

Jackson Hole Netleştirir mi?

Bilgilendirme Notu

2026 Jackson Hole Sempozyumu 27–29 Ağustos tarihlerinde yapılacak ve bu yılın resmî teması “Finansal İnovasyon: Ödemeler ve Para Politikası Açısından Sonuçları”. Ancak piyasaların birinci gündemi akademik tema değil; Fed Başkanı Kevin Warsh’ın ilk Jackson Hole konuşmasında enflasyon, faizler ve finansal koşullar konusunda nasıl bir çerçeve çizeceği olacak

Jackson Hole toplantılarından bu yıl beklenen mesajı doğru kavrayabilmek için önce toplantının niteliğini netleştirmek lazım. Jackson Hole bir faiz karar toplantısı değil; dolayısıyla burada faiz artırımını veya indirimi açıklanmayacak. Ancak Fed Başkanı’nın konuşması, Fed’in Eylül ve yılın geri kalanına ilişkin nasıl düşündüğünü gösterdiği için zaman zaman doğrudan bir FOMC toplantısından daha güçlü piyasa hareketi yaratabiliyor.

Piyananın temel beklentisi

Piyasa Warsh’tan açık bir “eylülde faiz artıracamız” veya “faizleri sabit tutacağız” cümlesi beklemiyor. Beklenen, **hangi koşullar altında faiz artırılabilirliğinin daha net tarif edilmesi**.

Şu anda ekonomistler ile piyasa fiyatlaması arasında önemli bir ayrışma var. Ekonomistlerin çoğu Fed’in eylül ayında ve yılın geri kalanında faizleri değiştirmemesini bekliyor. Buna karşılık vadeli işlemler piyasası eylül toplantısında yaklaşık %35, yıl sonuna kadar ise yaklaşık %66 faiz artırımını olasılığı fiyatlıyor. Yani ekonomistlerin ana senaryosu “bekle ve gör”, piyananın korkusu ise “Fed yeniden faiz artırmak zorunda kalabilir.”

Bu nedenle Warsh’ın kullanacağı birkaç kelime dahi piyasa açısından kritik olacak. Özellikle “**enflasyon riskleri yukarı yönlü**”, “**politika yeterince kısıtlayıcı olmayabilir**”, “**fiyat istikrarını yeniden sağlamak için gerektiğinde harekete geçeceğiz**” gibi ifadeler faiz artırımını ihtimalini güçlendirir.

Buna karşılık “**mevcut politika duruşu uygun**”, “**geçici enerji etkilerine tepki vermeyeceğiz**” veya “**büyümeye yönelik aşağı yönlü riskler artıyor**” şeklindeki mesajlar faizlerin sabit kalacağı beklentisini destekler.

Birinci konu: Enflasyonun kaynağı nasıl teşhis edilecek?

Jackson Hole’dan önce açıklanacak çekirdek PCE verisi toplantının tonunu büyük ölçüde belirleyecek. Beklenti, aylık çekirdek PCE’nin %0,2, yıllık çekirdek PCE’nin %3,3 olması yönünde. Bu, enflasyonun Fed’in %2 hedefinden hala belirgin biçimde yüksek kaldığını gösteriyor.

Fed açısından sorun, yüksek enflasyonun yalnızca güçlü iç talepten kaynaklanmaması. İran savaşı ve enerji fiyatları, tarifeler, tedarik zincirleri ve artan sigorta/taşımacılık maliyetleri de fiyatları yukarı itiyor. Fed faiz artırarak petrol üretemez veya jeopolitik riski ortadan kaldıramaz. Ancak enerji ve tarifelerden kaynaklanan ilk fiyat artışının ücretlere, kiralara, hizmet fiyatlarına ve enflasyon beklentilerine yayılmasını engellemek zorunda.

Bu nedenle Warsh’ın “**birinci tur**” ve “**ikinci tur**” enflasyon etkileri arasında ayırım yapması beklenebilir. Petrol fiyatındaki geçici artışa doğrudan tepki verilmeyebilir. Fakat yüksek enerji fiyatları şirketlerin genel fiyatlama davranışını değiştiriyor, ücret taleplerini artırıyor ve tüketicilerin uzun vadeli beklentilerini bozuyorsa Fed daha şahin davranacaktır.

Burada Michigan Üniversitesi’nin bir ve beş yıllık enflasyon beklentileri de önemli. Bir yıllık beklentinin %4,3, beş yıllık beklentinin %3,3 seviyesinde kalması bekleniyor. Warsh uzun vadeli beklentilerin hedefin belirgin üzerinde kalmasını özellikle vurgularsa, piyasa bunu faiz artırımını için hazırlık mesajı olarak okuyabilir.

Jackson Hole Netleştirir mi?

