

## Rol değişimi

*Şayet o parçalar, kurtulmak istediğiniz bir dertse biliniz ki, o derdi kendi elinizle başınıza sarmışsınızdır ve onu hiçbir kimse size yüklememiştir.*

*Veya o parçalar, kovmak istediğiniz bir korkuysa, o korkunun yeri korkulanın eli değil, sizin kalbinizdir.*

*Şüphesiz ki her şey, varlığınızın içinde yarı yarıya kucaklaşarak hareket ediyor, sevilen ve kaçınılan her şey!*

*Bütün bunlar ışıklar ve gölgeler gibi çiftler çiftler içinizde ötüp dolaşılıyor.*

*Gölgeler soluklaşmaya ve kaybolmaya başlayınca, geride kalan ışıklar başka bir ışığın gölgesi oluyor.*

*Onun için, hürriyetiniz zincirlerini kaybettiği zaman, bizzat kendisi daha büyük bir hürriyetin zinciri oluyor.*

- Halil Cibran

Yılbaşından geçen haftaya kadar gördüklerimiz, aslında bir rol değişimiymiş, yani piyasalarda, makro veri tarafında “kötü haber eşittir iyi haber” gibi algılanıyordu. Varlık sınıfları için de genel anlamda varlık fiyat performansı, “geçen yılın kaybedenleri eşittir bu yılın kazananları” oldu. Özellikle Avrupa ve Asya borsaları, neredeyse dikey bir yükseliş yaşadı. Avrupa, ABD’den daha iyi performans gösteriyor; gelişmekte olan ülkeler, gelişmiş ülkeleri geride bırakıyor; hisse senetleri, tahvillerden daha iyi performans gösteriyordu. Fakat geçen hafta Çarşamba açıklanan zayıf ABD verilerinden sonra tekrar “kötü haber eşittir kötü haber” haline geldi ve riskli varlıklarda satış baskısı hissedildi. Önümüzdeki günlerde bir rol değişimi daha görür müyüz bilemiyoruz. Geçen Cuma günü put/call rasyolarının çökmesi, VIX’in gerilemesi, bu yönde sinyaller olsa da Cuma günü yüksek getirili bonoların performansı bu yönde değildi. Kısa vadede ne olacağını kestirmek güç ve bu hafta gelmeye başlayan şirket finansal sonuçları ve geleceğe ilişkin paylaşacakları beklentileri belirleyici olacak ama bizce ana çerçeveye değişmedi.

Peki bu noktada ana çerçeve ne? Tüm bu olup bitenlerden nasıl bir anlam çıkarmalıyız? Federal Rezerv büyük bir ikileme karşı karşıya, piyasaların da kafası karışık. Aslında piyasalar, tam olarak FED’in istemediklerini yapıyor. Muhtemelen FED yetkilileri, piyasaları finansal koşulları gevşetmemeye ikna etmek için gerekli sözlü yönlendirmeyi sürdürürken, agresif oran artışlarından kaçınmayı umuyorlardı. Bloomberg ABD finansal koşullar endeksi, son bir senenin en gevşek koşullarına işaret ediyor. Belki de modern piyasalarda, özellikle momentum ve trend takipçisi yatırımcıların ağırlığı nedeniyle piyasa yapısı bu tip “ince ayarlara” uygun değildir.

Fakat piyasalardaki yükselişin finansal koşullarda gevşemeye sebep olduğundan dolayı FED’in çok hoşnut olmadığını düşünebiliriz. Tam da bu “kötü haber eşittir iyi haber” rol değişimi çoşkusu yaşarken Bullard’dan şahince açıklamalar gelmesi de bizce tesadüf değildi. Piyasalarda kısa bir duraksama sonrası yoluna devam etmeleri de “ince ayarın” ne kadar zor olduğuna dair bir işaret olabilir.

Hisse senedi piyasaları, TINA (alternatif yok) ve TIAA (alternatif var) arasındaki rol değişimine uyum sağlamakta zorlanıyor. Bunun biraz da geçmişteki çerçeveye takılıp kalmakla alakalı olduğunu düşünüyoruz. Halbuki koşullar değişti. Örneğin ECB deposit oranı bir sene zarfında negatif yüzde 0.5’ten yüzde 2’ye yükseldi ve ECB’nin, Lagarde ve Knot’un şahince açıklamalarından da anladığımız kadarıyla, önümüzdeki dönem yüzde 3 veya üstüne kadar gelecek.

