

ABD 10 yıllık getirisi 2007'den bu yana ilk kez %4,9'un üzerine çıktı!!
Tahvil piyasasındaki hareketler neden önemli?

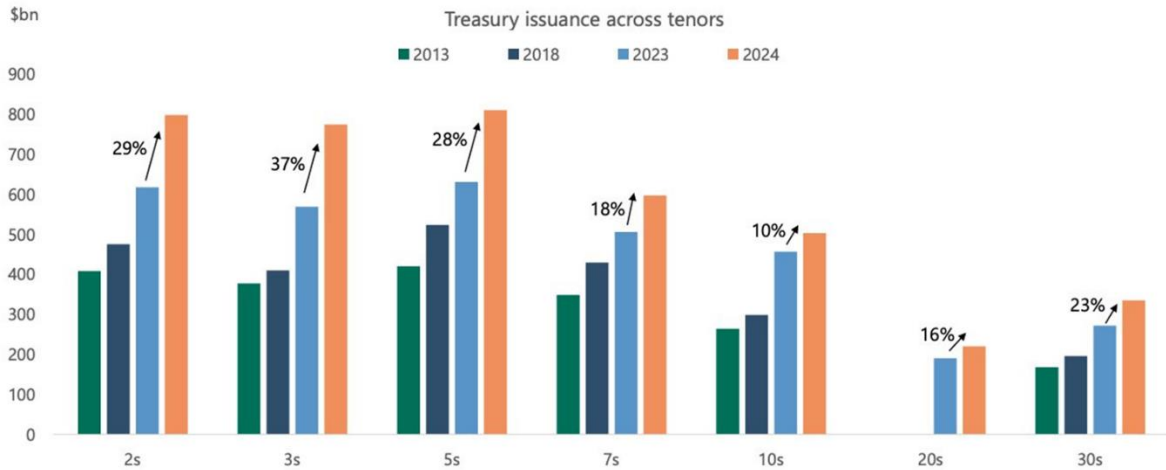
Risksiz oran (risk free rate) tüm yatırımların karşılaştırma ölçütüdür ve hazine getirisi arttıkça bu piyasaya yayılır. Otomobil kredilerinden kredili mevduatlara, kamu borçlanmasına ve kurumsal satın alma finansman maliyetine kadar her şeyi etkiler.

Sonuçları;

- 1) **Kredilerde daha yüksek faiz oranları:** İpotek, kredi kartları, otomobil vs.
- 2) **Devlet faiz giderlerinde artış**
- 3) **Konut Sektörü:** Faize en duyarlı sektörlerin başında konut piyasası geliyor. İpotekler faizlerdeki hareketliliğin en çok hissedildiği ilk yer. Dolayısıyla en çok etkilenecek sektörlerin başında konut sektörü geliyor.
- 4) **Kamu Borçlanması:** Daha yüksek oranlar, ülkelerin borç almak için daha fazla para harcaması gerektiği anlamına geliyor.
- 5) **Hisse Senedi Piyasası Riski:** ABD Hazine tahvilleri en güvenilir yatırım araçlarının başında geliyor. Getiriler %5 sınırına yaklaştıkça elde hisse tutmanın avantajı azalıyor ve tahviller daha cazip hale geliyor. Getirilerin %5 üstüne çıkması hisse senedi piyasasında satış baskısını derinleştirecektir. Bu da EM dahil olmak üzere tüm piyasalara olumsuz yansır.

Yaz ortasından bu yana - ve 21 yıldır ilk kez - USD nakitinizin getirisi, hisse senetlerinin EPS getirisinin üzerine çıktı

Hazine ihale büyüklükleri 2024'te getiri eğrisi boyunca ortalama %23 artacak.



Source: SIFMA, TBAC, Haver Analytics, Apollo Chief Economist. Note: Estimates from September 2023 to Dec 2024 from the TBAC neutral issuance scenario.

35

Hanehalkı ABD hisse senetlerinin %39'una ve

2022'nin başında sadece %2 olan ABD Hazine tahvillerinin %9'una sahip

Hazine tahvilleri dışında, hane halkı Haziran ayına kadar para piyasası yatırım fonlarından da 448 milyar dolar satın aldı...

[ve] 2023'ün ilk yarısında 40 trilyon dolarlık kurumsal sermaye ve yatırım fonu pozisyonlarından yalnızca 168 milyar dolar sattı."

Yabancılar ise ABD Hazine tahvillerinin %30 una sahiptir.

ABD tahvil fonlarına 11 Ekim'de sona eren haftada 6,6 milyar dolarlık giriş görüldü ve bunun çoğunluğu ABD Hazine tahvillerine gitti

Share of US treasury holdings by country
(as % of total foreign holdings)

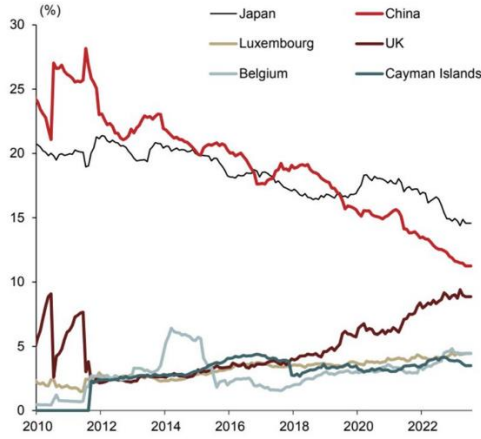
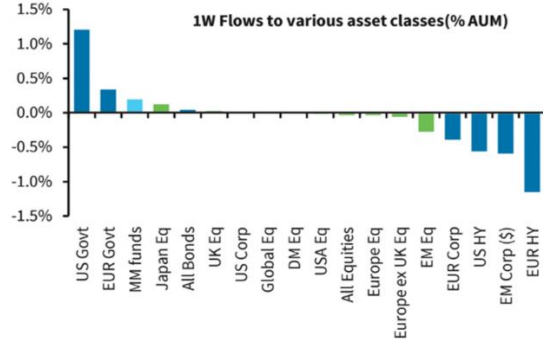


FIGURE 6. Treasuries and Cash saw strong inflows this week



Source: EPFR, Barclays Research

ABD hisse senetlerinin %17'una

Hazine TIC verileri, son altı ayda yabancı yatırımcıların 2021'den bu yana en hızlı şekilde ABD hisse senedi satın aldığını gösteriyor... yabancı yatırımcıların 2023'te net 150 milyar dolar, 2024'te ise ilave 100 milyar dolar ABD hisse senedi satın alacağı tahmin ediliyor.

Sadece Information Tech ve Communication Serv. sektörleri para kazandırdı.



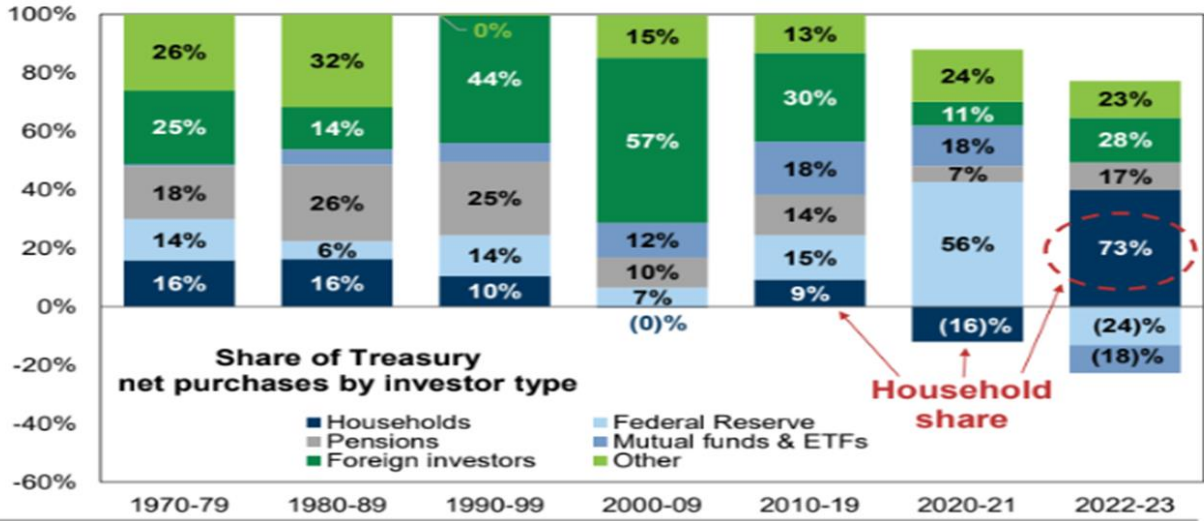
Fed, Hazine tahvillerini yoğun şekilde satıyor

Hazine bonusu net alış/(satış) ayrıştması

Görülüyor ki, kurumsal yatırımcı ve hanehalkı yüksek tahvil getirilerinden etkilenip, hisseden tahvile para sokuyor.

Şirketlerin geri alım programları hisse piyasasının en büyük destekçisi.

Exhibit 3: Decomposition of Treasury bond net buying/(selling)
as of 2Q23



Source: Federal Reserve, Goldman Sachs Global Investment Research

Devlet faiz ödemeleri. 2. Government interest payments."

ABD hükümetinin günlük faiz ödemeleri, pandemiden önceki günlük 1 milyar dolardan 2023'te neredeyse 2 milyar dolara iki katına çıktı.

CBO'ya göre ABD hükümeti bu yıl net faiz ödemeleri için 711 milyar dolar ödedi.

Bu, 2022 mali yılına göre 177 milyar dolar veya %33 artış anlamına geliyor.

Federal borcun ortalama faiz oranları 2022'de %1,5'ten bugün neredeyse %3,0'a çıktı.

Yıllık ABD faiz giderinin önümüzdeki yıllarda 1,2 trilyon dolara ulaşması bekleniyor.

"Bedava" para diye bir şey yoktur.

Nakitten varlıklara dönüşüm. 3. Cash-to-assets."Nakit-varlık endeksinde, 2010'dan bu yana artık yüzde 13'lük dilimde, tipik hisse senetleri içinse yüzde 9'luk dilimde yer alıyor.

Zayıf nakit bakiyelerinin yarattığı zorluk, daha kısıtlayıcı bir finansman ortamıyla daha da artacak.

Benim görüşüme göre **uzun vadede getiriler artıyor çünkü tahvil piyasası faiz indirimlerinden vazgeçti.**

Tabuttaki çivi, Fed'in ekonomik tahminlerini güncellediği **Eylül FOMC toplantısıydı.**

Fed'in ekonomik tahminlerinde Haziran'dan Eylül'e kadar yapılan revizyonlara bakın.

2023 reel GSYİH'sı yalnızca altı ay kala %1'den %2,1'e çıktı.

Ancak daha da önemlisi **bunu Fed'in enflasyon tahminlerinde bir artış olmadan gerçekleştirdi** (çekirdek PCE aslında biraz daha düşük bir seviyede revize edildi - %,9'dan 3,7'ye %) .

