

Gerçeğin Çölü

“Senin kimliğin, seni başkalarından ayırtıran şeydir. Fakat ‘identity’ kelimesinin kökeni aslında aynılık anlamına gelir. Latince ‘idem’, aynı anlamına gelir; ‘identidem’ de tekrar tekrar anlamına gelir. Yani seni tekrar tekrar aynı yapan, seni diğerlerinden ayırandır. İçsel aynılık, dışsal farklılığın ön koşuludur. Sağ beynin sağlıklı fonksiyon edememesi örneklerinde gördüğümüz gibi, form ve paternleri bir arada tutan bağ koptuğu zaman senin kimliğin de yok olur. Bunun sonucu ise artık kendine has olmaman ve tekrar üretilebilecek olman... Bir şeyi olduğu gibi görebilmek denge gerektirir. Bir yandan olanı kendine has görmek ve hiçbir şeyin tıpa tıp aynı olamayacağını anlamak. Öte yandan da bu kendine has olma özelliğinin, tüm gerçekliğin neresine oturduğunu anlamak. Bunun için ise genellemelere ihtiyaç var. Kendine has olmak ve genellemeler arasındaki dengeyi bulmak ise her zaman aynılık ve farklar arasında denge gerektirir.”

*Iain McGilchrist, “The Matter With Things: Our Brains, Our Delusions and the Unmaking of the World”

Çok fazla haber var. Çok fazla veri var. Bunların onda birini takip etmek bile yorucu. Peki gerekli mi? Hatta karar almayı güçleştirdiği için faydadan çok zararı olabilir mi? Ya Baudrillard haklıysa? O zaman, tatsız ve sıkıcı da olsa “gerçeğin çölünde” olmak daha mantıklı değil mi?

Çok kısa parıltılar şeklinde olsa da piyasalarda Borges’in Alef’i gördüğümüz anlar var mı?

Bazı zamanlar bir haberin veya verinin kendisi kadar, piyasaların buna verdiği tepki de önemli ipuçları içerebiliyor. FED, son toplantısında faiz artışlarında ara verme -illa ki durma değil- noktasına geldiğini ima ettiyse de FED Başkanı Powell, özellikle faiz indirim beklentilerini püskürtmeye çalıştı. Konut dışı hizmet sektöründeki katılığa dikkat çekmesi de ilginç bir detay.

Yılbaşıdan bu yana FED pivotu beklentileriyle yükselen piyasaların FED’in bu ara verme işareti karşısında gerilemesi bizce ciddiye alınması gereken, piyasalardaki temanın değiştiğine dair bir ipucu. Tarım dışı istihdam verisinin aslında bariz bir şekilde FED’in işini güçleştirecek bir veri olmasına rağmen piyasanın bunu coşku ile karşılaması da piyasalarda esas temanın yavaş yavaş büyüme tarafına kaydığına dair başka bir minik ipucu. Yani “iyi haber eşittir olumlu piyasa” reaksiyonu çerçevesindeyiz.

Banka CDS spreadlerindeki artışı da önemsiyoruz. Daha önce de bahsettiğimiz gibi piyasalarda yakın zamanda başlayacak bir resesyon fiyatlamaya temasının ön plana çıkacağını düşünüyoruz. Veriler henüz net bir şekilde resesyona işaret etmese de borç tavanı yükseltme konusunu hesaba katmadan bile zaman içinde bunun değişeceğini düşünüyoruz.

Geçen hafta, ABD tarihinin ikinci en büyük banka iflası yaşandı. Özellikle banka hisselerinde devam eden zayıflık, bizce bu temanın daha geniş anlamda fiyatlanmaya başlayacağını öncü göstergelerinden biri. Bu konuda da FED yetkililerinden ve JP Morgan CEO’su Dimon’un yorumlarından ziyade Bill Ackman’ın bakış açısının daha doğru olduğunu düşünüyoruz. Powell, her ne kadar “*Bu olaydan doğru dersler çıkarmaya kararlıyız ve bunun gibi olayların bir daha olmasını önlemek için çalışacağız*” dese de bankalardaki sorunu sadece beceriksiz yöneticilerin işi diye açıklamak bizce doğru değil.

Konu, büyük oranda yıllarca sifıra yakın faiz ortamında alınan risklerin, faizlerin yükselmesiyle birlikte gün yüzüne çıkmasıyla ilgili. Mevduattan daha cazip oranlar sunan para piyasaları fonlarına akımın devam etmesi de sektörde suların kolay kolay durulmayacağını işaretlerinden biri. Bölgesel banka endeksinin son bir ayda yüzde 16’ya yakın gerilediğini gördük. 2008 benzeri bir kriz beklemesek de, sürekli tekrarlanan “bankalar sağlam” ifadelerinin bize 2008 öncesi subprime kontrol altında ve diğer yerleri etkilemez söylemini hatırlattığını söylemeden geçemeyeceğiz. Bu arada Gallup’a göre ankete katılan Amerikalı mudilerin yüzde 48’i mevduatlarının güvenliği konusunda endişeli. Bu oran Lehman’ın battığı Eylül 2008’den daha yüksek bir oran.

Son US senior loan officers' opinion survey (SLOOS) anketine göre, bankalar ticari ve endüstriyel kredilerin orta ve büyük şirketler için stantlarında yüzde 46 (4. Çeyrek yüzde 44.8) ve küçük firmalar için yüzde 46.7 (4. Çeyrek yüzde 44.8) oranında sıkılaşmaya işaret ediyor. Aynı ankete göre, bankaların ticari ve endüstriyel kredilerine talep yüzde 55.6 ile 2009’dan beri en düşük seviyesine geriledi. Bu anketin Silicon Valley bankasının batışı öncesi yapıldığını da belirtelim.

