

2024 ve Bilinen Bilinmeyenler

"İnsanoğlunun en eski ve en güçlü duygusu korkudur, en eski ve en güçlü korku türü ise bilinmeyenden duyulan korkudur."

H.P. Lovecraft

Volatilite, genelde korku ölçüsü olarak alınıyor olsa ve yatırımcıların belirsiz bir geleceğe dair kolektif korkusuna değer biçmek olarak algılansa da aslında bilinmeyen ve bilinmeyecek olana bir fiyat koyma çabasıyla ilgilidir.

Eski ABD Savunma Bakanı Donald Rumsfeld, "bilinen bilinmeyenler" ve "bilinmeyen bilinmeyenler" ayrımı yapmıştı. Yani bilmediğimiz farkında dahi olmadığımız bilinmeyenler. Yatırımcılar için bu ayrımın çok önemli olduğunu düşünüyoruz.

Volatilite, "bilinen bilinmeyenleri" ve "bilinmeyen bilinmeyenleri" için aynı anda her ikisine de fiyat biçmeyi hedefliyor. Volatilitenin değerlemesinin de piyasa katılımcılarının dünyanın gelecekteki durumlarını şimdiki zamana göre iskonto etmelerindeki belirsizlikle ilgili olduğunu düşünüyoruz.

Eğer mekanik sebeplerden değilse; düşük volatilite, belirsizliğin az fiyatlandığı ortamlardır. Özellikle riskli varlıklar için pozitifdir. VAR tarzı risk kontrolü kullanan yatırımcıların risk alokasyonlarını artırmalarını da sağlar. Ama volatilitenin düşük kalıp kalmayacağı sürprizler, bilinmeyenler ve bilinmeyeceklerin piyasanın kolektif gündemine girip girmeyeceğiyle ilgilidir.

Piyasaların Ekim sonu Kasım başı gibi dip yapmasını ve ardından sene sonuna kadar daha olumlu bir havada olmasını bekliyorduk. S&P500 endeksi bu dipten aşağı yukarı yüzde 10 yükseldi. Riskli varlıklardaki bu yükseliş hisse, bono ve döviz volatilitelerinin eş zamanlı gerilemesiyle gerçekleşti. Vix Ocak 2020'den bu yana en düşük seviyesini gördü. Dip seviyesinden yüzde 10 civarı yükselişler yaşanmış olsa da ve risk getiri potansiyelinin artık o zamanki kadar cazip olmasa da, görüşlerimizin arkasındayız.

İlginç olan, bu ortamın aslında "carry trade" ve genel olarak gelişmekte olan ülkeler lehine olsa da 1 aylık EM döviz kurları volatilitesinde benzer düşüşü görmedik. Piyasaların biraz yorulduğuna dair emareler de var. Bunlar, henüz görüşümüzü değiştirmek için yeterli değil ama sarı işaret olarak algılıyoruz. Bu arada bizim USDTRY risk reversal'lerin (25R3M) de Kasım ayı başından bu yana gerilemesine rağmen son birkaç gündür hafif yükseldiğini görüyoruz.

Yapısal olarak düşük volatilite ortamına, yani belirsizliklerin çok azaldığı bir döneme mi girdik? Yoksa volatilite aslında sadece yüzeyde gözükenleri fiyatlayıp, yüzeyin altındaki belirsizlikleri görmezden mi geliyor?

Bilinenle, bilinmeyenler ve bilinmeyecekler neler olabilir? Bunlar arasında en kritik konular neler olabilir?

Bu yılın sonuna yaklaşırken, önümüzdeki yılın birkaç temel açısından 2023'ten farklı olacağını görebiliyoruz. Birincisi, özellikle ABD'de, resesyon risklerini henüz tetiklemeden enflasyonun ve işgücü piyasalarının yavaş yavaş soğuduğuna dair işaretler var. Dünya genelinde rekor seviyedeki sıkışmanın reel ekonomilere yansması nedeniyle, bu eğilimin önümüzdeki yıl devam etmesi hatta daha da hızlanması beklenebilir.