Tahvil piyasası nihayet anladı!

Table 1. Economic projections of Federal Reserve Board members and Federal Reserve Bank presidents, under their individual assumptions of projected appropriate monetary policy, **September 2023**

Variable	Median ¹					Central Tendency ²					Range ³				
	2023	2024	2025	2026	Longer run	2023	2024	2025	2026	Longer run	2023	2024	2025	2026	Longer run
Change in real GDP	2.1	1.5	1.8	1.8	1.8	1.9-2.2	1.2-1.8	1.6-2.0	1.7-2.0	1.7-2.0	1.8-2.6	0.4-2.5	1.4-2.5	1.6-2.5	1.6-2.5
June projection	1.0	1.1	1.8		1.8	0.7-1.2	0.9-1.5	1.6-2.0		1.7-2.0	0.5-2.0	0.5-2.2	1.5-2.2		1.6-2.5
Unemployment rate	3.8	4.1	4.1	4.0	4.0	3.7-3.9	3.9-4.4	3.9-4.3	3.8-4.3	3.8-4.3	3.7-4.0	3.7-4.5	3.7-4.7	3.7-4.5	3.5-4.3
June projection	4.1	4.5	4.5		4.0	4.0-4.3	4.3-4.6	4.3-4.6		3.8-4.3	3.9-4.5	4.0-5.0	3.8-4.9		3.5-4.4
PCE inflation	3.3	2.5	2.2	2.0	2.0	3.2-3.4	2.3-2.7	2.0-2.3	2.0-2.2	2.0	3.1-3.8	2.1-3.5	2.0-2.9	2.0-2.7	2.0
June projection	3.2	2.5	2.1		2.0	3.0-3.5	2.3-2.8	2.0-2.4		2.0	2.9-4.1	2.1-3.5	2.0-3.0		2.0
Core PCE inflation ⁴	3.7	2.6	2.3	2.0		3.6-3.9	2.5-2.8	2.0-2.4	2.0-2.3		3.5-4.2	2.3-3.6	2.0-3.0	2.0-2.9	
June projection	3.9	2.6	2.2			3.7-4.2	2.5-3.1	2.0-2.4			3.6-4.5	2.2-3.6	2.0-3.0		
Memo: Projected appropriate policy path															
Federal funds rate	5.6	5.1	3.9	2.9	2.5	5.4-5.6	4.6-5.4	3.4-4.9	2.5-4.1	2.5-3.3	5.4-5.6	4.4-6.1	2.6-5.6	2.4-4.9	2.4-3.8
June projection	5.6	4.6	3.4		2.5	5.4-5.6	4.4-5.1	2.9-4.1		2.5-2.8	5.1-6.1	3.6-5.9	2.4-5.6		2.4-3.6

Table 1. Economic projections of Federal Reserve Board members and Federal Reserve Bank presidents, under their individual assumptions of projected appropriate monetary policy, **June 2023**

Variable	Median ¹				Central tendency ²				Range ³			
	2023	2024	2025	Longer run	2023	2024	2025	Longer run	2023	2024	2025	Longer run
Change in real GDP	1.0	1.1	1.8	1.8	0.7-1.2	0.9-1.5	1.6-2.0	1.7-2.0	0.5-2.0	0.5-2.2	1.5-2.2	1.6-2.5
March projection	0.4	1.2	1.9	1.8	0.0-0.8	1.0-1.5	1.7-2.1	1.7-2.0	-0.2-1.3	0.3-2.0	1.5-2.2	1.6-2.5
Unemployment rate	4.1	4.5	4.5	4.0	4.0-4.3	4.3-4.6	4.3-4.6	3.8-4.3	3.9-4.5	4.0-5.0	3.8-4.9	3.5-4.4
March projection	4.5	4.6	4.6	4.0	4.0-4.7	4.3-4.9	4.3-4.8	3.8-4.3	3.9-4.8	4.0-5.2	3.8-4.9	3.5-4.7
PCE inflation	3.2	2.5	2.1	2.0	3.0-3.5	2.3-2.8	2.0-2.4	2.0	2.9-4.1	2.1-3.5	2.0-3.0	2.0
March projection	3.3	2.5	2.1	2.0	3.0-3.8	2.2-2.8	2.0-2.2	2.0	2.8-4.1	2.0-3.5	2.0-3.0	2.0
Core PCE inflation ⁴	3.9	2.6	2.2		3.7-4.2	2.5-3.1	2.0-2.4		3.6-4.5	2.2-3.6	2.0-3.0	
March projection	3.6	2.6	2.1		3.5-3.9	2.3-2.8	2.0-2.2		3.5-4.1	2.1-3.1	2.0-3.0	
Memo: Projected appropriate policy path												
Federal funds rate	5.6	4.6	3.4	2.5	5.4-5.6	4.4-5.1	2.9-4.1	2.5-2.8	5.1-6.1	3.6-5.9	2.4-5.6	2.4-3.6
March projection	5.1	4.3	3.1	2.5	5.1-5.6	3.9-5.1	2.9-3.9	2.4-2.6	4.9-5.9	3.4-5.6	2.4-5.6	2.3-3.6

20 Eylül FOMC'den (ve güncellenmiş Fed ekonomik projeksiyonlarından) hemen sonra, 30 yıllık getirilerin %4,4'ten bugünkü %4,9'a sıçradığını kesikli kırmızı çizgi üzerinden görebilirsiniz.

U.S. 30 Year Treasury

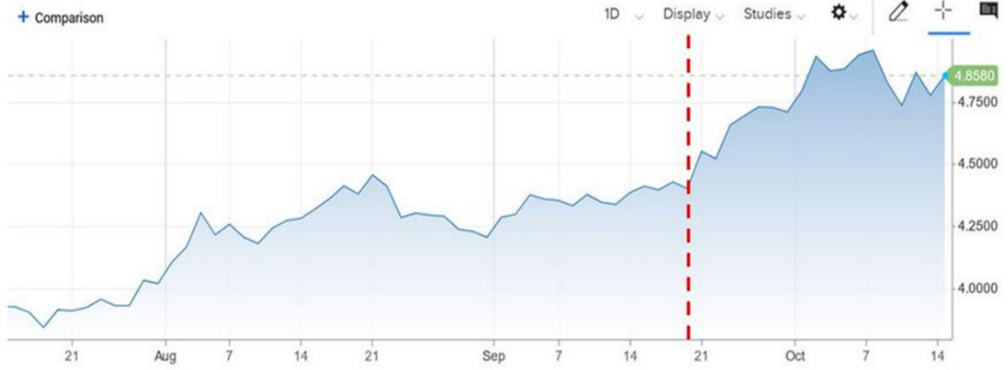
US30Y:Tradeweb

RT Quote | Exchange

Yield | 11:03 AM EDT

4.858% ▲ +0.079

1D 5D 1M 3M 6M YTD 1Y 5Y ALL

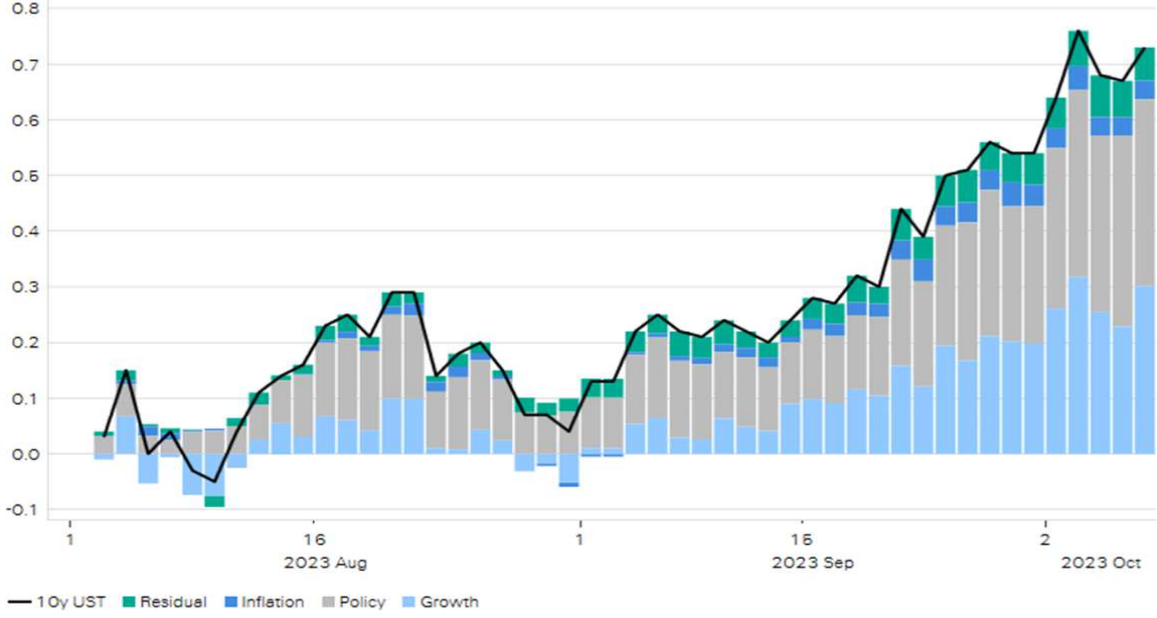


30 yıllık getirilerin %4,0 - 4,5'in altına düşmesi için ABD'de önemli ölçüde daha düşük büyüme oranları görmemiz gerekiyor mu?

10 yıllıklardaki **artışın nedenine** bakıyoruz.