Bilgilendirme Notu

İkinci konu: Büyüme yavaşlarken Fed ne yapacak?

ABD ikinci çeyrek büyümesinin %2,1'den %1,5'e revize edilmesi bekleniyor. Bu gerçekleşirse Fed'in karşısına oldukça zor bir tablo çıkacak; büyüme ivme kaybediyor ama enflasyon hedefin üzerinde kalıyor.

Warsh'ın büyüme yavaşlamasını nasıl tanımladığı önemli olacak. Eğer "**ekonomi dirençli, iş gücü piyasası güçlü ve talep hala enflasyonist**" derse, faiz artırımını ihtimali güçlenir. Buna karşılık "**tüketim yavaşlıyor, yatırımlar faizlerden etkileniyor ve mevcut finansal koşullar zaten ekonomiyi soğutuyor**" derse Fed'in beklemeği tercih edeceği anlaşılır.

Piyasa özellikle Fed'in büyümedeki %1,5 seviyesini kontrollü bir normalleşme mi, yoksa daha sert bir yavaşlamanın başlangıcı mı olarak gördüğünü anlamaya çalışacak. Warsh'ın "yumuşak iniş" söylemini koruması hisse piyasaları açısından olumlu olur. Stagflasyon riskini öne çıkarması ise hem hisse hem tahvil piyasaları açısından daha zor bir fiyatlama yaratır.

Üçüncü konu: Uzun vadeli tahvil faizlerine nasıl bakılıyor?

Bu yıl Jackson Hole'u farklılaştıran en önemli başlıklardan biri ABD tahvil piyasasındaki son gelişmeler. ABD'nin 30 yıllık tahvil faizi yaklaşık %5,34 ile 2007'den bu yana en yüksek seviyesine çıktı. Ardından **ABD Hazinesi, uzun vadeli tahvil geri alımlarını işlem başına 2 milyar dolardan en az 4 milyar dolara yükseltti**.

Bu uygulama teknik olarak QE değil. Fed yeni rezerv yaratıp tahvil almıyor; Hazine kendi borç yönetimi kapsamında eski ve likiditesi düşük tahvilleri geri alıyor. Ancak piyasa bunu kamu otoritelerinin uzun vadeli faizlerin yükselmesinden rahatsız olduğunun bir göstergesi olarak değerlendirdi. Jackson Hole'da **Warsh'ın bu konuya nasıl yaklaşacağı çok önemli**. İki farklı mesaj verilebilir:

Birinci yaklaşım, "Uzun vadeli faizlerin yükselmesi enflasyon, yüksek kamu borcu ve güçlü ekonomiyle uyumlu; piyasanın verdiği sinyale müdahale etmemeliyiz" şeklinde olabilir. Bu, Fed'in Hazine'den bağımsızlığını ve enflasyonla mücadele önceliğini vurgulayan şahin bir mesaj olur.

İkinci yaklaşım ise "Uzun vadeli faizlerdeki yükseliş finansal koşulları zaten yeterince sıkılaştırıyor; Fed'in ayrıca faiz artırmasına gerek kalmayabilir" şeklinde olabilir. Bu durumda piyasa tahvil faizlerindeki yükselişin Fed'in işini yaptığı sonucuna varır.

Piyasalar Warsh'ın Fed ile Hazine politikaları arasında bir koordinasyon görüntüsü verip vermediğini de izleyecek. Fed Başkanı'nın tahvil geri alımlarını fazla destekleyici biçimde yorumlaması "**mali baskılama**" ve Fed bağımsızlığı tartışmalarını artırabilir. Buna karşılık **para politikası ile borç yönetimi arasında net bir sınır çizmesi** dolar açısından güven verici olabilir.

Jackson Hole Netleştirir mi?

Bilgilendirme Notu

Dördüncü konu: Fed'in iletişim stratejisi değişecek mi?

Kevin Warsh'ın Fed yönetiminde klasik "ileri yönlendirme" yaklaşımından uzaklaşabileceğine dair beklentiler var. Yani Fed'in aylar öncesinden piyasaya faiz patikası vermesi yerine, veriye bağlı ve toplantı bazında karar alan daha esnek bir iletişim stratejisi benimsemesi mümkün.

Bu yaklaşımın avantajı, Fed'in gelecekteki kararlar konusunda kendisini gereksiz yere bağlamaması. Dezavantajı ise piyasa oynaklığının artması. Temmuz toplantısından sonra gelen belirsiz mesajların tahvil piyasasındaki dalgalanmayı artırdığı zaten görülmüş durumda.