Bu, küresel olarak büyümenin beklentileri aştığı 2023 yılıyla tezat oluşturuyor. 2023 enflasyonun senesiydi. 2024 ise büyümede yavaşlamanın ön plana çıktığı sene olacak gibi gözüküyor. Bizim görüşümüze göre resesyon veya yeniden hızlanma nedeniyle FED'in seri faiz indirimlerine gitmesi veya tekrar faiz artıracığı gibi iki uç patika gerçekleşmezse, özellikle de gelişmekte olan ülkeler için bunun olumlu bir ortam olduğunu düşünüyoruz.

Birinci bilinmeyen bu, yani özellikle büyüme ve enflasyonun seyri. Şu an görebildiğimiz kadarıyla piyasa 2024 yılında FED'den fazla faiz indirimi bekliyor. Bu beklentilerin şu anki büyüme ve enflasyon patikasında zor olduğunu, hatta önümüzdeki haftalarda ekonomik verilerde hızlanma ve Ocak'ta bir faiz artırımının da söz konusu olabileceğini düşünüyoruz.

Bizce, riskli varlıklara yönelik en büyük riski temsil eden, yılın başında değil ama ilerleyen kısmında parasal sıkılaştırmanın gecikmeli fakat devam eden etkisinin resesyon ile sonlanması mümkün olabilir. En riskli alanların ise gayrimenkul, private equity ve private credit piyasalarında yaşanacağını düşünüyoruz.

Baz senaryoda ABD yavaşlarken, Avrupa'nın bu yılki enerji kaynaklı durgunluktan gelecek yıl kurtulmasının muhtemel olduğuna inanıyoruz. Bu da ABD ile dünyanın geri kalanı arasındaki büyüme farkları daralırken, özellikle de Çin tekrar canlanırken gelişmekte olan ülkelere yönelim görebileceğimiz anlamına geliyor.

Bununla birlikte, riskten kaçışı tetikleyebilecek bir ABD resesyonu yaşanırsa bu spreadlerde de genişlemeyi getireceği için gelişmekte olan ülkeler açısından da olumsuz görülmeli. ABD'nin resesyona girip girmeyeceği, en önemli bilinen bilinmeyenlerden.

Bir başka bilinen bilinmeyen; bütçeler, borçlar ve bunların finansmanı ile ilgili. İşin gerçeği, faiz oranlarının son derece düşük olduğu bir dünyada, hükümetler hiçbir ödün vermayla karşı karşıya kalmadı. Bu nedenle, iyi zamanlarda mali konsolidasyon uygulamaya ihtiyaç duymadan, kötü zamanlarda artan borçla finanse edilen harcamalardan kurtulabildiler.

Bu düşük faiz oranı rejimi, pek çok iktisatçının, "likidite tuzağı ortamında yetersiz talebi" engellemek için sosyal açıdan etkili bir çözüm olarak sürekli artan borç seviyelerini önermesine yol açtı. Bu argüman, "r – g" olarak bilinen borç sürdürülebilirliği koşuluna dayanıyordu. Bu koşul, eğer reel faiz oranı (r), ekonominin büyüme oranından (g) düşükse, borçtaki herhangi bir artışın sürdürülebilir olduğunu belirtir.

Merkez bankaları, farklı niceliksel genişleme politikaları aracılığıyla bu stratejinin ortaklarıydı. Piyasaların önemli ölçüde daha yüksek faiz oranlarını baskılamak için çeşitli türde kamu ve özel borçların son çare alıcıları haline geldiler. 2023'e kadar merkez bankaları, sonuçta, piyasa riski primini değiştirerek finansal baskı yoluyla gemiyi yüzdürdüler. Bu volatilitelerin de baskılanması sonucunu doğurdu.

Bu yıl mali genişlemeye karşı parasal sıkılaştırma ters yönde esen iki rüzgar gibiydi. FED'in hızlı faiz artırımlarına ABD ekonomisinin dirençli kalmasının nedeni, hem hane halklarının yükselmiş tasarrufları hem de genişleyici maliye politikasıydı.

