

Sihirli fener

Sihirli fener gösterisi, geçmiş dönemlerde çoğu zaman eğlence amacıyla kullanılan bir gösteriydi. Aslında bugünün televizyonuna benzer şekilde kullanılıyordu ve hayal gücünde simülasyonlar yaratıyordu.

Jung gibi psikologları tarafından kullanılan "yansıtma" metaforunun, bu sihirli fener gösterilerinden esinlendiği iddia edilir.

Sihirli fenerin içindeki görüntü, dışarıya yansıtıldığında sanki oradaymış gibi görünür ama bu sadece görüntüdür, gerçeğin kendisi değil. Yine de ikisini birbiriyle karıştırmak mümkündür.

Peki sihirli fener gösterisinden çıkmanın, görüntü ile gerçeği ayırt etmenin bir yolu var mı? Jung ve Schopenhauer, cevabın "evet" olduğunu savundu. Bu da sihirli feneri komple rafa kaldırmak değil, projeksiyon ve gerçeği ayırt etmenin yollarını bulmakla ilgiliydi.

Yani bildiğimizi sandığımız şeyler ile gerçekte bildiklerimiz arasındaki farkın farkına varmak, görüntü ve gerçek arasındaki ayrımı yapabilmeyen ilk koşulu. Schopenhauer'e göre kendi projeksiyonlarımız ve temsillerimizin gerçek olduğu konusunda ısrar etmek yerine, karşılaştığımız şeylere dikkat edip yerleşmiş düşünce alışkanlıklarımızın farkında olmalıyız.

Benzer bir durum ve farkındalık ihtiyacı piyasalarda da önemli. Baktığımız endikatörler, kullandığımız modeller, yapılan projeksiyonlar ve tahminler var ama bunların hiçbiri gerçeğin kendisi değil. Hatta varlık fiyatları da çoğu zaman gerçek değeri yansıtmıyor. Bunların farkında olmak ve her zaman açık fikirli kalabilmek önemli.

Asıl olan, varlık sınıflarının performansını en fazla etkileyen şey yatırım konjonktürünün veya ortamın ne olduğudur. Konjonktürün neresinde olduğumuza bağlı olarak, yatırımcının nasıl davranması gerektiği daha net şekillenir. Bu konjonktürün de gerçekte tam olarak ne olduğunu hiçbir zaman kesin olarak bilmek mümkün değil ama yansımalarından yola çıkarak tahminler yürütmek mümkün.

Şu anki konjonktürün ne olduğu, ileride ne olacağından daha önemli. Bu anlamda ekonomiyi çoğu zaman doğru tahmin etmek mümkün değil ama yatırım stratejisi açısından makul olan, konjonktürü artan veya düşen olasılıkları yol boyunca değerlendirmek ve buna göre konuşlanmak.

Bu bağlamda, Ekim sonu Kasım başı gibi başlayacak konjonktürün "Goldilocks" yani ne aşırı ısınan ne de resesyon görüntüsü veren, enflasyonun gerilediği olumlu bir yatırım ortamı olmasını bekliyorduk. O tarihten bu yana varlık sınıfları, hisse senetleri, bonolar, değerli metaller sürekli olarak yükseliş kaydetti. Bir süredir içinde bulunduğumuz "Goldilocks" rejimi devam ediyor ama gelişmiş ülke hisse senetlerinde, özellikle ABD'de de bazı aşırılıklar göze batıyor ki bu kısa vadede bir düzeltme riskini artırıyor. Tekrarlama pahasına da olsa konjonktürün ne olduğunun özellikle orta vade açısından daha önemli olduğunu onun da henüz değişmediğini belirtelim.