Koşulların değiştiğine dair başka verebileceğimiz başka örneklerde şöyle: Birkaç sene öncesine kadar 18 trilyon mertebesinde olan negatif faizli bono miktarı artık sifıra düştü. Euro IG (yatırım yapılabilir) bonolar yüzde 4 civarında muadili ABD bonolarının faizi yüzde 5 civarı ki ki bu FED’in termi nal faiz hedefine de yakın. Kaldı ki bu şirket bono faizlerinin yaklaşmakta olan resesyonda spread genişlemesi nedeniyle daha da artması beklenmeli.

FED’in yaptığı tek şey faiz yükseltmek değil, aynı zamanda QT’ye (niceliksel sıkılaştırma) de devam ediyor. FED, burada ayda 95 milyar dolar hızında gidiyor. Perspektif açısından, banka rezervleri tehlikeli bir şekilde azaldığı için FED’in durmaya zorlandığı 2018-2019 yılları arasında kümülatif QT 700 milyar dolardı.

En basit haliyle ikilem şurada: Geçen sene sıkılaştırmanın piyasalar üzerindeki etkisi önemliydi, ancak ekonomiler üzerindeki etkisi henüz tam olarak hissedilmedi. Conference Board, öncü ekonomik göstergelerdeki gerileme, yüzde 6 ile Haziran 2020’den beri en yüksek gerilemeye işaret ediyor. Yani şu ana kadar hissedilmeyen bu etkiler yola çıktı ve geliyor. Eğer gelmezlerse, ekonomide yeterli bir etki oluşana kadar daha fazla ve/veya uzun süreli sıkılaştırma gerekecek. FED enflasyon konusunda ciddi ise -ki biz ciddi

olduğunu düşünüyorum- ücret enflasyonunu sürdürülebilir bir şekilde tutarlı düzeye indirmek için kısa ve yumuşak bir durgunluk, büyük ihtimal yetmeyecektir. Daha uzun süreli ve sert bir resesyon ise, -ki bizim beklentimiz bu yönde- şirket karlarını muhtemelen yüzde 20 aşağı çekecektir.

Resesyonun hafif olması veya hiç olmaması durumunda dahi kar beklentileri yüksek gözüküyor. Şirketlerin operasyonel kaldıracı küçümseniyor gibi düşünüyoruz. Öte tarafta ne Atlanta FED'in ücret endikatörü ne de öncü veriler ücretlerdeki artışın FED'in işini kolaylaştıracak gibi durmuyor.

Bu arada Çin'in yeniden açılması küresel ekonomi büyüme dinamikleri açısından olumlu fakat bu açılmanın zaten arz tarafı sıkıntılı emtia talebini artırıp emtia fiyatlarında yükselişe sebep olması yıllık bazda enflasyon gerilemeleri de sınırlandırıp, merkez bankalarının işini iyice zorlaştırabilir. Nitekim petrol ve bakır fiyatları, yılbaşından beri yüzde 15 civarı arttı.

Velhasıl yılbaşında gördüğümüz coşkulu hava, bizim görüşlerimizi de değiştirmede. 16 Ocak'ta yayınladığımız "Taktiksel Esneklik & Seçici Yaklaşım" başlıklı hisse görünüm strateji raporunda da değindiğimiz gibi küresel riskli varlıklarda, Şubat/Mart aylarında geri çekilme bekliyoruz. Ardından tepki yükselişi ve esas daha büyük düşüşün yaz aylarında bir dip ile son bulacağını inanıyoruz.

Yine de yılın ilk yarısında zigzaglı da olsa, yılın geneli itibarıyla riskten kaçış fiyatlaması beklesek de, 2023'ün tamamı için, bir yıl öncesine göre daha olumluuz. Yazın FED'in politika dönüşünün ardından dolardan riskli varlıklara, gelişmekte olan ülke varlıklarına, özellikle bakır olmak üzere emtiaya, değerli metallere ve yüksek getirili bonolara geçme zamanı gelecek. 2022'de küresel piyasalardan olumlu ayrışan BİST' için de yılın ilk altı ayında geniş bir bant içinde dalga boyu yüksek ve geçen seneye nazaran daha iki yönlü bir piyasa beklentimizin de arkasındayız.

#### 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.