1- TCMB Başkanı Karahan'ın yaptığı açıklamalar ve son hamleler neyin işareti olabilir?

- Merkez Bankası Başkanı Fatih Karahan'ın 24 Kasım'daki açıklamalarıyla TCMB'nin 25 Kasım'da gerçekleştirdiği likidite operasyonlarını birlikte değerlendirdiğimiz de , birbirini tamamlayan bir para politikası yaklaşımı görüyoruz. Karahan'ın TL'ye olan talebin desteklenmesi için başta politika faizi olmak üzere likidite ve makroihtiyati araçların kullanılabileceğine, gerektiğinde eş güdüm içerisinde stopaj düzenlemelerinin de gündeme gelebileceğine ilişkin mesajlarının hemen ardından swap ve depo alım ihalelerinin açılması oldukça anlamlı.

- Bir gün önce sözlü yönlendirme yoluyla piyasaya verilen mesajın, ertesi gün operasyonel adımlarla desteklendiğini söyleyebiliriz. Karahan'ın açıklamalarında özellikle önemsediğim nokta, politika faizinin yanı sıra alternatif araçların da kullanılabileceğini, yani Merkez Bankasının mevcut koşullarda kendisini sadece faiz kararlarıyla sınırlamayacağını ifade etmesi.

- Nitekim dün bir hafta, iki hafta ve bir ay vadeli olmak üzere toplam 3 milyar dolarlık swap ihalesi ve 600 milyar TL tutarında depo alım ihalesi açılması, bu yaklaşımın bir yansıması olarak değerlendirilebilir. Bir taraftan bankacılık sisteminden döviz temin ederek rezerv pozisyonunu desteklemek, diğer taraftan piyasadaki TL likiditesini kontrol ederek parasal sıkılığı korumak amaçlanıyor. Burada Merkez Bankasının döviz likiditesini desteklerken yeni bir TL likidite fazlası yaratmak istemediğini düşünüyorum. Merkez Bankasının önceliğinde **dezenflasyonun yanı sıra dedolarizasyon ve rezerv istikrarı** da ağırlık kazanmaya başlamış durumda.

- Karahan'ın stopaj düzenlemelerine ilişkin açıklamasını da bu çerçevede değerlendiriyoruz. TL tasarruf araçlarında stopaj indirimi yapılması, politika faizinde değişikliğe gidilmeden yatırımcının vergi sonrası net getirisinin artırılmasını sağlayabilir. Böylece TL'nin döviz karşısındaki cazibesi desteklenebilir. Ancak bunun Merkez Bankasının tek başına alabileceği bir karar olmadığını da belirtmek gerekiyor.

- Ben önümüzdeki süreçte üç aşamalı bir politika yaklaşımının gündeme gelebileceğini düşünüyorum.
    1. İlk aşamada swap ve depo ihaleleriyle likidite ve rezerv yönetiminin güçlendirilmesi,
    2. İkinci aşamada stopaj ve makroihtiyati düzenlemelerle TL talebinin desteklenmesi,
    3. bunların yeterli olmaması halinde ise politika faizi üzerinden daha güçlü bir mesaj verilmesi.

- Bu nedenle 10 Aralık'taki PPK toplantısında faiz indirimlerine ara verilmesi ihtimalinin güçlendiğini düşünüyorum. Hatta rezerv kaybının ve dolarizasyonun hızlanarak devam etmesi durumunda ilave parasal sıkılaştırma ihtimalini de tamamen göz ardı etmemek gerekiyor.

- Bunun bankacılık sektörü açısından anlamı, yüksek fonlama ve mevduat maliyetlerinin daha uzun süre devam edebilmesi. Reel sektör açısından ise finansman giderlerinin yüksek kalması, nakit akışlarının baskılanması ve yatırım kararlarının ötelenmesi demek. Borsa İstanbul açısından da beklenen faiz indirimi kaynaklı değerleme avantajının daha ileri bir tarihe taşınması anlamına geliyor.

- Sonuç itibarıyla Karahan'ın önceki günkü açıklamalarını bir hazırlık mesajı, dünkü operasyonları ise bu mesajın uygulamadaki ilk karşılığı olarak değerlendiriyoruz. Merkez Bankası piyasaya, gerektiğinde elindeki bütün araçları kullanabileceği mesajını veriyor. Artık tartışmamız gereken konu faiz indirimlerinin ne zaman devam edeceğinden önce, mevcut parasal sıkılığın TL'ye olan talebi korumak için yeterli olup olmadığıdır.