Artışın büyük kısmının **daha iyi büyüme** ve **politika faktörlerinden** (şahin Fed) **kaynaklandığını** gösteriyor

Contribution of the change in US 10y yields since Aug 2023 according to macro factors



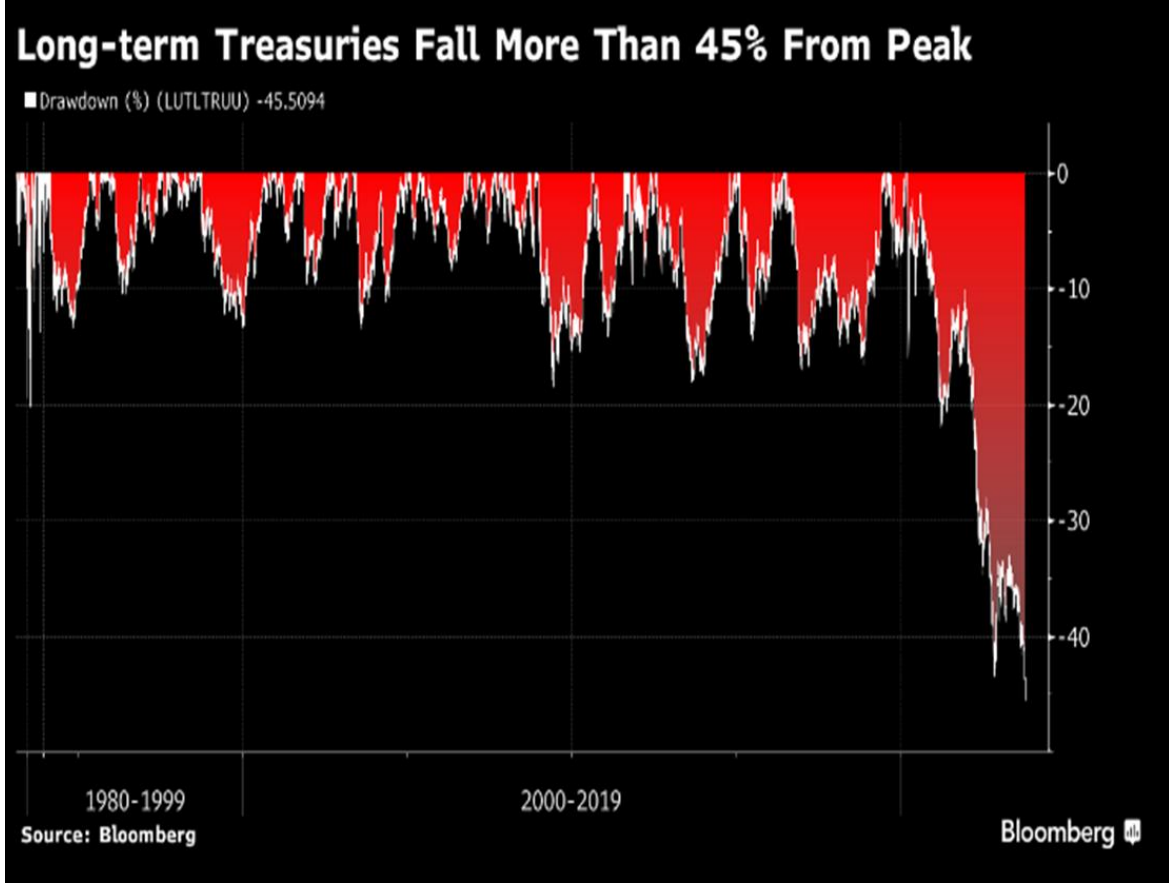
Source: Macrobond, Swiss Re Institute

Bunu söylediğime inanamıyorum ama 10 yıllık ve 30 yıllık tahvillerdeki düşüş, 2008 mali krizi ve dot-com balonunun patlaması sırasında hisse senetlerinde gördüğümüz epik düşüşlere yaklaşıyor:

 **10 yıllık tahviller %46 düştü** (nokta-com hisseleri için %49'a karşılık)

 **30 yıllık tahviller %53 düştü** (2008 hisseleri %57'ye kıyasla)

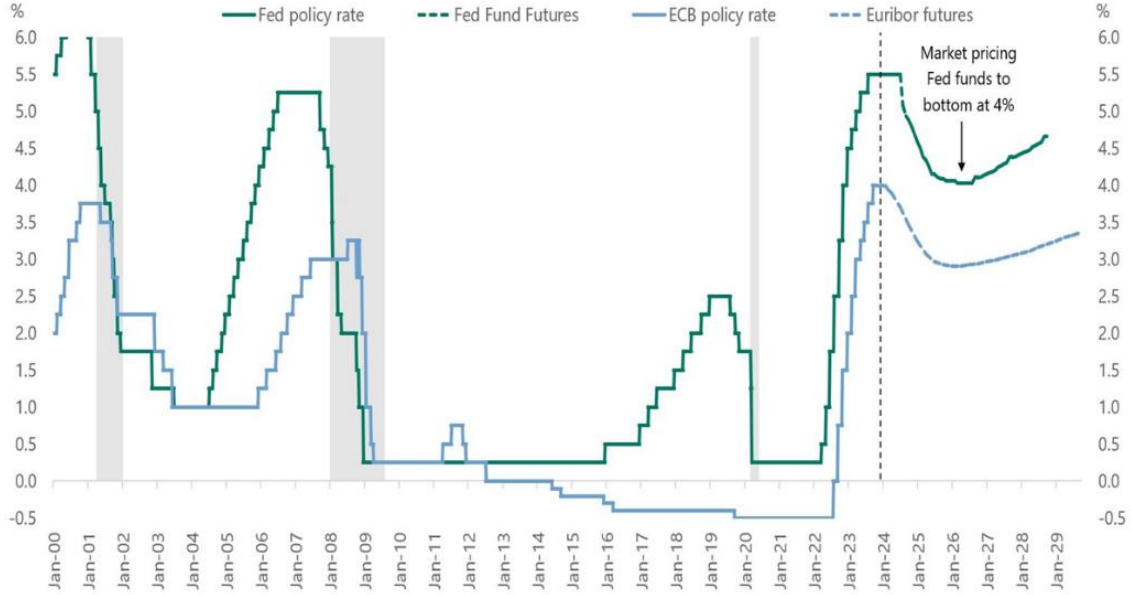
Tahviller şu anda kendi krizleriyle karşı karşıya.



Uzun vadeli yatırımcılar, oranların yüksek kalacağını anlamalı.

APOLLO

Rates will remain permanently higher



Enflasyon yüzde 2'ye ulaştığında faiz oranlarının yeniden tarihi düşük seviyelere ineceği yönünde bir görüş var gibi görünüyor.

Ancak piyasalar artık kalıcı olarak daha yüksek oranlarda fiyatlama yapıyor.

Piyasalar, Fed fon oranının 2025'te yüzde 4'e düşeceğini ve ardından tekrar yükselmeye başlayacağını fiyatlıyor.

Aynı durum, oranların %3'e düşmesinin beklendiği Avrupa'da da görülebilir.

Yüksek faiz oranları yeni normaldir.

"Bedava para" dönemi bitti.

Temmuz ayından bu yana, Fed'in faiz artırımının BİTTİ olduğu görüşünü benimsiyoruz. Bu görüşün doğru olduğuna inanmaya devam ediyoruz.

Ancak bu, yakın zamanda daha düşük oranların geleceği anlamına gelmiyor.

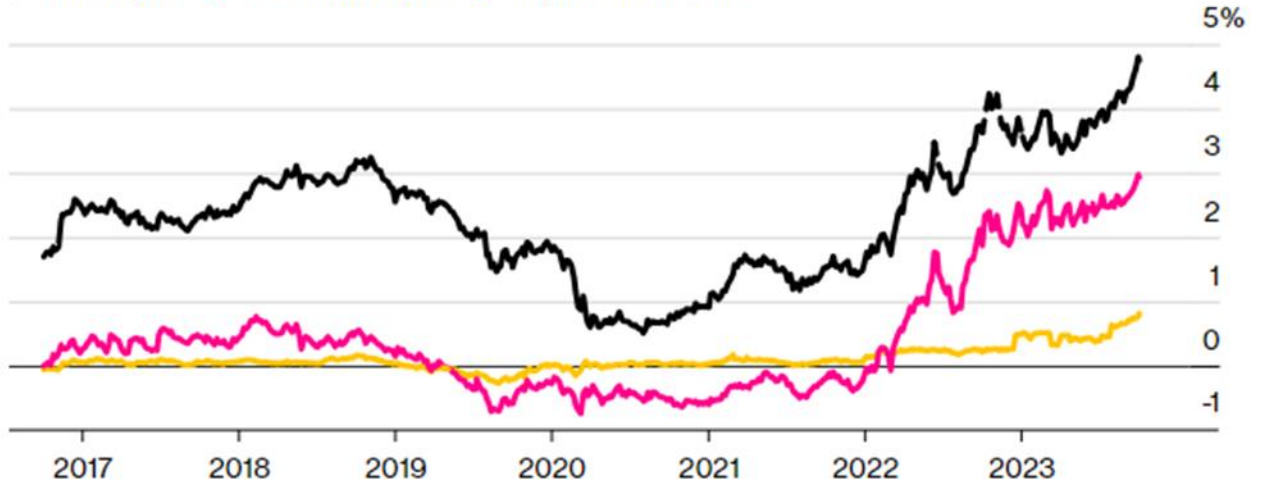
Daha uzun süre daha yüksek olmak yeni normaldir.

Küresel Ekonominin Grafiği: Güçlü Veriler Tahvil Getirilerinin Artmasını Sağlıyor

Benchmark Bonds Face New Paradigm of Higher Yields

Yields on government securities surge, with US 10-year notes eyeing 5%

US 10-year German 10-year Japanese 10-year



Source: Bloomberg

Fitch'e göre, hurda dereceli borç artık tarihte ilk kez en yüksek dereceli AAA borcunu aşiyor.

AAA daha önce her zaman en büyük kategori olmuştur.

Artık değil.

AAA, ödenmemiş toplam borcun +%40'ından %6'sına düştü.

Herşey yolunda. Tarihçiler geriye dönüp baktığında bunun ön sayfa haberi olmadığını hayretle görecekler.

Önümüzdeki 5 yıl vadesi dolacak önemsiz tahviller rekor seviyeye ulaştı.

Vadesi gelen tahvillerin yüzde 40'ından fazlası pandemi sırasında daha düşük faiz oranlarıyla ihraç edildi.

Artık dünyanın en riskli borçluları yeniden finansman sağlamak için zamana karşı yarışıyor.

+785 milyar dolardan fazlasının önemli ölçüde daha yüksek oranlarla yeniden finanse edilmesi gerekiyor.

Önemsiz tahvillerin %30'undan fazlası zaten +%10 getiri sağlıyor.

Bu borcu kim satın alacak

ABD’de 2023 yılında şu ana kadar toplam 516 kurumsal iflas gördük.

Bu, 2022'deki YTD toplamının kabaca iki katı ve 2022 sayısının tamamından ~%39 daha fazla.

Küresel ekonominin kapandığı 2020 yılındaki iflasların aynısını 2023 yılında da görüyoruz.

2020 yılı dışında, 2010'dan bu yana en yüksek YTD toplam iflas sayısına sahibler.

Çünkü faiz oranları muhtemelen 2024 yılının tamamı boyunca yüksek kalacak.

Ekonomik durgunluk gerçekten önlenabilir mi? İflasların çoğu tüketiciye dönük sektörlerde yoğunlaştı.

Belki de bu, enflasyonun kötüleştiğinin bir başka işaretidir.

Yıllar süren ucuz borcun ardından Amerika'nın en tanınmış markalarından bazıları iflas ediyor.

ABD'deki toplam sıkıntılı borç 2021'den bu yana %400 artışla +242 milyar dolara yükseldi.

Önümüzde daha fazla sorun var; mağazalar kapanacak, işler kaybedilecek.

US bankruptcy filings by year



Ancak iflaslar büyük ölçüde Tüketici, Sağlık ve Sanayi şirketlerinde yoğunlaştı.

2023'teki iflasların ~%64'ü bu üç sektörden birinde gerçekleşti.

