

YEN'e müdahale

Bugün Japonya piyasalarında yaşanan sert satışları sadece "yen güçlendi, borsa düştü" şeklinde okumak bence oldukça yüzeysel olur. Aslında piyasaların fiyatladığı konu, küresel finansal sistemin son 15-20 yıldır üzerine kurulduğu en önemli mekanizmalardan biri olan **yen carry trade'in sorgulanmaya başlaması**.

Eğer ABD ile Japonya gerçekten koordineli bir şekilde yen alımı yaptıysa, bu sıradan bir döviz müdahalesi değil, küresel likidite koşullarını değiştirebilecek stratejik bir adım olarak değerlendirilmeli.

Öncelikle şu soruyu sormak gerekiyor: *Japonya neden yıllardır zayıf yeni desteklerken bugün güçlü yen için müdahale ediyor?*

Çünkü Japon ekonomisi artık 2000'li yılların başındaki ekonomi değil. Uzun yıllar boyunca Japonya'nın büyüme modeli ihracata dayanıyordu. Toyota, Sony, Hitachi, Canon, Mitsubishi, Tokyo Electron gibi dev şirketler gelirlerinin büyük bölümünü dolar ve euro üzerinden elde ediyor, yen zayıfladıkça bu gelirler Japon parasına çevrildiğinde şirket bilançoları ciddi şekilde güçleniyordu. Bu nedenle zayıf yen Japon ekonomisi için önemli bir rekabet avantajıydı.

Ancak son birkaç yılda bu avantajın maliyeti ağırlaşmaya başladı. Japonya enerji ve hammadde açısından büyük ölçüde ithalata bağımlı bir ülke. Petrol, LNG ve birçok stratejik girdi dolar üzerinden satın alınıyor. Yen'in aşırı değer kaybetmesi ithalat maliyetlerini hızla yükseltti ve Japonya'da uzun yıllardır görülmeyen ölçüde maliyet enflasyonu yarattı. Yani zayıf yen artık sadece ihracatçıları desteklemiyor, aynı zamanda hane halkının alım gücünü aşındırıyor ve enflasyonu yukarı taşıyor.

Japonya'nın tek başına sürekli piyasaya müdahale etmesi artık sürdürülebilir olmamaya başlamıştı. Döviz piyasasında yen almak için dolar satmanız gerekir. Bu da büyük ölçüde rezerv kullanmak anlamına gelir. Japonya'nın rezervleri yüksek olsa da, bunun sürekli yapılması hem pahalı hem de etkisi kısa süren bir yöntemdir.

İşte burada ABD devreye girdi.

ABD açısından da yenin aşırı değer kaybetmesi sorun yaratmaya başlamıştı. Çünkü Trump yönetiminin gümrük tarifeleriyle elde etmeye çalıştığı rekabet avantajının bir kısmı, Japon şirketlerinin çok ucuz yen sayesinde yeniden kazanmasına yol açıyordu.

Yani tarifelerle verilen avantajı döviz kuru geri alıyordu. Ayrıca Japonya'nın müdahale için ABD tahvili satmak zorunda kalması, Amerikan tahvil faizlerini yukarı itme riski taşıyordu. Washington bunu da istemiyordu. Dolayısıyla iki ülkenin çıkarı ilk kez aynı noktada buluştu.

Bence piyasaların en fazla dikkat ettiği konu ise carry trade.

YEN'e müdahale

Yaklaşık yirmi yıldır Japonya dünyanın en ucuz finansman kaynağı oldu. Faizler sıfıra yakın hatta uzun süre negatif seviyelerde tutulduğu için küresel yatırımcılar Japon yeni cinsinden çok düşük maliyetle borçlanıp bu kaynağı daha yüksek getirili varlıklara yönlendirdi.