2- TCMB, Yurtiçinde cevherden üretilen altın alım işlemlerine yeni bir karar alınıncaya kadar ara verdi.

Bu kararın arkasındaki temel amaç büyük olasılıkla **TL likiditesini** ve **yurt içi fiziki altın piyasasını** dengelemek. TCMB, yerli madenlerden üretilen altını satın aldığında karşılığında piyasaya Türk lirası veriyor. Dolayısıyla altın alımı bir taraftan rezervleri güçlendirirken diğer taraftan bankacılık sistemindeki TL likiditesini artırıyor.

Sistemin yeniden likidite açığına geçtiği ve TCMB'nin döviz ile altın swap ihaleleriyle likidite kompozisyonunu yönettiği bir dönemde, doğrudan altın alımlarına ara verilmesi **para politikasının kontrolünü kolaylaştırabilir**. Nitekim TCMB bugün bir hafta vadeli TL karşılığı altın swap ihalesi de açtı. Bu tablo, altın rezervinden vazgeçmekten ziyade , likiditeyi daha kısa vadeli ve geri dönüşlü araçlarla yönetme tercihini düşündürüyor.

İkinci önemli etki, **yerli altın arzında** görülecektir. TCMB'nin ön alım hakkını kullanmaması halinde yurt içinde üretilen altın Borsa İstanbul Kıymetli Madenler Piyasası'na veya mevzuattaki diğer alıcılara yönlendirilebilecek. Böylece iç piyasadaki fiziki altın arzı artabilir. Bu da ithalat kotasının oluşturduğu arz sıkışıklığını ve dünya fiyatıyla Türkiye'deki fiyat arasındaki primi azaltabilir. Yerli üretimin iç talebin bir bölümünü karşılaması, altın ithalatı ve dolayısıyla cari açık açısından da sınırlı ölçüde olumlu olabilir.

Piyasalara olası yansımalarını değerlendirsek;

- **Gram altın**: Karar gram altının ana yönünü tek başına değiştirmeyecektir ve Ana belirleyiciler yine ons altın ve dolar/TL olacaktır. Ancak iç piyasadaki fiziki altın primi gerileyebilir; Kapalıçarşı ile uluslararası fiyatlar arasındaki makas daralabilir.

- **TCMB rezervleri**: Yerli üretimden gelen düzenli altın akışı duracağı için rezerv birikim hızı bir miktar yavaşlayabilir. Buna karşılık TCMB daha az TL yaratmış ve bilançosunu daha kontrollü yönetmiş olur.

- **Altın üreticileri**: TCMB gibi sürekli ve güvenilir bir alıcının geçici olarak çekilmesi, üreticiler açısından kısa vadede satış kanalı ve fiyat belirsizliği yaratabilir. Ancak altının satışı Borsa İstanbul'da veya diğer yetkili kanallarda değerlendirilebilir.

- **Madencilik hisseleri**: İlk piyasa tepkisi sınırlı olumsuz olabilir; çünkü garantili alıcı avantajı ortadan kalkıyor. Fakat şirketlerin satış fiyatı, ihracat olanağı ve maliyet yapısı değişmediği sürece kalıcı bir değer kaybı gerekmez.

- **Tahvil ve para piyasası**: Yeni TL yaratılmasını sınırladığı için likidite ve enflasyon beklentileri açısından hafif sıkılaştırıcı bir karar olarak okunabilir.

En kritik nokta ise: TCMB altın satmıyor, altın piyasasını kapatmıyor ve rezervlerindeki altını tasfiye etmiyor. Sadece yerli cevherden üretilen altını doğrudan satın alma kanalını geçici olarak durdurmasıdır.

3- Rezervlerde swap haricine bakmak mantıklı mı ?