Bu da tüketicilerin enflasyonun acısını hissettiğinin bir başka işareti.

Tüketiciler rekor düzeyde yüksek faiz oranlarıyla rekor düzeyde kredi kartı borcu alıyor.

ABD, 2023'te rekor düzeydeki en büyük üçüncü açığını açıkladı ve gelirlerinden 1,7 TRİLYON \$ daha fazla harcadı.

Bu, 2022'ye kıyasla bütçe açığı harcamalarında 300 milyar dolarlık bir artış anlamına geliyordu.

ABD şu anda yılda GSYİH'nın yüzde 44'ünü harcıyor; bu da 2. Dünya Savaşı'ndakiyle aynı seviyede.

Şu anda 2008'de görüldenden daha yüksek bir GSYİH yüzdesi harcanıyor.

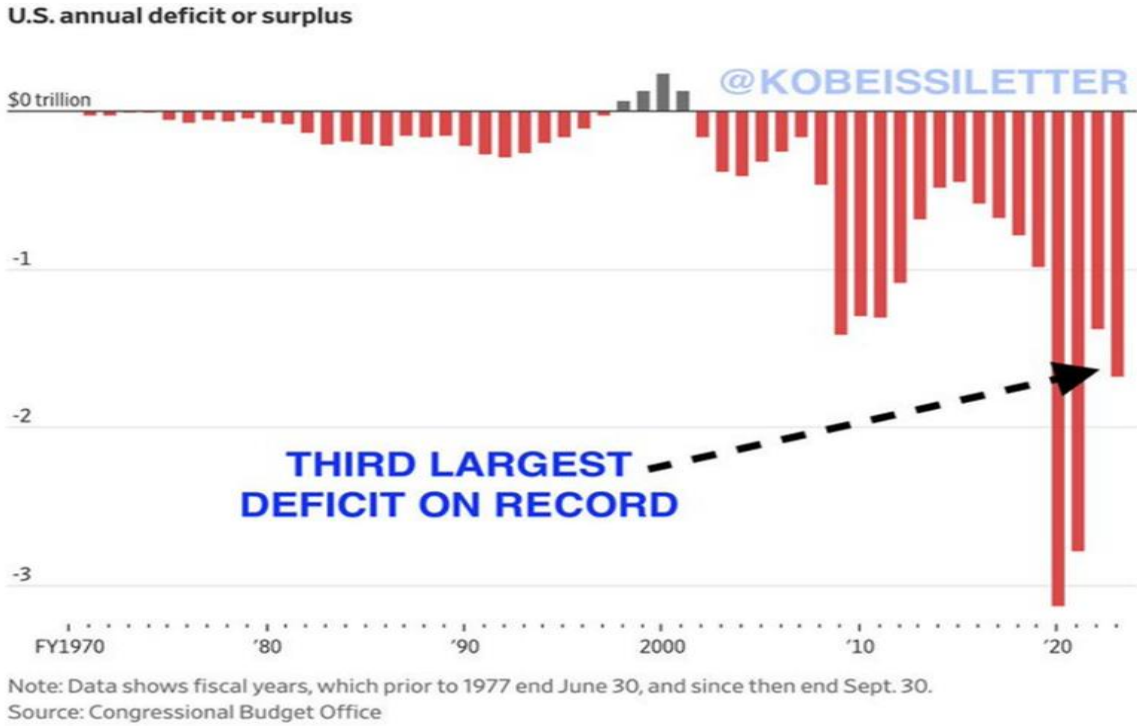
ABD bütçe açığı harcamaları, tarihin en kötü durgunluklarından biri olan 2008'de görüldenden resmi olarak daha yüksek.

Bu nasıl daha fazla dikkat çekmiyor?

Bütçe açığı harcamaları şu anda en önemli konulardan biri olmaya devam ediyor.

Fed "yumuşak iniş" çağrısında bulunurken, resesyon seviyesinde harcama yapılıyor.

Gerçekten bir durgunluk yaşansa ne olur?



Amerikalılar geçimini sağlamakta zorlanıyor.

2 tam zamanlı işte çalışan kişilerin sayısı tüm zamanların en yüksek seviyesi olan 447.000'e ulaştı.

Sıkı kredi, şirketlerdeki ücret artışlarının fiyat enflasyonunun gerisinde kalmasına neden olacak, dolayısıyla durum daha da kötüleşecek.



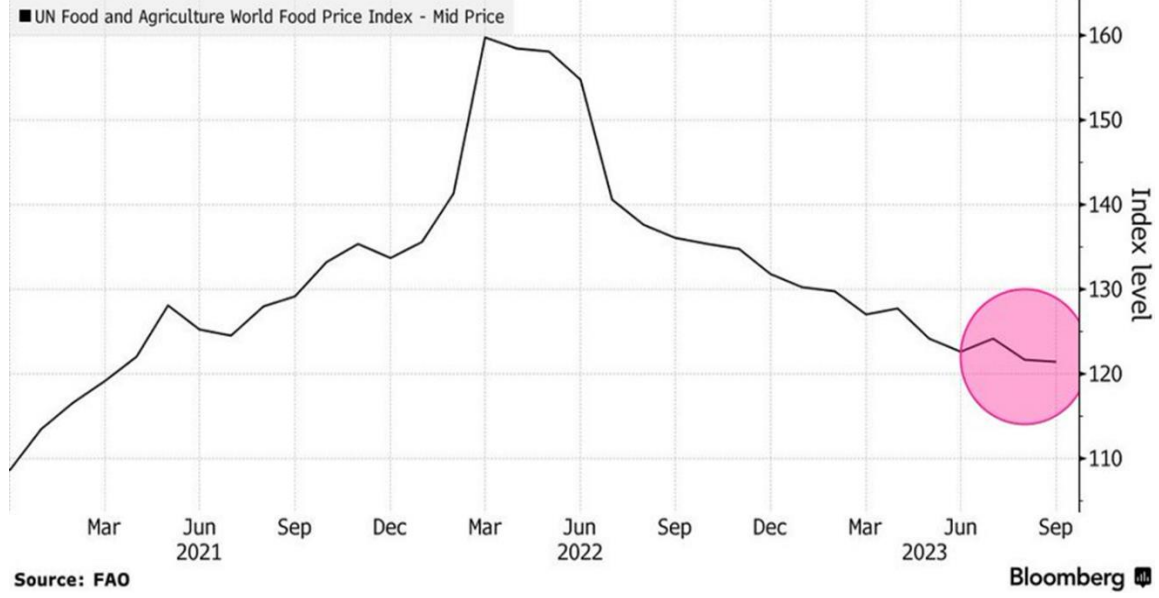
ABD'liler harcamalarını azaltıyor

Figure 3. Total spending heat map by month

	2019	2020	2021	2022	2023
Jan	7.1%	4.8%	14.7%	8.7%	(5.7%)
Feb	5.7%	5.7%	12.5%	11.3%	(6.0%)
Mar	5.3%	6.9%	18.1%	4.2%	(8.9%)
Apr	7.4%	(10.7%)	34.5%	6.0%	(7.7%)
May	3.4%	(1.1%)	22.5%	4.2%	(8.1%)
Jun	4.5%	6.1%	16.4%	3.3%	(8.9%)
Jul	5.6%	6.6%	10.9%	4.2%	(9.1%)
Aug	4.9%	6.6%	11.4%	2.6%	(10.2%)
Sep	3.7%	13.6%	9.8%	1.0%	(10.8%)
Oct	2.8%	12.0%	12.4%	(3.3%)	
Nov	(3.0%)	10.7%	10.5%	(5.3%)	
Dec	9.2%	8.2%	9.1%	(0.9%)	

© 2023 Citigroup Inc. No redistribution without Citigroup's written permission.
Source: Citi Research

Global Food Index Steadies In September Prices held at a two-year low



Petrol taşımanın maliyeti arttı! (NAVLUN)

Derin Deniz Yük Taşımacılığı maliyetleri genel olarak Aralık 2020'den Ekim 2022'ye kadar yaşanan büyük artışın ardından bir miktar yavaşladı

Hamas'ın İsrail'e saldırmasından bu yana 16 küresel rotadaki navlun oranları +%50 arttı.

En büyük kazanç, 2 kat artışla Akdeniz'deki sevkiyatlarda oldu.

Savaş endişesi...

Enerji enflasyonu endişesi...

Şimdi de ulaşım enflasyonu konusunda endişelenin!



EURO Ve BÖLGESİ

Bir buçuk yıldan fazla bir süre önce FED , kurumun tarihindeki en agresif sıkılaştırma döngülerinden birini başlattığında, aşırı ısınan ABD ekonomisini soğutmak için ne kadar faiz artışına ihtiyaç duyulacağı belli değildi.

500 baz puanının üzerinde değere sahip 11 faiz artırımını sonrasında dünyanın en büyük ekonomisi hâlâ %4,9 civarında tahmini yıllık büyüme oranıyla çalışıyor.

ABD ekonomisinin iyi performansı, Avrupa'daki aşağı yönlü revizyonlar ve verilerdeki hayal kırıklığı euroyu 1,05 dolara kadar geriledi.

Ancak, aşağıdaki grafikte görüldüğü gibi, ekonomik zayıflığın ABD'ye göre daha ön planda olduğu göz önüne alındığında, Avrupa ve Çin'deki zayıf hissiyatın 2024'te döviz çiftinin değer kazanmasını destekleyebileceğini düşünüyoruz

Alman ekonomisinin 1. Çin'deki zayıf büyüme, 2. Avrupa'daki yüksek faiz oranları ve 3. yurt içi siyasi olumsuzluklarla mücadele etmeye devam ettiği görülüyor