FED’in birkaç gün önce yayınladığı Finansal İstikrar raporunda şu ifade dikkatimizi çekti: “*Ekonomik görünüm, kredi kalitesi ve fonlama likiditesi, bankaların ve diğer finansal kurumların ekonomiye kredi arzını daha da daraltmasına yol açabilir.*”

Amerikan Bankacılar Birliği geçen hafta, “temel finansal gerçeklerden kopuk” olduğunu iddia ettiği banka hisselerinde, düşüşe karşı açığa satışları soruşturmaya çağırdı. Açığa satış yasaklarının faydadan ziyade zarar

verebileceğini düşünüyoruz. 19 Eylül 2008 tarihinde SEC, finans kuruluşlarında açığa satışlarını yasakladı. Bu ilk başta finansal hisselerde sert tepki yükselişine sebep olduysa da temel dinamikleri değiştiremedi. Nitekim ilk coşku sonrasında bankacılık endeksleri iki-üç haftalık zaman zarfına yüzde 40 civarı gerilemişti.

Günümüze gelecek olursak, şu an düşen hisse risk primlerine bakarak bırakın resesyonu, büyümede yavaşlamayı bile fiyatlamayan hisse senetleri var. Önümüzdeki haftalarda muhtemelen şöyle bir atmosfer içinde olacağız: Zayıf devam eden banka hisseleri performansı ve bunun diğer sektörlere de yayıldığı ve resesyon fiyatlamasıyla birlikte riskli varlıkların topyekûn gerilediği bir piyasa ortamı. Borç tavanı konusunun da gittikçe daha fazla piyasa gündemine gelmesi olası. O konuda, bir son dakika uzlaşması beklesek de müzakerelerin çetin geçeceğini ve Yellen'in işaret ettiği 1 Haziran yaklaştıkça piyasa stresinin artmasını bekliyoruz.

Hisse senedi risk primi keskin bir şekilde düştü ki bu genelde ekonomi durgunluktan çıkarken olur, kötüleşen kredi ve para arzı göstergeleri, önümüzdeki büyüme ivmesinde bir zayıflamaya işaret ediyor. Daha zayıf büyümenin, daha yüksek risk primine ve daha düşük şirket karlarına dönüşmesini bekliyoruz ki bu da küresel riskli varlıklar için aşağı yönlü baskı beklentimizin arkasındaki birkaç varsayımlar arasında bulunuyor.

Nitekim resesyon fiyatlaması ile dolarda trend karşıtı bir güçlenme eğilimiyle beraber riskli varlıkların gerilediği bir piyasa ortamı bekliyoruz. Favori varlıklardan biri olarak görmeye devam ettiğimiz altın bile dolardaki güçlenme eğilimi ile gerileyebilir ama buradaki düşüşleri alım fırsatı olarak görmeye devam ediyoruz.

Böyle bir piyasa düşüşüne ise dünyanın aşağı yukarı her yerinde imalattan ayrılan hizmet sektörünün güçlü seyri, maaş artışları ve çekirdek enflasyon bu kadar yüksekken FED'in hemen faiz indirimleriyle imdada koşacağı beklentisi ise bizce çok gerçekçi değil. Powell'in faiz indirimleri ile ilgili soruya verdiği cevap da bu görüşümüzü doğruluyor. FED'in faiz indirimlerine gitmesi, verilerden ziyade finansal istikrarsızlıkla alakalı olmak durumunda. Önümüzdeki haftalarda beklediğimiz piyasa türbülansı ve sistematik riskler ise FED'e bu mazereti verebilir. Bizce, piyasaların FED'in elini zorladığını anlamak önemli. Piyasa koşulları, son aylarda anlamlı bir şekilde gevşedi. Bu, FED'in enflasyon mücadelesi açısından zorluk yaratıyor.

Avrupa Merkez Bankası (ECB), Eylül 2008'deki son 25 baz puanlık artışı nedeniyle hâlâ eleştiriliyor ve ECB'nin bu minvalde şahinçe ilerlemesi de tepki çekiyor. Hyman Minsky'nin yıllar önce uyarımış olmasına rağmen, nedense öncesinde yıllar boyunca yaşanan spekülasyon dinamikleri ile yaratılan balonlar göz ardı ediliyor. Bu tip noktalarda, öncesine de bakmak gerekiyor. Sorun, çoğu zaman bir önceki sanal refah ve coşku dönemi. Aşırı kredi genişlemeleri, devam eden muazzam parasal genişlemeye bağımlı kırılgan sistemler yaratır. Şişirilmiş varlık piyasası, balonlar, giderek artan miktarda spekülasyon krediyeye bağımlı hale gelir. Ekonomik yapı, ekonomik mantığı olmayan spekülasyon dinamikleri ile sürdürülemez hale gelir. Bu uyumsuz ve kırılgan yapı, kredi koşullarının sıkılaşmasına karşı savunmasız hale gelir. Piyasalarda türbülans ve sistematik riskin ciddi manada arttığını düşünüyoruz.

2007 yılında, yani krizden yaklaşık bir ay önce, o zamanki Citigroup Başkanı, *“Likidite koşullarının sıkılaşacağını biliyoruz ama müzik çaldıkça dans etmeye devam etmemiz gerekiyor”* demişti. Yeats'in *“dansçı ve dansı nasıl ayırt edeceğiz?”* sorusunun cevabını da ancak müzik durduğu zaman öğreneceğiz.

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.