- Rezervleri değerlendirirken swap hariç net rezervlere bakmak mantıklı; hatta rezerv kalitesini görmek açısından gereklidir. Ancak **tek başına yeterli değildir**. Swap hariç rezerv, TCMB'nin belirli bir vadede bankalara veya diğer taraflara geri vermesi gereken döviz ve altın çıkarıldıktan sonra kendisine kalan net kaynağı göstermeye çalışır. Bu nedenle "Merkez Bankasının gerçekten kullanabileceği rezerv gücü ne kadar?" sorusuna brüt rezervlerden daha sağlıklı cevap verir.
- Örneğin TCMB swap yoluyla bankalardan 10 milyar dolar alırsa brüt rezervleri 10 milyar dolar artar. Fakat karşılığında aynı tutarda geri ödeme yükümlülüğü oluşur. Rezervlerin manşet büyüklüğü artmış olsa da Merkez Bankasının özkaynağı aynı ölçüde güçlenmiş sayılmaz.
- Buna karşılık swap hariç veriyi de tek başına kesin kullanılabilir rezerv olarak değerlendirmemek gerekir. Çünkü rezervlerin içinde:
  - Bankaların zorunlu karşılıkları,
  - Hazine'ye ait döviz hesapları,
  - Altın rezervleri,
  - Vadeli işlemlerden doğan yükümlülükler,
  - Likiditesi ve kullanım koşulları farklı varlıklar bulunabilir.
- Bu nedenle sağlıklı analiz için üç göstergeyi birlikte izlemek gerekir:
  1. **Brüt rezervler**: Sistemde görünen toplam döviz ve altın tamponunu gösterir.
  2. **Net uluslararası rezervler**: Brüt rezervlerden kısa vadeli döviz yükümlülükleri düşüldüğünde kalan tutardır.
  3. **Swap hariç net rezervler**: Swap işlemlerinden gelen geçici kaynağı da çıkartarak rezervlerin kalitesi hakkında daha net fikir verir.
- Bugünkü TCMB kararı açısından bakarsak, yerli altın alımlarına ara verilmesi rezerv birikimini yavaşlatabilir; ancak aynı zamanda piyasaya verilen TL'yi azaltır. Döviz ve altın swap ihaleleri ise brüt rezervleri destekleyebilir fakat swap hariç net rezervleri aynı ölçüde iyileştirmez. Bu yüzden önümüzdeki haftalarda yalnızca "brüt rezerv arttı" demek yeterli olmayacak; artışın doğrudan döviz alımından mı, altın değerlemesinden mi, zorunlu karşılıklardan mı, yoksa swap işlemlerinden mi kaynaklandığını ayrıştırmak gerekecek.

4- ABD büyüme–enflasyon verileri ve Altın madenciliğinde maliyet dinamikleri

- ABD'den gelen son veri seti, ekonominin beklenenden çok daha güçlü büyüdüğünü ancak enflasyon sorununun yeniden belirginleştiğini gösteriyor. Üçüncü çeyrek büyümesi yıllıklandırılmış olarak %3,4'ten %4,3'e revize edildi. Piyasa beklentisi ise %3,5 civarındaydı. Açıklanan sonuç , **son üç yılın en güçlü büyüme performansı**. Büyümeyi ise tüketim ve özellikle yapay zeka bağlantılı makine–ekipman yatırımları sürüklemiş. Tüketim artışı %4,2'ye, işletmelerin ekipman yatırımları ise %21,8'e ulaşmış. İç talebin daha temiz göstergelerinden biri olan özel yurtiçi nihai satışlar da %5,8 büyümüş.

- Burada dikkat edilmesi gereken nokta, büyümenin yalnızca stok veya kamu harcamasından kaynaklanmaması. Özel tüketim ve yatırımın güçlü olması, ekonomideki talebin Fed'in istediğinden daha sıcak seyrettiğini gösteriyor. Enflasyon tarafı da bu görüşü destekliyor. Ekim ayında manşet PCE enflasyonu yıllık %3,8'e, çekirdek PCE ise %3,3'e yükseldi. **Çekirdek enflasyon, Kasım 2023'ten bu yana en yüksek yıllık artışını kaydetti.** Üçüncü çeyreğin ortalama çekirdek PCE'sinin yıllıklandırılmış %2,5 olmasıyla Ekim ayındaki yıllık %3,3 oranını birbirine karıştırmamak gerekiyor: İlki çeyreklik hız, ikincisi son 12 aylık fiyat artışıdır.

- Bu veri setinin Fed açısından mesajı oldukça açık: **Ekonomi faiz artışını kaldırabilecek kadar güçlü, enflasyon ise gevşemeye izin vermeyecek kadar yüksek.** Bu nedenle aralık ayında 25 baz puanlık faiz artışı olasılığı güçlenirken, 2027'nin ilk aylarında ilave sıkılaştırma ihtimali de masada kalıyor.

Altın açısından ne anlama geliyor?