US climbs to the top while Europe disappoints expectations

Citi Economic Surprise Index - January vs. September 2023



Source: Convera, CitiGroup, Macrobond

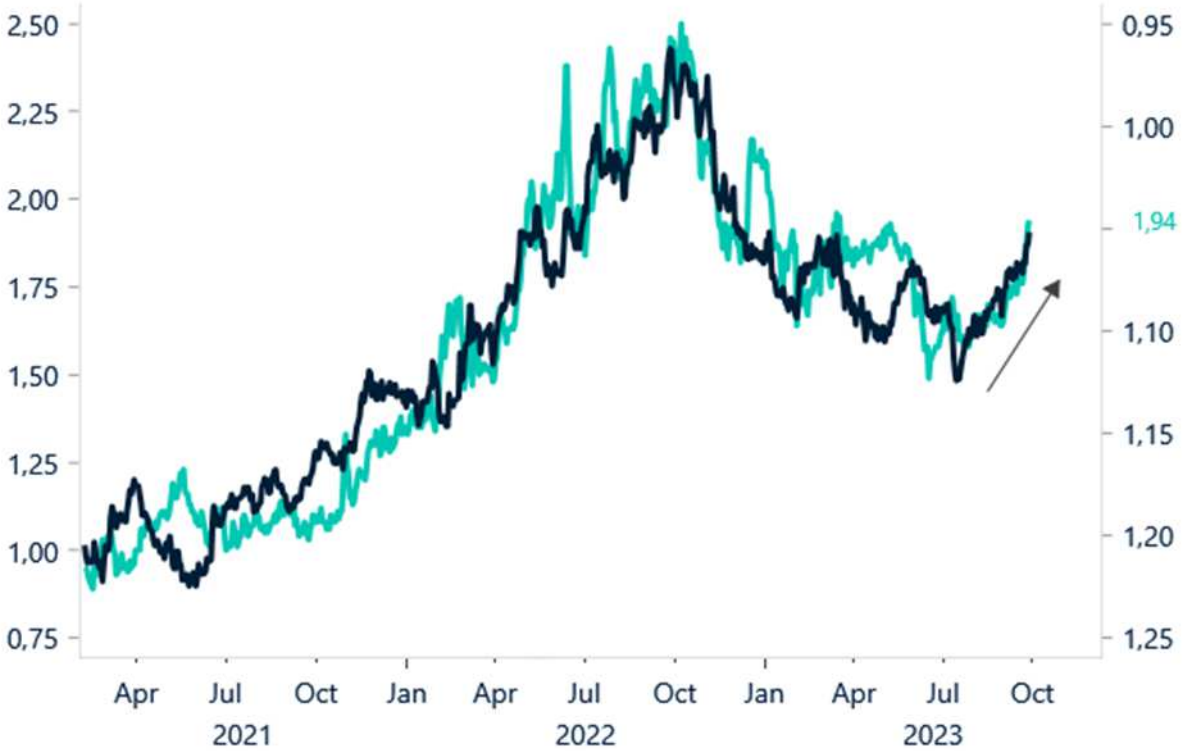
Temmuz ayından bu yana petrol fiyatları,
dolar,
küresel getiriler ve

Avrupa risk primi önemli ölçüde arttı. Yatırımcılar küresel ekonominin karşı karşıya olduğu riskler konusunda daha bilinçli hale geldi. Bu durum hisse senetleri ve euro gibi riskli varlıkların satış baskısını yoğunlaştırdı

Euro risk premium rises in parallel with oil and global yields 10-year government bond yield differentials (Italy - Germany)

— Euro risk premium (Italian - German bond yields), lhs

— EUR/USD (inverse), rhs



Source: Convera, Macrobond

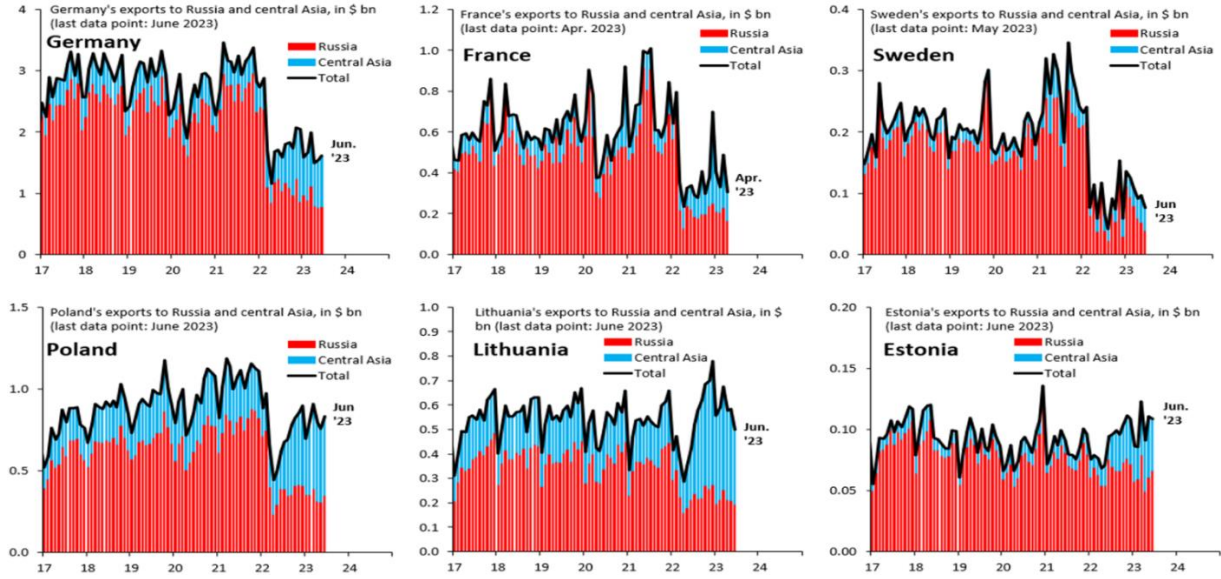
AB bir yönetim krizi içindedir.

AB'nin çekirdeği Almanya – Fransa – İsveç'in aksine,
Polonya ve Baltıklar Rusya'ya lot ihraç ediyor.

Yunanistan, denizcilik oligarklarının emirlerini yerine getiriyor ve
G7 petrol tavan fiyatının düşürülmesini engelliyor.

Dayanışma yok.

Sadece nakit para için bir hamle



2008 krizinin hemen ardından, ECB Başkanı Trichet 2011'de politika faizlerini artırdı. ECB'nin rotasını değiştirmek Mario Draghi ve uzun yıllar süren koalisyon inşası gerektirdi.

Bu da Euro'nun 1,40'tan 1,05'e düşmesine neden oldu. ECB'nin böyle bir değişime daha ihtiyacı olacak. Euro paritenin altına gidiyor

Euro'nun düşmesi gerektiğini söylemek Avrupa karşıtı değil.

Daha zayıf bir Euro aynı zamanda Euro projesi için başarısızlığın kabulü anlamına da gelmiyor. Esnek döviz kurları artıyor .

Şu anda, Avrupa'nın geri kalanına güç veren Almanya'yı vuran kötü şoku dengelemek için Euro'nun düşmesi gerekiyor.

G7 ülkeleri **Rusya'ya** (mavi) doğrudan ihracatlarını büyük ölçüde kesti.

Ancak Çin'in Rusya'ya (siyah) ihracatındaki artış,

Batı ülkelerinden Orta Asya üzerinden Rusya'ya yapılan ticaretin sapmasını bir kenara bırakırsak, bunu fazlasıyla telafi ediyor.

Gerçek: **Rusya istediğini alıyor**



Çin, Rusya'nın açık ara en önemli ticaret ortağı haline geldi. Çin'in Rusya'ya (mavi) ihracatı Eylül 2019'dan (COVID ve Rusya'nın Ukrayna'yı işgalinden önce) Eylül 2023'e kadar %115 arttı. Bu artış, batılı ülkelerden Rusya'ya yapılan ihracattaki düşüşü fazlasıyla telafi ediyor

Rusya'nın Eylül 2023'teki devasa cari fazlasında şüphe edilecek bir şey yok. Rusya'nın petrol ihracat vergileri Eylül 2023'te arttı (mavi) ve +13 milyar dolarlık fazla öngörülüyor. +14 milyar dolarla elde ettiğimiz tam olarak bu (siyah). Putin'in beklenmedik enerji kazanımı geri döndü. Batı buna izin veriyor...

Rusya'nın Eylül 2023 cari fazlası, Eylül 22'ye göre çok az düşük. Bu, G7 fiyat tavanının işe yaramadığı anlamına gelmiyor.

Ural petrol fiyatı Eylül 2022'de 69 dolar iken, Eylül 2023'te varil başına ortalama 82 dolardı. Üst sınır olmasaydı, fazlalık çok daha yüksek olurdu. Peki kapak iyi çalışıyor mu? HAYIR

2022 ve 2023 yıllarının **Çin'in büyümesi** açısından ABD'nin 1990'ların başından bu yana en kötü yılları olacağı gerçeğini kendimize hatırlatmamız gerekiyor.

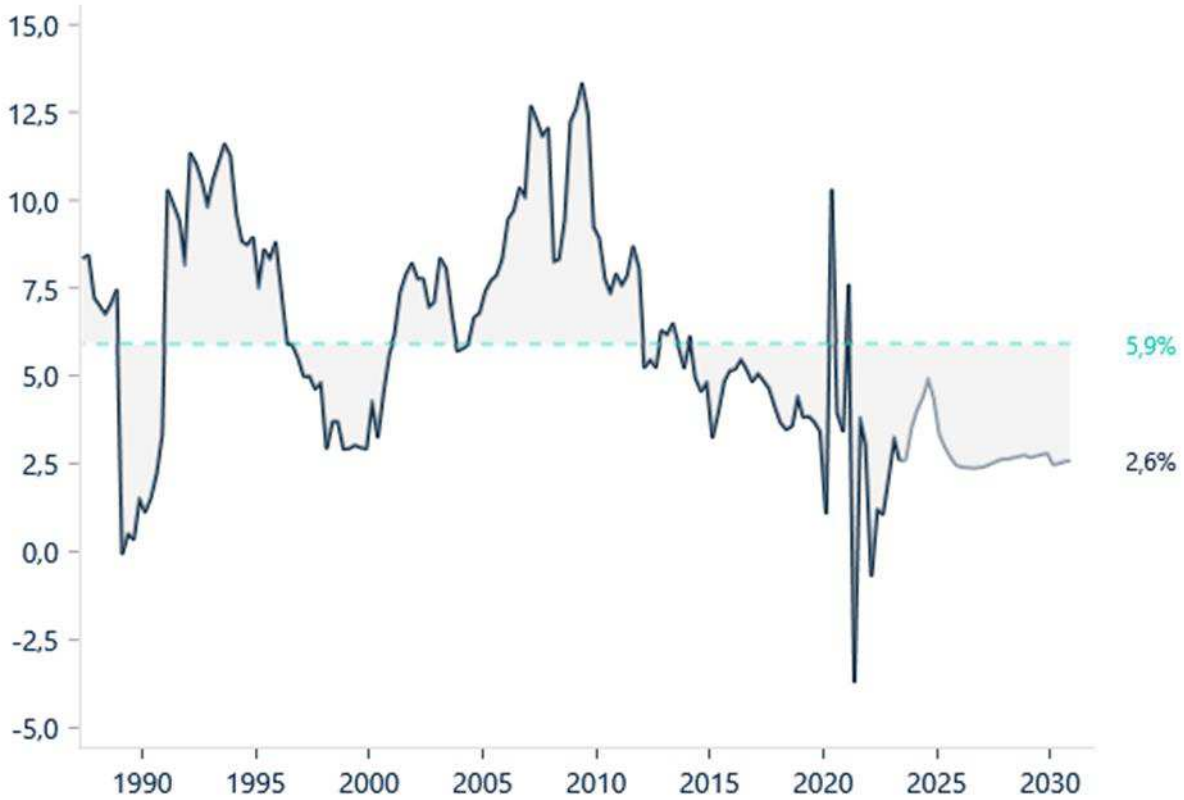
Pekin'in ekonomiyi GFC'den ve hatta Kovid'den önceki güçlü büyüme oranlarını tekrarlayacak kadar canlandırmasının daha zor olacağını düşünsek de, 2024 bu bakımdan biraz rahatlatma getirecek.