Jackson Hole'da Warsh'ın şu sorulara cevap vermesi bekleniyor:

- Fed hangi enflasyon göstergesine daha fazla ağırlık veriyor?
- Petrol ve tarifelerden kaynaklanan enflasyon ne zaman para politikası sorunu haline gelir?
- İş gücü piyasasındaki hangi bozulma Fed'in şahin duruşunu yumuşatır?
- Uzun vadeli tahvil faizlerinin yükselmesi, politika faizine alternatif bir sıkılaştırma olarak görülüyor mu?

Eylül kararı için tek bir veri mi, yoksa daha geniş bir veri seti mi değerlendirilecek?

Net bir çerçeve verilirse tahvil piyasasındaki belirsizlik azalabilir. Warsh yalnızca "verilere bakacağız" deyip somut bir reaksiyon fonksiyonu sunmazsa, piyasa farklı ihtimalleri fiyatlamaya devam edeceği için volatilité yüksek kalır.

Beşinci konu: Finansal inovasyon neden para politikasının konusu?

Sempozyumun resmî temasının ödeme sistemleri ve finansal inovasyon olması tesadüf değil. Stablecoinler, tokenlaştırılmış mevduatlar, merkez bankası dijital paraları, anlık ödeme sistemleri ve bankacılık dışı finansal kurumlar artık para politikasının ekonomiye aktarılma biçimini değiştirebilir.

Buradaki temel soru şu: Fed politika faizini değiştirdiğinde bu karar hanehalkına, şirketlere ve finans piyasalarına hangi kanallardan ulaşacak?

Eğer mevduatlar bankalardan stablecoinlere veya para piyasası benzeri dijital ürünlere kayarsa, bankaların fonlama yapısı değişir. Bankaların kredi verme kapasitesi ve mevduat faizlerinin politika faizine tepkisi farklılaşabilir. Bu da Fed'in faiz kararlarının reel ekonomiye aktarımını etkiler.

Stablecoinlerin büyük ölçüde kısa vadeli Hazine bonolarıyla desteklenmesi, dijital para büyüdükçe Hazine bonolarına yeni ve büyük bir talep kaynağı yaratabilir. Bu durum kısa vadeli tahvil faizlerini, para piyasası fonlarını ve bankacılık sistemindeki mevduat dağılımını değiştirebilir.

Jackson Hole Netleştirir mi?

Bilgilendirme Notu

Sempozyumda şu başlıkların tartışılması beklenebilir:

- Stablecoin rezervlerinin hangi varlıklarda tutulacağı
- Dijital para ihraççılarının banka benzeri düzenlemelere tabi olup olmayacağı
- Tokenlaştırılmış mevduat ile stablecoin arasındaki fark
- Dijital ödeme sistemlerinde likidite ve ödeme riski
- Bankalardan dijital ürünlere mevduat kaçışının kredi mekanizmasına etkisi
- Siber güvenlik ve operasyonel risk
- Finansal inovasyonun doların küresel rezerv para rolüne etkisi
- Fed'in bilançosu ve rezerv talebi üzerindeki olası sonuçlar

Bu tartışmalar kısa vadede faiz kararı kadar sert piyasa hareketi yaratmayabilir. Ancak bankalar, ödeme şirketleri, fintech şirketleri, stablecoin ihraççıları ve kısa vadeli Hazine bonosu piyasası açısından orta vadeli önemi oldukça yüksek.

Merkez bankalarının ortak mesajı ne olabilir?

Jackson Hole yalnızca Fed toplantısı değil. ECB, BoJ, BoE ve diğer merkez bankalarından yetkililer de küresel enflasyon ve finansal koşullar hakkında mesaj verecek.

ECB tarafında piyasa giderek daha şahin bir görünüm fiyatlıyor. Enerji fiyatları, düşük doğal gaz stokları, genişleyici maliye politikası ve sıkı iş gücü piyasası nedeniyle ECB'nin eylül ayında faiz artırabileceği konuşuluyor. ECB yetkililerinin Jackson Hole'da bu endişeleri teyit etmesi euroyu ve Avrupa tahvil faizlerini yükseltebilir.

Japonya tarafında enflasyonun güçlenmesi BoJ'un eylül ayında faiz artırabileceği beklentisini artırıyor. BoJ'dan şahin mesaj gelmesi yenin değer kazanmasına ve USD/JPY'nin gerilemesine neden olabilir.

Dolayısıyla toplantının küresel mesajı "enflasyon tam olarak yenilmedi, enerji şoku politika gevşemesini zorlaştırıyor ve merkez bankaları faiz indirmek yerine yeniden faiz artırmayı tartışabilir" şeklinde oluşabilir. Bu, 2024–2025 dönemindeki faiz indirimi anlatısından önemli bir kopuş olur.

Jackson Hole Netleştirir mi?