- Verilerin ilk etkisi teorik olarak altın için olumsuz. Güçlü büyüme ve yüksek enflasyon, Fed'in faizleri artırmasına; tahvil faizleri ile doların güçlenmesine neden oluyor. Altın faiz getirisi sağlamadığı için reel faizlerdeki yükseliş alternatif maliyetini artırır. Ancak orta vadede tablo daha dengeli. Enflasyonun yeniden hızlanması, kamu borcunun büyümesi, jeopolitik riskler ve merkez bankalarının rezerv çeşitlendirme talebi altını desteklemeye devam ediyor. Bu nedenle güçlü ABD verileri altını baskılayabilir; fakat enflasyonun kontrolden çıkacağı endişesi aynı zamanda altına korunma talebi yaratabilir.

Altın madenciliğinde maliyetler ?

- Altın madenciliğinde ana gösterge AISC, yani ons başına "sürdürülebilir toplam maliyet". Bu hesaplama yalnızca madenden altını çıkarmanın nakit maliyetini değil; işletmenin üretimi sürdürebilmesi için gereken bakım yatırımlarını, saha giderlerini ve bazı idari maliyetleri de içeriyor. Dünya Altın Konseyi verilerine göre küresel ortalama AISC, 2026'nın ikinci çeyreğinde:

  Çeyreklik %8, Yıllık % 22 artarak Ons başına yaklaşık 1.930 dolarla rekor seviyeye çıktı.

- Maliyetleri yükselten temel unsurlar enerji, işçilik, patlayıcı ve kimyasal girdiler, nakliye, sürdürülebilir sermaye harcamaları ve düşük cevher tenörü. Özellikle cevherdeki altın miktarı düştüğünde aynı miktarda altın üretmek için daha fazla kaya çıkarılması, taşınması ve işlenmesi gerekiyor. Bu da dizel, elektrik, ekipman ve işçilik maliyetini birlikte yükseltiyor.

- Türkiye'deki üretimin yıllık yüzde 16 gerilemesinde de Kışladağ madenindeki düşük tenörlü cevher işlenmesi ve atık kaya sıyırma faaliyetleri etkili oldu.

Madencilerin marjı daralıyor mu?

- Ons altının yaklaşık 3.595 dolar, sektörün ortalama AISC'inin 1.930 dolar olduğu varsayımıyla, teorik operasyonel fark ons başına yaklaşık 1.665 dolar: Bu yaklaşık % 46'lık bir AISC marjına karşılık geliyor. Dolayısıyla maliyetler rekor seviyeye çıksa da altın fiyatının yüksek olması üreticilerin marjını hala güçlü tutuyor.

- Ancak AISC, şirketin kasasında kalan net kar değildir. Büyüme yatırımları, finansman giderleri, vergiler, arama harcamaları ve şirket merkezi giderleri bu hesabın dışında kalabilir. Ayrıca düşük tenörlü ve yüksek borçlu madenlerde gerçek karlılık sektör ortalamasından çok daha zayıf olabilir.

- Altın madencileri açısından yüksek altın fiyatı güçlü nakit akışı yaratıyor; fakat maliyet enflasyonu üretimdeki operasyonel hataları affetmeyen bir seviyeye ulaştı. Bu nedenle yatırımcı açısından yalnızca "altın yükseliyor" demek yeterli değildir. Şirketleri değerlendirirken şu göstergelere bakmak gerekiyor:

- Gerçekleşen satış fiyatı ile AISC arasındaki fark, Cevher rezervinin tenörü ve ömrü, Enerji maliyetine duyarlılık, Üretim hedeflerinin tutturulması, Net borç ve faiz gideri, Yeni maden yatırımlarının sermaye ihtiyacı ve Politik ve ruhsat riskleri.

5- Küresel yapay zeka kredi riskleri: CDS rekorları ne anlatıyor?

- Yapay zeka temasındaki risk artık yalnızca hisse senedi değerlemelerinde değil, kredi piyasasında da belirginleşiyor. Oracle, Alphabet, Nvidia, SpaceX ve CoreWeave gibi yapay zeka ekosisteminde yer alan şirketlerin beş yıllık CDS primleri rekor seviyelere yükseldi. SoftBank'ın CDS'i 501 baz puana çıkarken, Oracle'ın CDS'i yaklaşık 356 baz puana ulaştı. En kırılgan halka olan CoreWeave'de ise CDS primi 1.314 baz puana yükseldi; piyasa fiyatlaması şirket için beş yıl içinde yaklaşık %68'lik temerrüt olasılığına işaret ediyor. CoreWeave'in 2031 vadeli tahvil faizi de %18'e yaklaştı.

