

## Tarih ve Yıldönümleri

*“Nesnelerin ötesine bakın ve o aralardaki bağlantılara odaklanın... Bağlantıların ötesine bakın ve oluşturdukları kalıpları görün. Potansiyel risk ve artış alanlarını bulun... Aborijinlerin dünya görüşlerinde, bir nesnenin diğerleri ile ilişki dışında hiçbir şey yoktur... Ayrıcalığın getirdiği güç yanlısılarından ve istisnacılık yanlılarından vazgeçmek zordur. Ancak iş birliğine dayalı bir ağda tek bir düğüm olduğumuz gerçeğini fark etmek, garip bir şekilde özgürleştiricidir.”*

-Tyson Yunkaporta, “Sand Talk: How Indigenous Thinking Can Save the World”

Çin, petrol, artan bono ve tahvil faizleri küresel piyasaları şekillendiren ana konular olmaya devam ediyor. Daha önce bahsettiğimiz çevre-merkez dinamiği kendini gösterdi. İlk olarak çevre ülkelerde hissedilen çalkantı, yavaş yavaş merkez ülkelere de ulaştı.

Beklentilerimiz doğrultusunda riskten kaçış fiyatlaması çekirdek piyasalara da ulaştı. Başta ABD borsaları olmak üzere küresel borsalar baskı altında kalmayı sürdürdü. Dolar güçlenirken, tahvil getirileri yükselmeye devam etti.

Üçü arasında piyasalardaki en önemli konu, bono faizlerinin yükselmesi olmaya devam ediyor. Dünyada yükselmeye devam eden bono faizlerinin “bir şeyleri kırmasına” ne kadar kaldı? Veya bono faizlerinin yükselişini başka ne durdurabilir? Bunun için enflasyon yeterli olmadı, acaba resesyon işaretleri mi gerekir? Uzun bir süre FED’in keskin faiz artırımlarına rağmen gevşeyen finansal koşulların sıkılaşımaya başlamasının sonuçları en çok nerede hissedilir? Faizlerin bu kadar hızlı ve çok arttığı dönemlerin sonu, tarih boyunca genelde çok olumlu olmamış.

Bunlar, son iki aylık bonoları yeniden fiyatlandırmanın ardından bizce en önemli sorular arasında yer alıyor. Bütçe açıkları, yüksek borçlanma ihtiyacı, bir türlü soğumayan bir istihdam piyasası, güçlü kalan hizmet sektörü, artan bono ihraçları, fiyata duysuz bir alıcının -yani FED'in- piyasadan çekilmesi ve şahin bir FED üst üste gelince faizlerdeki artış neredeyse kaçınılmaz hale geldi.

Hatırlayalım; birinci yıldönümünde olan Birleşik Krallık bono faizlerindeki hızlı yükseliş, ülkenin liability driven investment (LDI) yapısını neredeyse çökertiyordu.

Yine hatırlayalım; Mart ayındaki ABD mini bankacılık krizinde birkaç orta ölçekli ABD bankalarındaki mevduat kaçışın sebeplerinden biri, bu bankaların faiz oranları en düşük seviyelerdeyken satın alınan bonolarda oluşan zararın boyutlarıydı. SVB isimli banka kapatılmak zorunda kalındı.

Başta da ifade ettiğimiz gibi, bu seferki yükselişin de mutlaka etkileri olacaktır. Bilinmeyen ise tam olarak nerede ve ne zaman? Bu bağlamda ABD yüksek getirili bono (high yield) spreadlerinin Mart seviyesinden uzak olmasına rağmen tekrar yükselmeye başlaması ilginç. Rejtingi CCC olan şirket bonolarından oluşan endeks spreadi ise 900’ü geçerek Haziran’dan beri en yüksek seviyesine ulaştı.

Buradaki temel sorun; yıllardır düşük faiz ortamında iş yapmaya alışmış olan bireylerin, şirket ve finansal sistemin, yapısal olarak daha yüksek oranlarda ne yapacağını çok net olmaması. Son yılların dünyası, daha yüksek faiz oranlarına alışık bir dünya değil.

Şu an düşük olan ama küçümsenmemesi gereken bir senaryo ise bono faizlerinin, bir resesyona rağmen düşmemesi olabilir ki, bu örneğin ABD’de politikacılarının çekişmelerinin bütçe açıkları ve borç konusunda karar alamamaları durumunda ortaya çıkabilir. Öyle bir senaryoda ise dolar muhtemelen değer kaybeder, altın ise değerlenir. Ama dediğimiz gibi, bu şimdilik düşük olasılığı olan bir senaryo.

Belirli bir dönem için her zaman geçmişteki bir benzer dönem bulup karşılaştırma yapılabilir ama Mark Twain’in dediği gibi “Tarih tekerrür etmez, sadece bazen kafiye yapar.” Dolayısıyla, bu benzerlikleri de bir süzgeçten geçirip değerlendirmekte fayda var. Bu bağlamda, 2008’deki gibi sonuç beklemediğimizi uzun zamandır ifade etmemize rağmen, o dönem ile bazı benzerlikler olduğunu da düşünüyoruz. Faiz oranlarına kıyasla değerlemelerin pahalı olduğu ve petrol fiyatlarının yükselişe devam ettiği, kısa vadeli fonlanan yapıların kredi kalitesindeki bozulma ve artan spreadler nedeniyle daha zor bir dönem geçiren finansal oyuncuların olduğu bir arka plan.

Yıldönümü demişken, 1998 yılını ve LTCM isimli hedge fonunun batışının 25. yıl dönümünü de unutmamak gerekiyor. Bu olay, kaldıraçlı spekülasyonun tehlikelerini hatırlamak için iyi bir örnek bizce. FED’in 1998’deki ilk faiz indirimi, New York FED’in finans firmaları konsorsiyumu tarafından LTCM’ye yönelik 3,5 milyar dolarlık bir kurtarma paketi organize etmesinden yalnızca altı gün sonra, 29 Eylül’de gerçekleşti.

Aslında bu gördüğümüz, “çevre” ülkelerdeki krizin “merkeze” ulaşmasıydı. Öncesinde 1994 yılında FED'in sıkılaşması ve faizlerin yükselişiyle, Meksika'daki "Tekila krizinin" yani peso krizi ve tesobonosların çöküşü yaşanmıştı. 1997/98'de ise aslında ekonomik olarak pek birbirine benzemeyen ülkelerde yaşanan Asya krizi vardı.

Neyse, bu kadar tarih gezintisi şimdilik yeter. Bugüne geldiğimizde ne görüyoruz? Kısa vadede piyasalara bakıldığında, küresel riskli varlıklar aşırı satılmış görünüyor. Bu nedenle, çok kısa vadede bir tepki yükselişi görebiliriz. Bununla birlikte kısa vadede yaşanabilecek yükselişlerin daha düşük bir tepe oluşturmasını öngörüyoruz ve devamında yeni bir düşüş daha bekliyoruz. Kasım ayında biraz daha uzun süreli bir dip ve sene sonuna kadar uzanacak bir tepki yükselişi görebiliriz.

Yurt içinde ise daha önce de ifade ettiğimiz gibi ülke risk priminin düşmesini, derecelendirme kuruluşlarından görünüm ve hatta not yükseltmeleri beklemeye devam ediyoruz. Özellikle Eurobond ve hisse senetleri için olumlu beklentimizi sürdürüyoruz. Ancak Türk varlıklarındaki bu artışın düz bir çizgide devam etmeyeceğini, zaman zaman düzeltmeler görebileceğini öngörüyoruz. Bu nedenle seçici olmak gerekiyor.

#### 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.