Bu, önümüzdeki 12 ay boyunca biraz daha güçlü bir yuan'a dönüşmeli. Ancak Çin'in ABD'yi yılda %5-10 oranında geride bıraktığı dönem muhtemelen oldukça geride kaldı

2024 rebound but long-term premium to stay suppressed

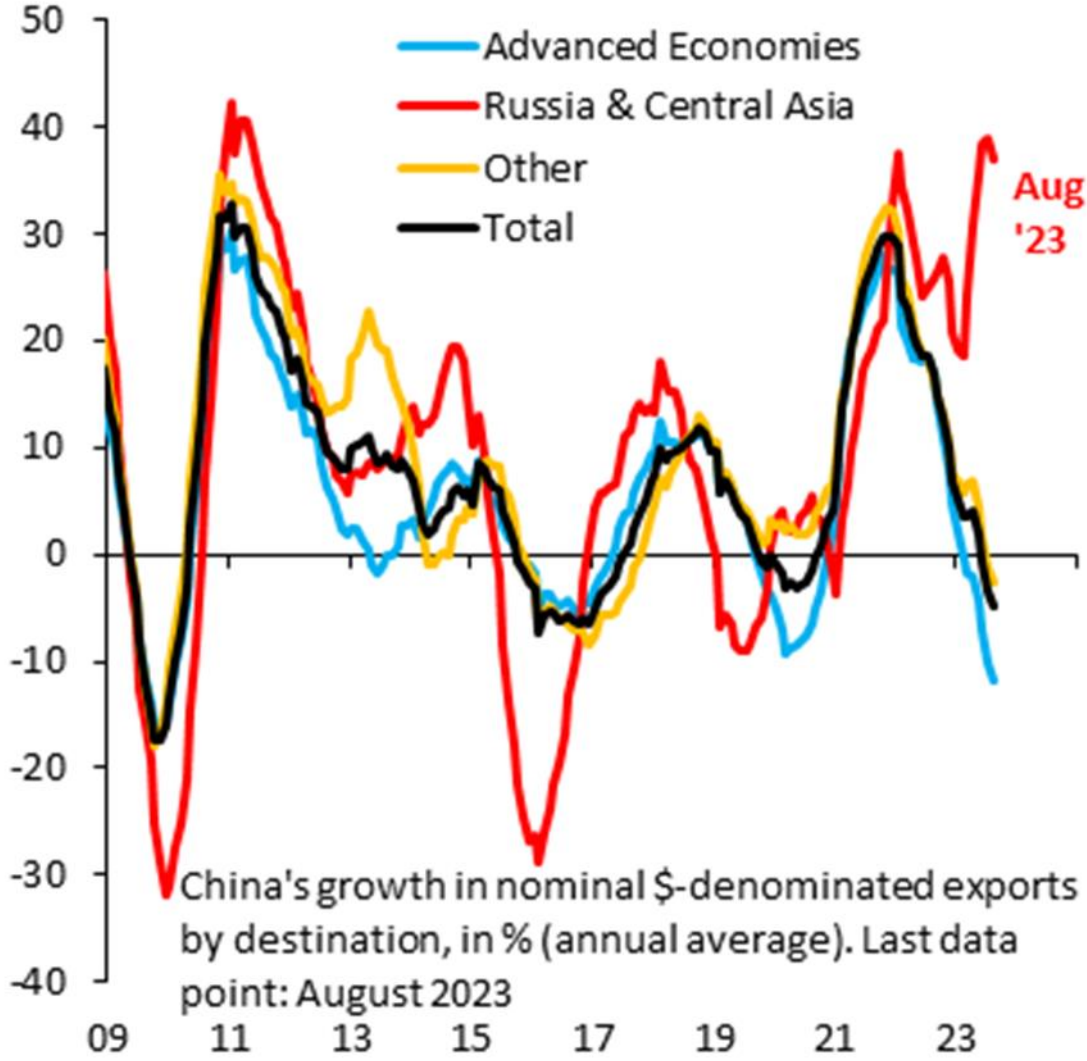
Real yearly GDP growth in USD terms (China vs. US)

— Chinese growth premium over the US — Mean



Source: Convera, Oxford Economics forecast included, Macrobond

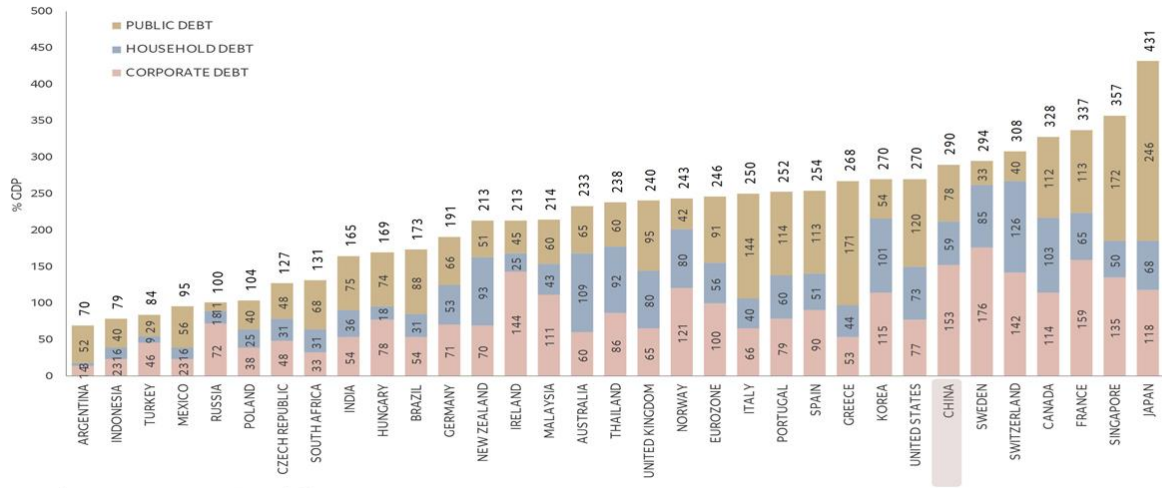
Çin'in gelişmiş ekonomilere (mavi) ihracatı, küresel tüketicilerin COVID sırasında önden yüklemeli mal alımları nedeniyle zayıf. Dolayısıyla bu zayıflık Batı'nın Çin'den ayrılması hakkında hiçbir şey söylemiyor. **Ancak Çin'in Rusya'ya ihracatındaki artış bir şeyler söylüyor; yeni bir Rusya - Çin ticaret eksenini oluşturuyor.**



Çin bilanço durgunluğunun içinde mi yoksa eşliğinde mi?

Pek öyle değil, Çin'de borç fazlalığından deflasyonist durgunluğa giden yol farklı ve daha uzun; ben buna biraz sert bir ifadeyle "bilanço potansiyel büyüme düşüşü" demeyi tercih ederim. İşte nedeni; **Bilanço durgunluğu yüksek düzeyde borçla başlar ve Çin'in de yüksek borcu vardır: Gelişmekte olan piyasalar arasında en yüksek olanı**, ABD'ninkinden daha büyük ancak bazı gelişmiş piyasalardan daha düşük, yine de en riskli olarak algılanmayabilir (örn. Switz. veya Sing.)

Total debt decomposition by country and by sectors: household, corporate and government (2022, %GDP)

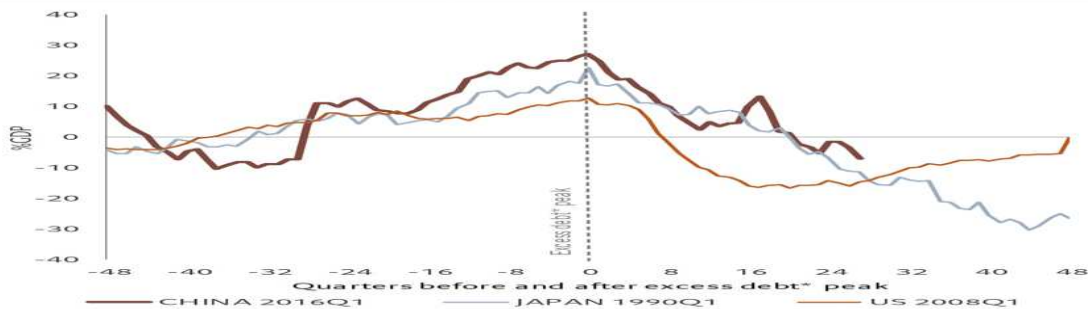


Source: Pictet Asset Management, CEIC, Refinitiv

Çin'in borcu da zaman içinde önemli ölçüde arttı; GSYH'ye oranla 2008'den bu yana iki katından fazla arttı (%134'ten 290'a %) , ancak çok farklı bir hızda. Tipik olarak Xi, 2016'da finansal istikrarı en büyük önceliği haline getirdiğinden kurumsal borçlar arttı) neredeyse hiç değişmeden kaldı

Çin 2016'nın ilk çeyreğinde zirveye ulaştı (GSYH'nin %27'si), Japonya 1990'ın ilk çeyreğinde (23 %) ve ABD 2008'in ilk çeyreğinde (11 %)

Private debt excess leverage: historical comparison



* Excess debt is the difference between private debt to GDP ratio and its long-term non-linear trend, BIS methodology

Source: Pictet Asset Management, CEIC, Refinitiv

Konut piyasası en riskli pazar. 1990'da konut değerinin GSYH'nin %450'sinin üzerinde olduğu Japonya'dan hala uzaktaydı;

Çin'de bu oran %324'tü (2023'te %269).

Çin, dünyadaki konutların %20'sini oluşturuyor;

dünya GSYH'sindeki %18'lik pay göz önüne alındığında bu hiç de saçma değil.

Çin benzersiz mi? Veya aşırı borcun olduğu ülkelerde faaliyetler genellikle nasıl davranıyor?

66 aşırı borç döneminin analizi, borç zirvesini takip eden 7 yıl boyunca GSYİH büyümesinin ortalama %1,2 oranında azaldığını gösteriyor

Aşırı borcun Çin'in gelecekteki büyümesi üzerindeki etkisi ne olacak?

Büyüme üzerindeki etki başlangıç seviyesine bağlıdır; büyüme ne kadar yüksek olursa etki de o kadar büyük olur. Bu basit ilişkiye göre Çin'in büyümesi 2020-2027 döneminde ortalama %4'ün biraz altında olmalı

Bu yaklaşım, potansiyel büyümedeki düşüşün aşırı borçlanmanın sonucu olan sermaye birikiminin daha düşük katkısından kaynaklandığı üretim fonksiyonu yaklaşımıyla tutarlıdır.