Bilgilendirme Notu

En olası senaryo

Bizim baz senaryomuz, Warsh'ın doğrudan eylül ayında faiz artırımına işaret etmeyeceği ancak piyasadaki faiz indirimi beklentilerini de desteklemeyeceği yönünde. Yani mesajın genel çerçevesinin; «Enflasyon hala hedefin üzerinde. Enerji, tarifeler ve beklentilerden kaynaklanan riskleri izliyoruz. Mevcut politika duruşunun etkilerini görmek için zamana ihtiyacımız var. Faiz artırımını masadan kalkmış değil ancak kararlar gelecek verilere göre toplantı bazında alınacak.» olmasını bekliyoruz.

Bu mesaj görünüşte dengeli, içerik olarak ise hafif şahin olur. Fed faizleri sabit tutmaya hazırlanırken piyasanın erken gevşeme beklentisi oluşturmalarını engellemeye çalışır. Ekonomistlerin “yıl sonuna kadar değişiklik yok” tahminiyle de büyük ölçüde uyumludur.

Ancak çekirdek PCE beklentinin üzerinde gelir, büyüme de %1,5'in üzerinde revize edilirse Warsh daha açık biçimde faiz artırımını seçeneğini gündemde tutabilir. Buna karşılık PCE düşük, büyüme ve tüketim belirgin biçimde zayıf gelirse mevcut faizlerin yeterince sıkı olduğu mesajı güçlenir.

Türkiye açısından Jackson Hole

Türkiye için en iyi senaryo, Warsh'ın enflasyon konusunda temkinli olmakla birlikte faiz artırımını sinyali vermemesi. Bu durumda ABD tahvil faizleri ve dolar gerileyebilir; gelişen ülke varlıklarına para girişi güçlenebilir. BIST , TL tahviller ve Türkiye'nin risk primi bundan olumlu etkilenir.

En olumsuz senaryo ise Warsh'ın eylül artırımını açık biçimde masaya koyması. Bu durumda dolar endeksi ve ABD tahvil faizleri yükselir, gelişen ülke para birimleri baskılanır, yabancı yatırımcı risk azaltabilir. Dolar/TL üzerindeki baskı artarken BIST'te özellikle yüksek borçlu ve uzun vadeli nakit akışına dayanan şirketler olumsuz etkilenebilir.

Altın açısından da toplantının kilit noktası faiz artırım ihtimali olacak. Açık şahin mesaj reel faizleri ve doları yükselterek altında kar satışı yaratabilir. Ancak Fed ile Hazine politikaları arasındaki sınırın bulanıklaştığı algısı güçlenirse, faizler yükselse bile mali baskılama ve doların değer kaybı endişeleri altına talebi canlı tutabilir.

Sonuç olarak bu Jackson Hole'da piyasa yalnızca “Fed faizi artıracak mı?” sorusunun cevabını aramayacak. Daha temel üç soru var: **Fed enflasyonu geçici mi kalıcı mı görüyor, uzun vadeli tahvil faizlerinin yükselmesini yeterli bir sıkılaştırma sayıyor mu ve ABD Hazinesi'nin piyasa müdahaleleri karşısında para politikası bağımsızlığını ne kadar net koruyacak?** Asıl fiyatlama bu üç soruya verilen cevap üzerinden oluşacak.

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 tercihlerinizle uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu raporda yer alan bilgiler A1 CAPITAL Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Araştırma Bölümü tarafından bilgi verme amacıyla hazırlanmış olup herhangi bir hisse senedinin alım satımına ilişkin bir teklif içermemektedir. Veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu bilgilerin ticari amaçlı kullanılmasından doğabilecek zararlardan A1 CAPITAL Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. İşbu rapordaki tüm görüş ve tahminler, söz konusu rapor tarihiyle A1 CAPITAL Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Araştırma Bölümü'ne ait olup diğer GÜLER HOLDİNG Grubu şirketlerinin görüş ve tahminlerini temsil etmemektedir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir. A1 CAPITAL Yatırım ve diğer grup şirketleri bu raporda adı geçen şirketlerin hisselerinde pozisyon sahibi olabilir veya işlem yapabilir. Ayrıca, yatırımcılar bu raporda adı geçen şirketlerle A1 CAPITAL Yatırım ve diğer grup şirketlerinin yatırım bankacılığı ve/veya diğer iş ilişkileri içinde olabileceğini veya bu tür iş fırsatları arayışında olabileceğini kabul ederler.

A1 Capital Yatırım- Araştırma

Yatırım Artık Daha Kolay!

A1 Capital'in güçlü altyapısı, uzman kadrosu ve yenilikçi dijital çözümleriyle yatırım yapmaya bugün başlayın.

Hemen Hesap Aç



alcapital.com.tr