Aşırı iyimserliğe işaret eden veriler arasında ABD orijinli bir yatırım bankasının her ay düzenlediği anketlerin sonuncusunda, fon yöneticilerinin nakit oranını Ocak 2022'den bu yana en düşük seviyesine gelmiş olması, put/call rasyosunun 0.5 civarı gibi düşük bir seviyeye gerilemesi, Vix'in son üç aylık ortalamasının altına gerilemiş olması, All anketinde iyimser olanların 51 ile Nisan 2021'den bu yana en yüksek seviyeye ulaşması gibi şeyler var. Bu aşırılıklar, kısa vadede bir düzeltme riskini artırıyor. Belki de son günlerde kur volatilitesindeki artış, bir düzeltmenin öncü göstergesi.

Piyasalarda bunlar olurken sorulması gereken bir soru, "FED, ekonominin durgunluğa doğru gideceğini düşündüğü için mi faiz indirimi sinyali veriyor?". Yoksa başka bir şeyin olduğunu, belki de güçlü bir verimlilik artışının büyümenin fazla aksamadan enflasyonun hedeflerine ulaşmaya devam edeceğini mi düşünüyorlar? Bizce bu, piyasalar açısından kritik bir soru.

Bizce cevap ikincisi ve bunu son ekonomik projeksiyonlarına bakarak çıkarabiliriz. Bir yavaşlama veya işsizlik oranında önemli bir artış tahmininde bulunmuyorlar. Yani FED, genel olarak ekonomide bir durgunluğun başlaması ihtimalinin oldukça düşük olduğunu düşünüyor. Şimdilik piyasalar da düşük bir durgunluk olasılığının olduğunu söylüyor ve fiyatlamalar ona göre yapılıyor.

Esas sorun, hisse senetleri dahil çoğu riskli varlığın "Goldilocks'un devamını" fiyatlamış olması. Şu an verilere baktığımızda hala bu "Goldilocks" konjonktürü içindeyiz. Sorun şu ki, bunun devam edeceği görüşü üzerinde çok güçlü bir fikir birliği var.

2023'te gördüğümüz şeydu: Enflasyonda iyileşme görülürken ve işgücü piyasaları sıkı kalırken, küresel büyüme dirençli kalmayı sürdürdü. Küresel ekonominin dayanıklılığı, güçlü tüketici harcamaları ile sıkı işgücü piyasaları arasında kısmen kendi kendini güçlendiren bir dinamiğe sahip olması sayesinde gerçekleşti.

Fakat 2024 yılında küresel büyümenin yavaşlayacağını düşünüyoruz. Merkez bankalarının uyguladığı hızlı faiz artışlarının, daha az gevşek maliye politikaları ve daha az sıkı işgücü piyasalarıyla birlikte ekonomik büyümeyi yavaşlatmasını bekliyoruz. Özellikle gelişmiş piyasa ekonomilerinin, AB ve ABD'de resesyon görülme olasılığının olduğunu düşünüyoruz.

Çekirdek ve hizmet enflasyonundaki düşüşün daha sınırlı ve yapışkan olmaya devam ettiği görülüyor. Bu, piyasanın şu anda beklediğinden daha az faiz indirimine yol açabilir. Atılan adımların çekirdek ve hizmet enflasyonunda düşüşe yol açmaması durumunda merkez bankaları, yüksek çekirdek ve hizmet enflasyonuna rağmen faiz indirmek veya sıkı politikaları daha uzun süre sürdürmek arasında zor bir seçimle karşı karşıya kalacak.

Bizim görüşümüze göre resesyon olasılığı normalden daha yüksek ancak yumuşak iniş ihtimali de göz ardı edilemez. Yumuşak iniş sağlanabildiği ölçüde, faiz indirimlerinin ertelenmesi muhtemeldir. Euro Bölgesi'nde beklediğimiz resesyonun, muhtemelen FED ile aynı dönemde Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB) faiz indirimlerine yol açması muhtemel.

Merkez bankaları arasında Japonya Merkez Bankası (BOJ) farklı bir strateji izleyerek, enflasyon yükselirken bile negatif politika faiz oranlarını korudu. 2024'ün sorularından biri, BOJ'un YCC'den çıkıp çıkmayacağı olacak.