Gelişmekte olan piyasalar PMI büyüme ivmesinin üçüncü çeyreğin sonunda yavaşladığına işaret ediyor

En son PMI göstergelerine göre, gelişmiş piyasa faaliyetlerindeki sürekli daralma ve gelişmekte olan piyasaların genişleme oranındaki yavaşlamanın etkisiyle küresel ekonomik büyüme, Eylül ayında üst üste ikinci ay boyunca neredeyse durma noktasına geldi. Hem imalat hem de hizmet sektörü faaliyetindeki yavaşlayan büyüme, genel olarak gelişmekte olan piyasa üretiminin Ocak ayından bu yana en zayıf hızda büyümesine neden oldu.

Her ne kadar nispeten dirençli olsa da, son PMI verileri gelişmekte olan piyasalarda ekonomik büyümenin yavaşlama eğilimini dördüncü aya kadar uzatıyor. Bu, iş iyimserliğinin yumuşaması ve birikmiş işlerde yenilenen daralma, dördüncü çeyreğe girerken büyüme ivmesinin daha da gevşemesi olasılığının altını çiziyor.

Talep koşullarının yumuşamasıyla birlikte gelişmekte olan piyasa firmaları için maliyet baskıları hafifledi. Ancak işletmeler önceki maliyet artışlarını hesaba katarak son 14 aydaki en yüksek satış fiyatı enflasyonuna ulaştı.

Gelişmekte olan piyasaların genişlemesi üst üste dördüncü ayda da yavaşlıyor

Eylül ayı PMI verileri, gelişmiş piyasaların hem imalat hem de hizmet genelinde ölçülen özel sektör üretiminde hafif bir daralma yaşadığını üst üste ikinci ayda da özetledi. Buna, gelişmekte olan piyasaların büyümesinde art arda dördüncü yavaşlama eşlik etti ve bu da gelişmekte olan piyasaların üretiminde son sekiz aydaki en yumuşak genişlemeye yol açtı.

Gelişmekte olan piyasaların **Çin hariç PMI'**ı Ağustos ayına göre sadece hafif bir düşüş göstererek uzun vadeli seri ortalamasının oldukça üzerinde kalarak ekonomik koşullardaki sağlam iyileşmelerin sinyalini verdi. Buna karşılık, Çin ana karasındaki faaliyetler, yılın başında yenilenen büyümenin görülmesinden bu yana en sığ tempoda arttı

Yeni sipariş performansı gelişmiş ve gelişmekte olan pazarlar arasında farklılık gösteriyor

Gelişmekte olan ve gelişmiş piyasalar arasındaki üretim performansı farkının temelinde, yeni ihracat siparişleri de dahil olmak üzere yeni siparişlerdeki farklılıklar yatıyor. Gelişmiş piyasalar toplam yeni siparişlerde son dokuz ayda en keskin daralmayı yaşarken, gelişmekte olan piyasalardaki yeni iş büyümesi sadece ılımlı düzeyde kaldı. Bu arada, gelişmekte olan piyasalarda yeni ihracat siparişleri daha yavaş ve marjinal bir hızla düştü. Buna karşılık, gelişmiş pazarlarda yeni ihracat siparişlerinde dokuz aydaki en keskin düşüş görüldü.

Mal üreten sektördeki zayıflığın büyük ölçüde ticaret koşullarındaki sürekli kötüleşmeden kaynaklandığı ve bunun, gelişmekte olan ekonomilerle karşılaştırıldığında gelişmiş piyasaları orantısız bir şekilde etkilediği görülüyor. Bununla birlikte, gelişmiş pazarlardaki hizmet sağlayıcılar da dış talepte Şubat ayından bu yana ilk kez güçlü bir oranda bozulma gördü; bu da ticari rahatsızlığın genişlediğine işaret ediyor.

Mallar için daha yüksek satış fiyatı enflasyonu oranları özellikle ABD, İngiltere ve Çin'de belirgindi. Enflasyon oranları ABD ve İngiltere'de sırasıyla beş ve dört ayın en yüksek seviyelerine ulaşırken, Çin ana karasındaki artış oranı son bir buçuk yılın en yüksek seviyesinde gerçekleşti

- Fiyatlar üzerindeki yukarı yönlü baskının bir kısmı petrolden kaynaklandı
- işçiler yüksek enflasyon karşısında reel ücret artışını yeniden sağlamaya çalışırken,
- üreticiler ücretlerde yukarı yönlü baskılar olduğunu bildirmeye devam ediyor.
- daha yüksek nakliye oranlarına ilişkin raporların yeniden yükselişe geçmesi, lojistik pazarındaki muhtemel dibi yansıtır.
- tedarik zinciri koşullarındaki iyileşmenin deflasyonist etkisi tersine dönmeye başladı.

Pandemi sırasında talebin arzı aşması nedeniyle birçok malın fiyatları keskin bir şekilde artmıştı; arz, karantinalar, hastalıklar ve benzeri görülmemiş bileşen kıtlıkları nedeniyle büyük ölçüde kısıtlanmıştı. Bununla birlikte, dünya çapındaki tedarikçi teslimat süreleri, küresel mali krizden bu yana görülmemiş bir oranda iyileşmeye devam etse de, son veriler, Eylül ayındaki iyileşmenin Şubat ayından bu yana en az görülen iyileşme olduğuna işaret ediyor. Tedarik zincirindeki bu gelişmeler, tedarikçi fiyatlandırma gücünün bir miktar destek bulmaya başladığını ve tedarikçilerin üreticilerden daha yüksek fiyatlar elde etmelerine yardımcı olduğunu gösteriyor

Hindistan geliştirmekte olan pazarların büyümesine öncülük etmeye devam ediyor

Gelişmekte olan dört büyük ekonominin büyümesi incelendiğinde, Hindistan olağanüstü büyüme ivmesiyle öne çıkmaya devam etti. Üstelik Hindistan, ağustos ayından itibaren büyümenin hızlandığını gören dört ülke arasında sadece Hindistan oldu ve üretim son 13 yılın en güçlü oranlarından birinde arttı.

Ankete katılan şirketlere göre, Hindistan'ın üretimindeki güçlü büyümeyi destekleyen şey, olumlu talep koşulları ve olumlu pazar dinamikleri nedeniyle yeni işlerde son 13 yılda görülen en hızlı ikinci artış oldu. Hindistan'da imalat üretimi ve hizmet faaliyetleri Eylül ayında benzer güçlü hızlarda arttı.

Hindistan'ın büyüme artışına Rusya ve Çin ana karasındaki daha ılımlı genişlemeler eşlik etti; her ikisinde de ağustos ayından itibaren büyümede yavaşlama yaşandı. Sektörün 2023'ün başlarında büyümeyi desteklemede önemli bir rol oynamasının ardından Çin (anakara), Eylül ayında hizmet faaliyetlerinde neredeyse durma noktasına geldi.

Sonuç olarak imalat üretimi, Çin anakarasında daha hızlı bir oranda artarak hizmetleri geride bıraktı. Ancak genel olarak bakıldığında anakaradaki ticari güven geçen Kasım ayından bu yana en düşük seviyesine geriledi ve bu da gelecekteki üretime ilişkin iyimserliğin azaldığına işaret etti.

Son olarak Brezilya, üçüncü çeyreğin ortasında ılımlı bir büyüme kaydettikten sonra daralmaya geri döndü. Brezilya'da iş faaliyetleri yılbaşından bu yana yılın yarısında düşüş gösterdi ve hem imalat hem de hizmet faaliyeti, üretimde geniş tabanlı bir düşüşe işaret eden 50,0'ın altında (daralma) okumalar yayınladı.

World

Economic Impact of War

Global growth and inflation impact of three scenarios for how the Israel-Hamas conflict could evolve

Scenario	Details	Impact on oil prices and VIX*	Impact on global GDP and inflation**
Confined war	- Ground invasion of Gaza - Limited broader regional conflict - Lower Iranian crude output	Oil: +\$4/barrel VIX: No impact	GDP: -0.1 ppts. Inflation: +0.1 ppts.
Proxy war	- Multifront war in Gaza, West Bank, Lebanon, Syria - Unrest in wider Middle East	Oil: +\$8/barrel VIX: +8 points	GDP: -0.3 ppts. Inflation: +0.2 ppts.
Direct war	- Israel and Iran in direct conflict - Unrest in wider Middle East	Oil: +\$64/barrel VIX: +16 points	GDP: -1.0 ppts. Inflation: +1.2 ppts.

Source: Bloomberg Economics

*Impact calibrated based on 2014 Gaza War, 2006 Israel-Lebanon War, and 1990-1991 Gulf War. **Impact on year on year change in global GDP and inflation for 2024, estimated using Bayesian Global VAR

Bloomberg haberine göre; Ortadoğu'da genişleyen savaş dünya ekonomisini durgunluğa sürükleyebilir ve artan çatışmaların petrol fiyatlarının yükselmesine neden olması durumunda bunu küresel bir ekonomik kriz takip edebilir.

● İran'ın dahil olması durumunda Bloomberg Economics, petrol fiyatlarının varil başına 150 dolara yükselebileceğini ve küresel büyümenin %1,7'ye düşebileceğini tahmin ediyor; bu, dünya üretiminden yaklaşık 1 trilyon dolar kayba yol açacak bir durgunluk.

İsrail-Hamas çatışmasının nasıl gelişebileceğine dair üç senaryo ve savaşın ekonomik etkisi

1. Senaryo: **Çatışmanın İsrail ve Gazze arasında sınırlı kalması.** (Ekonomik etkisi: Petrol fiyatlarında 4 dolarlık yükseliş, VIX etkisi sınırlı. GSYİH etkisi:-0,1 puan /Enflasyon etkisi:+0,1 puan)
2. Senaryo: **Çatışmanın Lübnan ve Suriye gibi komşu ülkelere yayılması ve özellikle İsrail ile İran arasında bir vekalet savaşına dönüşmesi** (Ekonomik etkisi: Petrol fiyatlarında 8 dolarlık yükseliş, VIX etkisi +8 puan. GSYİH etkisi:-0,3 puan /Enflasyon etkisi:+0,2 puan)
3. Senaryo: **İki bölgesel düşman arasında doğrudan askeri alışverişin tırmandırılması.** (Ekonomik etkisi: Petrol fiyatlarında 64 dolarlık yükseliş, VIX etkisi +16 puan. GSYİH etkisi:-1,0 puan /Enflasyon etkisi:+1,2 puan)

Diğer taraftan ise yine Bloomberg haberine göre **OPEC+'ın yedek petrol rezervlerinin, piyasanın Ortadoğuda'ki İsrail-Filistin nedeni ile yaşanan endişelere yardımcı olabileceği düşünüyor.**

Suudi Arabistan ve OPEC+ müttefiklerinin elinde önemli derecede yedek üretim kapasitesi rezervi var.

ABD Enerji Enformasyon İdaresi'ne göre, OPEC (özellikle Suudi Arabistan ve Birleşik Arap Emirlikleri), bu yıl günde 4 milyon varilden fazla atıl kapasiteye sahip olacak ve bu da küresel arzın yaklaşık %4'ünü oluşturacak (Kovid salgını dışında bu, on yıldan fazla bir süredir görülen en yüksek stok).