Bu para sadece Japonya dışında dolaşmadı. ABD tahvilleri, Nasdaq ve S&P 500 hisseleri, Yapay zeka ve teknoloji şirketleri, Gelişmekte olan ülke tahvilleri, Borsa İstanbul gibi yüksek getiri sunan piyasalar, Emtialar, Kripto varlıklar...Kısacası küresel risk iştahının önemli bir bölümü yıllardır Japonya'nın ucuz likiditesiyle finanse edildi.

Carry trade'in çalışabilmesi için iki temel şart vardı. Birincisi Japonya'da faizlerin çok düşük kalması. İkincisi ise yenin değer kazanmaması, hatta mümkünse sürekli zayıflaması.

Şimdi ise bu iki varsayım aynı anda değişmeye başladı. Bank of Japan uzun yıllar sonra faiz artırıyor, Tahvil alımlarını azaltıyor ve buna ek olarak Japonya'nın döviz piyasasında yeni desteklemek için ABD ile koordineli hareket ettiği konuşuluyor. İşte piyasaları asıl tedirgin eden nokta da bu. Çünkü carry trade yapan yatırımcı açısından artık sadece faiz maliyeti değil, kur riski de ciddi şekilde yükselmiş durumda.

Basit bir örnek verelim. Bir fon Japonya'dan yüzde 0,5 faizle yen borçlandı ve bu parayla ABD'de yüzde 5 getiri sağlayan tahvil aldı. Normal şartlarda yaklaşık yüzde 4,5 faiz farkı kazanıyor.

Ancak yen kısa sürede yüzde 7-8 değer kazanırsa, kur zararı elde ettiği faiz gelirinin çok üzerine çıkıyor. Bu durumda yatırımcı pozisyon kapatmak zorunda kalıyor. Pozisyon kapatmak demek ise ABD tahvilini satmak, teknoloji hisselerini satmak, gelişmekte olan ülke varlıklarını satmak ve tekrar yen alarak borcu kapatmak anlamına geliyor.

Dolayısıyla yen güçlenmeye başladığında satış baskısı sadece Japonya'da kalmıyor; küresel piyasalara yayılıyor. Japon borsasında görülen sert satışın nedeni de büyük ölçüde bu beklenti.

Çünkü Japon endeksinin ağırlığını oluşturan şirketlerin büyük bölümü ihracatçı. Toyota, Honda, Sony, Nintendo, Tokyo Electron gibi şirketler güçlü yenden doğrudan olumsuz etkileniyor. Döviz bazlı gelirleri yen cinsine çevrildiğinde küçülüyor, ihracat rekabetleri azalıyor ve kâr marjları baskı altına giriyor. Piyasa da bunu hemen fiyatlamaya başladı.

YEN'e müdahale

Peki ABD neden böyle bir operasyona destek versin?

Burada birkaç stratejik neden öne çıkıyor.

İlk olarak ticaret dengesi. ABD son dönemde tarifeleri artırarak yerli üreticisini korumaya çalışıyor. Ancak Japon yeni sürekli değer kaybederse Japon şirketleri kur avantajıyla bu tarifelerin etkisini önemli ölçüde telafi edebiliyor. ABD açısından bu istenen bir durum değil.

İkinci olarak ABD tahvil piyasası. Japonya dünyanın en büyük ABD tahvili yatırımcılarından biri. Japonya sürekli tek başına döviz müdahalesi yapmak zorunda kalırsa rezervlerinden dolar satacak, dolayısıyla ABD tahvili satmak zorunda kalabilecek. Bu da Amerikan tahvil faizlerini yukarı itebilir. Washington bunu istemiyor.

Üçüncü neden ise küresel finansal istikrar. Yenin kontrolsüz şekilde değer kaybetmesi ya da çok sert değer kazanması trilyonlarca dolarlık carry trade pozisyonunu etkiliyor. Böyle bir süreç sadece Japonya'yı değil, ABD finansal sistemini de doğrudan ilgilendiriyor.

