

## Mağaradan Çıkış

*“Çünkü insan, her şeyi mağarasının dar yarıklarından görecektir.”*

-William Blake

Beklentimiz, S&P500'ü global risk iştahı açısından benchmark aldığımızda riskli varlıkların 4100-4200 civarını gördükten sonra gerilemesi, bu gerileme sırasında doların değer kazanması ve orta uzun vadede favori varlık sınıflarından biri olan altının gerilemesiydi. S&P500 hariç bu beklentiler kısmen gerçekleşiyor diyebiliriz. S&P500 konusunda yanılıp yanılmadığımızı ise zaman gösterecek ama beklentimizin arkasında durmaya devam ediyoruz.

Ancak *“Acaba hatalı olduğumuz, mağaranın dar yarıklarından baktığımızda gözden kaçırdığımız dinamikler var mı?”* diye kendi tezimizi de sorgulamak zorundayız. Mağaradan çıkıp bakış açımızı genişlettiğimizde, gördüklerimizi mümkün olduğunca basit ve analitik olarak anlatacak olursak şöyle bir durum ile karşı karşıyayız:

Piyasalarda şu an fiyatlanan; FED'in Haziran'da durması, sonra da indirim gitmesi. Her ne kadar Kashkari dahil birçok FED Başkanı son günlerde şahinçe mesajlar verse de durma kısmı özellikle FED Başkanı Jerome Powell'in açıklamaları sonrası olabilir.

Riskli varlıkların fiyatladığı önce durma sonra indirim durumu bize göre içsel olarak tutarlı bir beklenti değil. Enflasyon beklentilerinde ve kendisinde, özellikle de çekirdek ve hizmet enflasyonu bu kadar yüksek, hizmet sektörü ve istihdam bu kadar güçlüyken, faiz indirimi beklemek pek gerçekçi değil. Dolayısıyla bono piyasasının beklentisini, belki ciddi bir piyasa türbülansı beklentisi ile açıklamak mümkün. Adı üstünde; türbülans, riskli varlıkların topyekûn düştüğü bir piyasa ortamı demek. Fakat, hisse senetleri türbülans olmaz ama FED yine de faiz indirimi yapar fiyatlaması gösteriyor.

Bu arada, ABD endeksleri arasında ayrışma dikkat çekici ve büyük endekslerdeki performansın önemli bir kısmı 5-10 büyük teknoloji şirketi sayesinde oluyor. Ayrıca yüksek getirili bonoların da son yükselişi teyit etmemesi, önümüzdeki seyre ilişkin bir soru işareti.

S&P 500 borç tavanı konusu tatlıya bağlanır beklentisiyle bu hafta yüzde 1,6 yükselerek dokuz ayın en yüksek seviyesine geldi. Nasdaq 100'ün yüzde 3,5'lik haftalık artışı, yılbaşından bu yana yükselişi yüzde 26 seviyesine getirdi. Bu coşku havası sadece ABD piyasaları ile de sınırlı değil. Bu hafta yüzde 4,8 artışla, Japonya'nın Nikkei endeksi 1990'ın “balon dönemi” yüksek seviyelerine yükseldi. Avrupa'daki güçlü seyir de devam etti ve yılbaşından bu yana Almanya'nın DAX'ı yüzde 16,9, Fransa'nın CAC40'ı yüzde 15,7, İtalya'nın MIB'si yüzde 16,1 ve İspanya'nın IBEX yüzde 12,4'lük yükseliş kaydetti.

Bu arada borç tavanında uzlaşma, piyasalar açısından olumlu olsa da pek dikkat edilmeyen artacak bono ihraçları sonucu piyasadaki likiditeyi geri emmesi ve faizlerin yükselmesi gibi yan etkileri olabilir diye düşünüyoruz.

Tüm coşku içinde fiyatlanmayı bırak, üzerinde pek durulmayan bir senaryo daha var. O da FED'in Haziran'da faizi sabit bırakması ama yukarıda bahsettiğim sebeplerden ötürü kısa bir aradan sonra faiz artırımlarına tekrar başlaması. Banka çalkantısı hafiflemiş ve veriler bir resesyona işaret etmediği bir durumda, bu üzerinde durulmayan senaryo bizce gündeme gelebilir.

Daha önce de ifade ettiğimiz gibi; sanki iki farklı nötr faiz oranı var. Finansal sistem için fazla sıkı olan ve bankacılık sorunlarını tetikleyen nötr faiz oranı, hizmet sektörü ve istihdamın soğuması için gerekli olan faiz oranının altında. Yani FED, faiz arttırmaya devam etmez ise enflasyonu kontrol altına alması biraz güç gözüküyor. Gerçekten de finansal koşullar endekslerine baktığımızda, hiçbiri sıklık göstermiyor. Bu FED açısından önemli bir sorun ve önümüzdeki dönemin en önemli konusu olmaya aday. Nitekim 14 Haziran'da gerçekleşecek toplantının, hararetli tartışmalara ve görüş ayrılıklarına sahne olacağını düşünüyoruz.