Şimdi soru şu: Maliye politikaları önümüzdeki dönemde de bu şekilde devam edebilir mi?

Her şey, yeni bir ortama girdiğimizi gösteriyor. Son aylarda ortaya çıkan gelişmeler gösteriyor ki en azından ABD'de ekonomiye maliye politikaları ile sağlanan destek azalıyor ve Joe Biden yönetimi herhangi bir ek harcamayı geçiremedi. Dünyadaki birçok ülke için de borç seviyeleri ve artan faizler nedeniyle bunların maliyeti arttı. Bu da, belki Çin hariç mali genişleme için pek alan bırakmıyor. Yani yapılan parasal sıkılaştırmanın etkileri yanında, daha sıkı maliye politikalar göreceğiz ki bu bir sürü sorun üretmeye aday. Bu sorunlardan bir kısmı da siyasi tarafta olacak.

Artan gelir eşitsizliği, siyasi kutuplaşma ve son Hollanda seçimlerinde gördüğümüz gibi popülizmin tüm siyasi yelpazede yükselişi, hükümet harcamalarının azaltılmasını son derece zorlaştıracak.

Bu bilinmeyenlerin 2024'te kritik hale gelip gelmeyeceğini zaman gösterecek ancak görünen şu ki, büyümenin yavaşladığı, enflasyonun gerilediği ama nispeten yüksek kaldığı, birikmiş kamu borç yükleriyle uğraşmanın daha zor olduğu yeni bir küresel ortam, birçok 'bilinmeyen bilinmeyen' içeriyor.

Yurt içine gelecek olursak, özellikle hisse senetleri ve Eurobond'lar için olumlu görüşlerimiz devam ediyor. Yine de seçici olmaya devam etmekte fayda görüyoruz.

Ekonomi tarafında ana bilinmeyen ve bizce en kritik faktör ise, özellikle iç talebin ve büyümenin göstereceği seyir. Özellikle TCMB'nin son faiz artırımından sonra parasal aktarım mekanizmasının alacağı şekil ve zamanlama daha önemli hale geldi.

Eldeki verilere bir bütün olarak baktığımızda, iç talepte bir ivme kaybı varmış gibi gözüküyor. Bununla birlikte en azından şimdilik ılımlı görüldüğünü düşünüyoruz. Net bir çıkarımda bulunmak şu an itibarıyla çok zor.

Derlediğimiz bazı veriler şunlar:

- Tüketici Güven Endeksi Kasım ayında 75.5 ile bir önceki aya göre yüzde 1.1 oranında yükseldi. Bu veri Ağustos ayında, son 14 ayın en düşük değerini almıştı ve üç aydır üst üste yükseliyor. Dikkat çeken bir detay da mevcut dönemin dayanıklı tüketim harcaması yapma açısından uygunluğu yüzde 6.4 artarken, gelecek 12 aylık dönemde ufak bir gerileme gözlenmiş.
- Sanayi üretimi son üç aydır aylık bazda ufak gerilemeler kaydediyor ve altı aylık ortalaması sıfıra yakın.
- Birleşik Öncü Göstergeler Eylül itibarıyla üç aydır geriliyor.
- Ekonomik güven endeksi Ekim itibarıyla üç aydır yükseldikten sonra Kasım'da aylık bazda yüzde 1,3 geriledi.

- Otomobil satışlarının üç aylık hareketli ortalaması Ekim ayı itibariyle yıllık yüzde 82 arttı.
- Dahilde alınan KDV, Ekim ayında yıllık bazda yüzde 240 arttı.
- 17 Kasım itibariyle tüketici kredileri ve bireysel kredi kartları artış hızları 13 haftalık ortalamaları sırasıyla yüzde 0.15 ve yüzde 1.22 oldu.
- Dış ticaret verilerine göre Ekim'de tüketim malları ithalatı yıllık bazda yüzde 78 arttı. Ocak-Ekim 2023 kümülatif tüketim ithalatı geçen sene aynı döneme nazaran yüzde 62,6 artmış oldu.

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. 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 dayanarak 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, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.