Bir durgunluk görürsek bunun derin yani sert iniş mi yoksa sığ mı olacağı önemli. İlki, volatilitelerin ve spread'lerin genişlediği piyasalarda riskin azaltıldığı bir ortam olur. Bu, özellikle sert inişin iflaslara yol açması halinde, gelişmekte olan piyasalar da dahil olmak üzere riskli varlıklar için oldukça zorlu bir ortam oluşturabilir. İkincisinin gelişmekte olan piyasalar için illaki kötü olması gerekmiyor. Çünkü potansiyel olarak daha geniş spread'ler genel olarak daha düşük gelişmiş ülke piyasa faizleri ile telafi edilebilir.

Türkiye ekonomisine baktığımızda, politika yapıcılarının üzerinde en fazla durduğu konulardan birinin iç talebin düşürülmesi olduğunu görüyoruz. Türkiye ekonomisi üçüncü çeyrekte yıllık bazda yüzde 5,9 büyürken, çeyrek bazında büyüme bir önceki çeyreğe göre belirgin bir şekilde yavaşlayarak yüzde 0,3'e gerilemişti. Ancak eldeki veri seti ile iç talebin istendiği gibi yavaşlayıp yavaşlamadığına dair yeterince işaret yok. Sanayi üretimi tarafında, Ekim ayı itibarıyla son dört aydır üst üste aylık bazda düşüş var. Bu nedenle, yavaşlama sanayi üretimi tarafında daha belirginken hizmet ve iç tüketim tarafında sinyaller daha karışık. Örneğin, Ticaret Bakanlığı verilerine göre Kasım ayında tüketim malları ithalatında yıllık bazda yüzde 40'a yakın bir artış yaşandı. TÜİK verilerine göre de Ekim'de perakende satış hacmi yıllık bazda yüzde 13,7 aylık bazda ise yüzde 2 arttı. Tüketici güven endeksi de Ağustos'tan bu yana yükseliyor.

Piyasalar tarafına baktığımızda, özellikle bu seviyelerde gelişmiş piyasa hisse senetlerini genel olarak cazip bulmuyoruz ancak bazı seçici riskler almak mantıklı olabilir. Hisse senedi EPS büyüme tahminleri yüksek görünürken, kredi spread'leri dar ve oynaklık düşükken, durgunluğun önleneceği konusunda güçlü bir fikir birliği var gibi görünüyor. Dolayısıyla yumuşak inişte bile riskli varlıklarda yükselişin sınırlı olabileceğini düşünüyoruz. Daha önce de bahsettiğimiz gibi veriler yakın vadede bir geri çekilmeye işaret ediyor ancak Goldilocks'ta kaldığımız sürece düşüşlerin satın alınması muhtemel.

Sert inişten kaçınıldığı sürece, özellikle değerlemeler ve konumlandırma göz önüne alındığında, Türkiye'nin de aralarında bulunduğu, gelişmekte olan piyasalar için risk ödülünün gelişmiş piyasalara göre daha olumlu olduğunu düşünüyoruz.

Başta altın olmak üzere değerli metalleri, favori varlık sınıflarımızdan biri olarak görmeye devam ediyoruz.

Türk varlıklarına ilişkin olarak, hisse senetleri ve eurobond'lar konusunda orta uzun vadede yapıcı ancak seçici, lira ve yerel tahviller konusunda ise nötr kalıyoruz. Yatırımcıların daha seçici ve taktiksel olmaya devam etmesi gerekiyor. Son verilere göre yabancı yatırımcılardan hisse senetlerine, devlet bono ve tahvillerine girişin devam ettiğini görüyoruz. Yabancı ilgisi eşliğinde rezervler artarken, CDS spread'i, lokal bono faizleri ve eurobond faizleri gerilerken hisse senetlerinin bir düzeltme içinde olmasını artan mevduat faizleri ve halka arzlar ile kısmen açıklamak mümkün. İleriki dönemde Türkiye risk priminde iyileşmenin devamının ve reyting şirketlerinden sadece görünüm değil, not artışının da gelebileceğini düşünüyoruz.

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 kullanımını içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayımlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.