Enflasyondaki katılık da sadece ABD'ye has değil. Euro Bölgesi enflasyonu Nisan'da yükseldi. BoE'den Bailey, Birleşik Krallıkta enflasyonun kalıcılığı riskine ilişkin uyarıda bulundu. Kanada'nın enflasyonu, Nisan'da beklenmedik bir şekilde yükseldi. Japonya'da bile enflasyonist baskılar devam ediyor. Japonya'da çekirdek tüketici enflasyonu, Nisan ayında merkez bankasının yüzde 2'lik hedefinin oldukça üzerinde kaldı. Buna rağmen BoJ Başkanı, güvercinçe mesajlar vermeye devam ediyor.

Küresel merkez bankası enflasyon mücadeleleri, koşullar sıkılaşıyorsa kadar başarısız olacak. Aslında gevşek küresel finansal koşulların açıklamasını, belki de merkez bankası bilançolarında aramak gerekiyor. Nitekim, merkez bankacılarının salgın sırasında yarattıkları multi-trilyonlar mertebesindeki likidite hala piyasalarda

dolaşiyor. Japonya Merkez Bankası'nın 5,5 trilyonluk dolarlık bilançosu, ilk çeyrekte yaklaşık yüzde 5 genişledi. ECB, 7.5 trilyonluk bilançosunu küçültme konusunda çok az ilerleme kaydetti. Japonya'da borçlanma maliyetleri sıfıra yakın kalırken; yen "carry trade" dinamikleri devam ediyor. Çin de ise kredi hacmi, yılın ilk dört ayında 2,45 trilyon dolar genişledi.

Yıllar boyu aşırı gevşek para ve maliye politikalar, politika yapıcıları, tüketici fiyat enflasyonu kontrol altında kaldığı sürece, sıfır oranların ve trilyonlarca para basmanın, BIS gibi kurumların eleştirilerine rağmen, zararsız olduğunu varsaydılar. Varlık enflasyonunun ve oluşan balonların sistemin kırılganlığını dikkate almadılar. Yıllarca süren spekülasyonların ardından merkez bankaları, tüm sistemi çökertmeden, spekülasyon balonları sistematik risk yaratmadan bir şekilde söndürmenin zorluğuyla karşı karşıya.

Uluslararası Finans Enstitüsü (IIF), küresel borçta devam eden artışı vurgulayan "2023 1. Çeyrek Küresel Borç İzleme" raporunu yayınladı. Raporunda dikkat çeken noktalar: "Küresel borç stoku 8,3 trilyon dolar artarak 305 trilyon dolara yakın rekor seviyeye ulaştı; yüksek borç seviyeleri ve yükselen faiz oranlarının birleşimi, borç servisi maliyetlerini yükselterek finansal sistemdeki kaldıraç konusunda endişelere yol açtı." "Gelişmekte olan piyasaların toplam borcu, 2019'da 75 trilyon dolardan 100 trilyon doları (veya GSYİH'nin yüzde 250'sini) aşan yeni bir rekor seviyeye ulaştı." "305 trilyon dolara yakın olan küresel borç, şu anda salgın öncesi seviyesinden 45 trilyon dolar daha yüksek ve hızla artmaya devam etmesi bekleniyor." "Özel borç piyasalarının yükselişi: Banka dışı finansal kuruluşlar (NBFL'ler) küresel kredi aracılığında önem kazanmaya devam ediyor. 'Gölge bankalar' şu anda finansal piyasaların yüzde 14'ünden fazlasını oluşturuyor ve büyümenin büyük bölümü, ABD yatırım ve özel borç piyasalarındaki hızlı genişlemeden kaynaklanıyor."

Bizim senaryonun gerçekleşmemesine sebep olacak olumlu bir ihtimal daha var. Gittikçe daha fazla sayıda fon yöneticisi ralliyi kaçıracağı korkusuyla trene atlar. Ekonomik veriler, ne aşırı sıcak ne de soğuk gelmeye devam eder. Şirket karları düşmez. FED, gerçekten de banka krizini "bir şeyleri kırdığına" ikna olur ve durma noktasından sonra faiz indirimlerine başlayacak kalıcı bir pivot gerçekleştirir. Bu, bizce olasılığı sıfır olmayan bir senaryo olmasına rağmen yine de düşük ihtimal taşıyor.

#### 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 dayanılarak 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 dayanılarak 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 kullanımı 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.