- CDS'i basitçe şirket borcunun sigorta maliyeti olarak düşünebiliriz. Örneğin 356 baz puanlık CDS, 100 dolarlık Oracle borcunu temerrüde karşı korumanın yıllık yaklaşık 3,56 dolar maliyeti olduğu anlamına geliyor. Prim yükseldikçe yatırımcıların algıladığı kredi riski de artıyor. Ancak CDS'in yükselmesi şirketin mutlaka batacağı anlamına gelmez; piyasanın riskten korunmak için daha yüksek bedel talep ettiğini gösterir.

- Buradaki **temel sorun, yapay zeka yatırımlarının giderek daha fazla borçla finanse edilmesi**. Veri merkezleri, enerji altyapısı ve gelişmiş çipler için yüz milyarlarca dolarlık yatırım yapılıyor. 2026'da yapay zeka bağlantılı borçlanmanın 500 milyar doları aştığı, büyük teknoloji şirketlerinin sermaye harcamalarının yaklaşık üçte birini borçla karşılamaya başladığı hesaplanıyor. Yatırımların nakit yaratma süresi uzarken faizlerin yüksek kalması, kredi yatırımcılarını tedirgin ediyor.

  Riskin büyümesinin beş ana nedeni var:

  1. Yapay zeka gelirlerinin, yapılan yatırımlar kadar hızlı artıp artmayacağının belirsiz olması.
  2. Çiplerin ve veri merkezi ekipmanlarının teknolojik olarak hızla eskiyebilmesi.
  3. Uzun vadeli borçla finanse edilen varlıkların ekonomik ömrünün borç vadesinden kısa kalabilmesi.
  4. Özel amaçlı şirketler ve bilanço dışı finansman nedeniyle gerçek borç yükünün şeffaf olmaması.
  5. Şirketlerin birbirlerinin müşterisi, tedarikçisi ve finansörü olduğu "döngüsel finansman" yapısı.

- Burada bütün şirketleri aynı kefeye koymamak gerekiyor. Alphabet, Microsoft veya Amazon gibi yüksek nakit üreten şirketlerde CDS artışı daha çok pahalılaşan bir sigorta anlamına geliyor. CoreWeave gibi yatırımını sürekli yeniden finansmana ve gelecekte oluşacak talebe bağlayan şirketlerde ise sorun doğrudan borç ödeme kapasitesine dönüşüyor. Nitekim geniş yatırım yapılabilir kredi piyasasında CDS yaklaşık 60 baz puan civarındayken güçlü teknoloji şirketlerinde 50–120, Oracle'da 350'ye yakın, CoreWeave'de ise 1.300 baz puanın üzerinde bulunuyor.

Piyasalara olası etkisi

- Kredi piyasasındaki bozulma devam ederse ilk etki finansman maliyetlerinin yükselmesi olur. Bu durum yeni veri merkezi yatırımlarının ertelenmesine veya küçültülmesine yol açabilir. Ardından Nvidia ve diğer çip üreticilerinin siparişleri, enerji şirketlerinin veri merkezi projeleri ve teknoloji şirketlerinin büyüme beklentileri aşağı yönlü revize edilebilir.

- Daha sert senaryoda tahvil fiyatlarındaki düşüş özel kredi fonlarına, bankalara, sigorta şirketlerine ve veri merkezi menkul kıymetleştirmelerine yayılabilir. Ancak şimdilik kredi stresi bütün şirket tahvili piyasasına yayılmış değil; sorun daha çok yüksek borçlu yapay zeka altyapı şirketlerinde yoğunlaşıyor. İngiltere Merkez Bankası da yapay zeka borcunun toplam finansal sistem içindeki payının henüz sınırlı olduğunu, ancak hızlı büyüme ve karmaşık finansman yapılarının orta vadede risk oluşturduğunu belirtiyor.

- Özetle, hisse piyasası yapay zekanın büyüme hikayesini, CDS piyasası ise bu büyümenin nasıl finanse edildiğini sorguluyor. Bugünkü rekorlar henüz sistemik bir kriz sinyali değil; fakat AI yatırım döngüsünün en zayıf ve en fazla borçlanan halkalarında ciddi bir kredi uyarısı veriyor.

Çekince

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 CAPİTAL 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 CAPİTAL Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. İşbu rapordaki tüm görüş ve tahminler, söz konusu rapor tarihiyle A1 CAPİTAL 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 CAPİTAL 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 CAPİTAL Yatırım ve diğer grup şirketlerinin yatırım bankacılığı ve/veya diğer iş ilişkileri içinde olabileceğini veya bu tür iş fırsatları arayışında olabileceğini kabul ederler.

Yatırım Artık Daha Kolay!

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

Hemen Hesap Aç

a1capital.com.tr