Tam da bu nedenle koordineli müdahale piyasaya verilen güçlü bir mesaj niteliği taşıyor: **"Yenin kontrolsüz şekilde değer kaybetmesine izin vermeyeceğiz."** «

Ancak burada çok önemli bir ayrıntı var. Döviz müdahaleleri tek başına hiçbir zaman kalıcı çözüm değildir. Bunu geçmişte Plaza Anlaşması'ndan, Asya krizinden ve Japonya'nın önceki müdahalelerinden biliyoruz.

Eğer temel makro dinamik değişmiyorsa piyasa sonunda tekrar eski eğilimine döner. Dolayısıyla asıl belirleyici unsur yine faiz farkı olacak. Bugün ABD 10 yıllık tahvil faizi hâlâ yüksek seviyelerde. Japon tahvil faizleri ise buna göre oldukça düşük. Bu fark kapanmadığı sürece dolar taşımanın getirisi devam edecek.

Bence asıl kritik soru bundan sonra ne olacağı.

Eğer bu müdahale sadece birkaç günlük bir döviz operasyonu olarak kalırsa etkisi sınırlı olabilir. Çünkü döviz piyasalarında kalıcı yönü belirleyen unsur müdahaleler değil, faiz farklarıdır.

Ancak Bank of Japan önümüzdeki toplantılarda faiz artırımlarına devam eder, bilançosunu küçültmeyi sürdürür ve ABD ile Japonya arasındaki faiz farkı daralmaya başlarsa işte o zaman küresel piyasalarda çok daha büyük bir paradigma değişimi görebiliriz. Çünkü o noktada dünyanın en ucuz finansman kaynağı olan Japon yeni artık eskisi kadar ucuz olmayacaktır.

YEN'e müdahale

Eğer Japonya artık dünyanın en ucuz fonlama kaynağı olmaktan çıkarsa;

- ABD teknoloji hisselerinde değerlendirme çarpanları aşağı gelebilir.
- Özellikle yüksek kaldıraç kullanan hedge fonlar pozisyon küçültmek zorunda kalabilir.
- Gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy akımları yavaşlayabilir.
- ABD uzun vadeli tahvil piyasasında oynaklık artabilir.
- Dolar finansman maliyetleri yeniden yukarı gidebilir.
- Risk primi yüksek varlıklarda volatilité belirgin şekilde artabilir.

Özellikle yapay zeka hisseleri gibi son yıllarda çok yüksek çarpanlarla işlem gören şirketler böyle bir likidite daralmasından en fazla etkilenecek grupların başında gelebilir. Çünkü bu şirketlerin değerlemeleri büyük ölçüde düşük iskonto oranı ve bol küresel likidite üzerine inşa edildi.

Bunun yanında ilginç bir denge de oluşabilir. Yen güçlenirken Japon ihracatçıları baskı altında kalabilir; buna karşılık ithalata bağımlı Japon şirketleri ve iç tüketime yönelik sektörler görece daha iyi performans gösterebilir. Yani Japonya içinde de sektör rotasyonu hızlanabilir.

Sonuç olarak; Bu gelişmeyi sadece Japonya'nın döviz piyasasına müdahalesi olarak görmüyorum. Bana göre bu, küresel finansal sistemin yeni bir döneme girip girmeyeceğini gösterecek en önemli sınavlardan biri. Eğer önümüzdeki aylarda yen kalıcı şekilde güçlenmeye başlar ve Bank of Japan para politikasında normalleşmeyi sürdürürse, son on yılda küresel riskli varlıkları yukarı taşıyan "ucuz yen finansmanı" dönemi yavaş yavaş sona erebilir.

Böyle bir senaryoda yatırımcıların sadece Nikkei endeksini değil, USD/JPY paritesini, ABD-Japonya faiz farkını, Japon tahvil faizlerini ve küresel carry trade pozisyonlarının çözülme hızını çok yakından takip etmeleri gerekecek.

Çünkü bu göstergeler, önümüzdeki dönemde sadece Japonya'nın değil, ABD borsalarının, Avrupa piyasalarının ve gelişmekte olan ülke varlıklarının yönünü de belirleyebilecek kadar kritik hale gelmiş durumda.

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