Bahsedilen miktar SA'nın Abqaiq işleme tesisinin 2019'da İran tarafından bombalanması veya IŞID'in 2014'te Irak'ın büyük bir bölümünü ele geçirmesi gibi diğer bölgesel krizler sırasında sahip oldukları rezervin yaklaşık iki katı.

Ya da 2011'de Kaddafi'ye karşı yaşanan ayaklanmalar esnasında Libya'da üretimin çöktüğü zamanki rezervin %20 daha fazlası

ABD ham petrol üretimi, günde 13,2 milyon varil ile yeni bir rekora ulaştı. Bunu perspektife koymak gerekirse, ABD 2023'ün başında günde 12 milyon varil üretiyordu.

Bu, yalnızca yılbaşından bu yana üretimde %10'luk bir artış anlamına geliyor.

Nihayet, pandemi öncesindeki önceki yüksek seviye olan 13,1 milyon varilden daha yüksek üretim seviyeleri görüyoruz. Daha fazla ABD üretimi mevcut enerji durumuna çözüm mü?

ABD üretimi artırırken OPEC kesintiye devam ediyor.

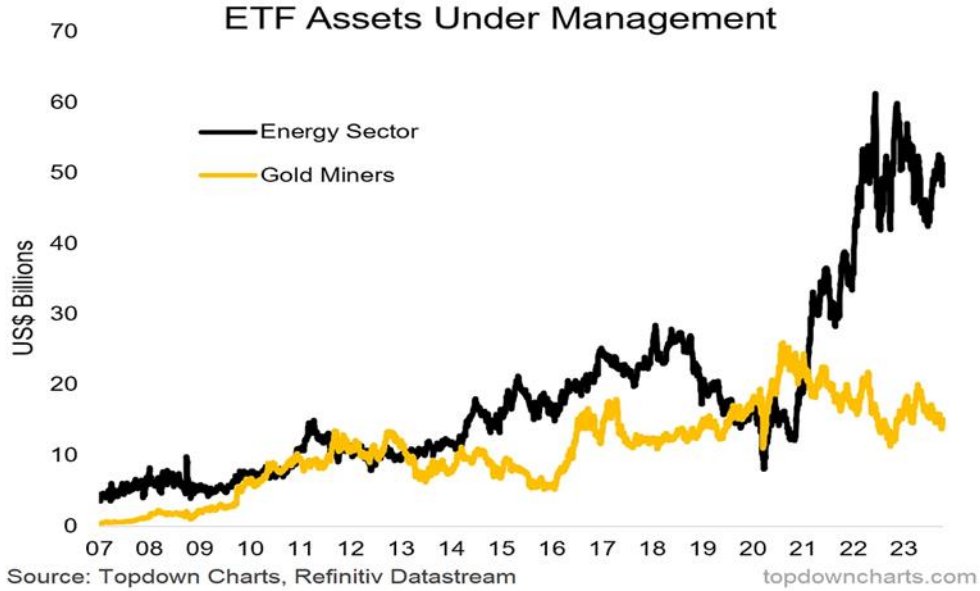
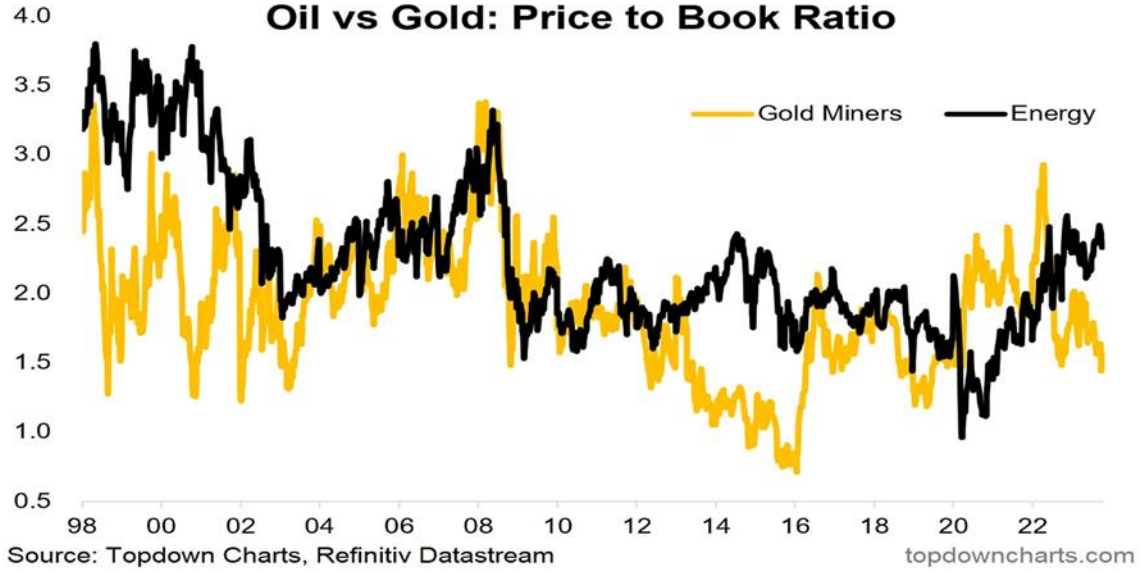
Son dönemde Suudi Arabistan ve Rusya gönüllü olarak günde 1,5 milyon varil petrolü kesti.

ABD'nin daha fazla petrol pompalamaya devam etmesi tek çözüm gibi görünüyor.

Jeopolitik riskten korunma. 8. Geopolitical risk hedges.

"Altın madencileri daha ucuz değerlemelerle işlem görüyor...

[ancak] enerji sektörü ETF varlıklarının sayısı altın madencilerinininkini 3 kattan fazla aşıyor



IMF gelecek yıl için küresel enflasyon tahminini yükseltti ve merkez bankalarına fiyat baskılarında kalıcı bir rahatlama sağlanana kadar politikalarını sıkı tutmaları çağrısında bulundu.

IMF, Dünya Ekonomik Görünümü raporunda dünya çapındaki tüketici fiyat artışlarının hızına ilişkin öngörüsünü üç ay önceki %5,2 seviyesinden gelecek yıl için %5,8'e yükseltti.

IMF, enflasyonun 2025 yılına kadar merkez bankası hedeflerinin üzerinde kalacağını öngörüyor.

Artış, koronavirüs pandemisi tedarik zincirindeki aksamalar gibi faktörlerden kaynaklandı.

Karantina sonrası gelen mali teşvikler, ardından gelen güçlü talep ve ABD'deki sıkı işgücü piyasası, Rusya'nın Ukrayna'yı işgalinden kaynaklanan gıda ve enerji kesintileri, Avrupa ve Birleşik Krallık'ta özel bir etki yarattı.

Fon, gelecek yıl için küresel büyümenin Temmuz ayındaki görünümüne göre %0,1 düşüşle %2,9 olacağını öngörüyor.

(Pandemi öncesi yirmi yılın ortalaması %3,8)ve pandemiden önceki yirmi yılın 2023 tahmini ise değişmeyerek yüzde 3'te kaldı.)

ABD'nin bu yılki tahmini Temmuz ayındaki %1,8'den %2,1'e, gelecek yılın tahmini ise ikinci çeyrekte daha güçlü iş yatırımları ve dirençli tüketim büyümesine bağlı olarak %1'den %1,5'e çıkarıldı

GDP Forecast

	2023	Change vs prior forecast	2024	Change vs prior forecast
World	3.0%	0.0PP	2.9%	-0.1PP
US	2.1	+0.3	1.5	+0.5
Euro area	0.7	-0.2	1.2	-0.3
Germany	-0.5	-0.2	0.9	-0.4
France	1.0	+0.2	1.3	0.0
Italy	0.7	-0.4	0.7	-0.2
UK	0.5	+0.1	0.6	-0.4
Japan	2.0	+0.6	1.0	0.0
China	5.0	-0.2	4.2	-0.3
India	6.3	+0.2	6.3	0.0
Russia	2.2	+0.7	1.1	-0.2
Brazil	3.1	+1.0	1.5	+0.3
South Africa	0.9	+0.6	1.8	+0.1

Source: International Monetary Fund

Euro bölgesi için büyüme tahmini de daha önceki %0,9'luk tahminden 2023'te %0,7'ye ve daha önceki %1,5'lik tahminden 2024'te %1,2'ye düşürüldü.

Avrupa ekonomileri arasında farklılıklar var; **Almanya'nın, faiz oranına duyarlı sektörlerdeki zayıflık ve ticaret ortağı talebindeki yavaşlama nedeniyle önceden beklenenden daha fazla daralması bekleniyor.** Ancak Fransa, sanayi üretimindeki toparlanmanın ve dış talebin 2023'ün ilk yarısında daha iyi performans göstermesinin ardından öngörüsünü yükseltti

Çin'e ilişkin büyüme tahmini de 2023 için yüzde 5,2'den yüzde 5'e, 2024 için ise yüzde 4,5'ten yüzde 4,2'ye çekildi. Çin ekonomisi reel büyümedeki düşüş nedeniyle ivme kaybediyor. **Devletin arazi satışlarından elde ettiği geliri tehlikeye sokan emlak yatırımı ve konut fiyatlarının yanı sıra zayıf tüketici güveni revizyonda etkili oldu.**

İngiltere'nin gelecek yıl için büyüme görünümü %1'den %0,6'ya düşürüldü; bu durum, hâlâ yüksek olan enflasyonu dizginlemek için uygulanan sıkı para politikaları ve yüksek enerji fiyatlarından kaynaklanan ticaret hadleri şokunun devam eden etkilerini yansıtıyor.

FinMin ile yapılan özel toplantılara verilen tepkilerin ayrıntılarını içeren sızdırılmış bir BofA belgesine göre, hayal kırıklığına uğramış yatırımcıları Türkiye'ye geri çekme çabaları yavaş ilerleme kaydediyor. Yatırımcılar yeni ekonomik ekibin uzun ömürlülüğü konusunda endişeleniyor.



EM alanında Türkiye, Bakan Şimşek'in güçlü performansı ile olumlu ilgi gördü. Ancak yatırımcı topluluğu temkinli.

Bunun altında yatan neden, pek çok kişinin Mart 2024 seçimlerinde Lira'nın daha fazla değer kaybetmesinden ve bunun da yerel para birimi getirilerini ortadan kaldırmasından korkması.

Özet ile Olan biten.

**Özellikle değişken faizli kredisi olanların,
12 ay vadede yüklü geri ödemesi olanların finansal yükünün artacağı;
her türlü faiz fiyatlama gücü olan borç verenlerin ise (lender) gücünün
arttığı bir döngüye giriyoruz**

M.Baki ATILAL

Araştırmadan Sorumlu GMY

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.

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.