığı incelemede, küresel navlun maliyetlerindeki her iki kat artışın, yıllık küresel enflasyonda yüzde 0,7 puanlık bir artış olduğunu tahmin etti.

İçeriye dönecek olursak; 2024 Ocak ayında mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış SAMEKS Bileşik Endeksi, bir önceki aya göre 3,4 geriledi ve 51,4 seviyesine gelerek referans değer üzerindeki seyrini sürdürdü.

Nitekim Ocak ayındaki bu gerilemenin ana sebebi önceki aya göre 3,3 puan gerileyen ve 54,5 olarak gerçekleşen Sanayi Sektörü SAMEKS Endeksi olsa da, diğer birçok göstergenin tersine sanayi sektörünün hizmet sektörüne nazaran daha güçlü olduğuna işaret ediyor. 3,0 puan azalan Hizmet Sektörü SAMEKS Endeksi 49,7 puan ile eşik değer olan 50'nin altında gerçekleşti. Detaylara baktığımızda ise her iki sektörde de istihdam alt endeksinin düşmesi ilginç.

Öte yandan Ocak ayı kapasite kullanım oranı açıklandı. İmalat sanayi mevsimsel etkilerden arındırılmış kapasite kullanım oranı, bir önceki aya göre 0,9 puan azaldı ve yüzde 76,4 oldu. Bu durum, 2023 Ağustos ayından bu yana en düşük seviye anlamına geliyor.

Son açıklanan dış ticaret verilerine göre 2023 yılında dış ticaret açığı yıllık bazda yüzde 3,2 azalarak 106 milyar oldu. Çekirdek diyebileceğimiz enerji ve altın dışı dış ticaret açığı 2022 yılındaki 103 milyar dolardan 2023 yılında 28 milyar dolara geriledi.

Öte yandan tüketim malları ithalatı 2023 yılında yıllık bazda yüzde 56 artış kaydetti. Detaylara baktığımızda ise 2023 yılında ithalatı en fazla artan tüketim malı yüzde 128'lik yıllık artış ile binek otomobilleri oldu. Aralık ayında ise tüketim malı ithalatı ise yüzde 27 ile biraz ivme kaybetmiş gibi dursa da iç talebin çok da soğumadığına dair bir işaret olarak görüyoruz.

Üretim tarafı ivme kaybediyor gibi gözükürken, iç talebin beklendiği kadar yavaşlamaması önemli bir risk olmaya devam ediyor bizce. Politika yapımcılar, enflasyonun düşürülmesi ve cari açığın daraltılması için iç talebin yavaşlamasının, öncelikli olduğunu defalarca dile getirdi. Politika yapımcılarının, ekonomiyi fazla soğutmak veya iç talebin dirençli kalmasına izin vererek, cari açık ve enflasyon riski almak arasında ince bir çizgide yürümesi gerekecek.

Son PPK kararında ise TCMB, beklentimiz ve piyasa konsensüsümüz doğrultusunda politika faizini 250 baz puan artırarak yüzde 45'e yükseltti. TCMB, politika faizinin mevcut seviyesinin öngörülen enflasyondaki düşüş seyrini oluşturmak için yeterli olduğunu belirterek sıkılaştırma döngüsünün sona erdiğinin sinyalini de verdi. Bu ileriye yönelik yönlendirme de yüzde 45'lik terminal oranı görüşüyle uyumlu. TCMB, enflasyon görünümüne yönelik kayda değer ve kalıcı risklerin ortaya çıkması durumunda, parasal duruşu yeniden değerlendirmesini de ifade ederek faiz artırımlarının devamını dışlamadı. Bununla birlikte, daha fazla faiz artırımına ilişkin çitanın oldukça yüksek olduğunu düşünüyoruz.

TCMB'nin, son dönemdeki maaş dahil zamları, enflasyonist baskılara atıfta bulunmaması gibi sebeplerden ötürü PPK açıklamasının kısmen güvercince algılanmasına müsait. İç talep koşullarının henüz zayıflamamış olması ve hizmet enflasyonundaki katılık nedeniyle enflasyona yönelik risklerin yukarı yönlü olduğunu görmeye devam ediyoruz. 2024'ün 4'üncü çeyreğinden önce TCMB'nin politika faizinde düşüş beklememeye devam ediyoruz.

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 kullanımını 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.