

2022'ye Bakış

Yanan bir keman eşliğinde güzelliğinle dans et,

Paniğin içinden geçip güvenli hale gelene kadar beni bir zeytin dalı gibi kaldır ve eve dönüşüm yolculuğumda güvercinim ol,

Sevginin sonuna kadar dans et benimle.

- Leonard Cohen

Bir yıl önce Türkiye ve dünya ekonomisinin tahmin edilenden hızlı büyüyeceğini ve enflasyonun küresel ölçekte en önemli tema haline geleceğini söylemiştik. Bu görüşlerimiz doğrultusunda da stratejik olarak bono ve tahviller için olumlu olmayan, emtialar ve döngüsel hisse senetleri için ise olumlu olan bir duruş benimsedik. 2021'de en çok beğendiğimiz varlık sınıfının emtialar olduğunun da sık sık altını çizdik. Genel itibariyle 2021 yılı hem büyüme verilerinin hem de ekonominin yukarı yönlü sürprizler yaptığı ve ana varlık sınıfları arasında emtiaların en iyi performans gösterdiği bir yıl oldu.

Daha önce de ifade ettiğimiz gibi; 2022, muhtemelen riskli varlıklarda ve özellikle de gelişmiş hisse senetlerinde 2009 sonrası gördüğümüz boğa piyasasının bitişini görebilir diye düşünüyoruz. Bununla birlikte, 2022 yılı muhtemelen en az üç farklı mini boğa ve ayı piyasa ortamlarını göreceğini öngörüyoruz.

Makro açıdan bakıldığında, 2022'nin Türkiye'de ve dünyada biraz daha düşük enflasyonla birlikte daha yavaş bir büyüme yılı olmasını bekliyoruz. Bununla birlikte, yıllık enflasyondaki düşüş, muhtemelen daha çok ikinci yarıyı hikâyesi olacaktır. Beklenen büyüme yavaşlamasının resesyona dönüşmesini beklemiyoruz. Dolayısıyla yüksek yıllık enflasyon ortamında daha yavaş büyüme, hem Türkiye hem de dünya için baz senaryomuz. Bu ortamı daha önce hafif stagflasyon olarak adlandırmıştık ve 2022, muhtemelen hafif stagflasyonist bir çerçeve içinde cereyan edecek.

Her ne kadar geçmiş yıl ortalamanın üzerinde seyretse de para tabanlarına baktığımızda hızlı büyüme dönemi sonrası yıllık bazdaki artış hızlarında ivme kaybı gözleniyor. Pandemi dönemi alınan olağanüstü parasal ve mali tedbirler geri çekilirken dünya ekonomisi yavaşlayacak, bu ivme kaybı ve baz etkileri enflasyonu da aşağı çekecek. Ancak süreç düz bir çizgi şeklinde, sorunsuz bir biçimde yürümeyecektir. Çin'in uzun bir aradan sonra hafif mahcup da olsa gevşemeye gitmesi, küresel büyümeyi, emtiaları ve emtiacı şirketleri özellikle de madencilik destekleyecek ve bize göre enflasyondaki düşüşü de sınırlandıracak. Güvercin duruşunu devam ettiren bir Avrupa Merkez Bankası (ECB) ve bununla birlikte gelen Euro'daki değer kaybına ek olarak daha güçlü Çin büyümesi, muhtemelen Euro bölgesindeki ekonomik toparlanmanın yeniden duraksamasına yardımcı olacak. Almanya gibi Çin'e ihracat yapan ülke ve ilgili sektörler bu durumdan faydalanabilir. Almanya'nın önemli ihracat pazarımız olması nedeniyle böyle bir gelişmenin bizim için de fırsatlar yaratabileceği görüşündeyiz.

Genel itibariyle gördüğümüz bu çapraz akımları, finansal piyasaların nasıl ve ne zaman fiyatlayacağını öngörmek zor ama yine de yanılma riskini alıp denemek zorundayız:

Dünya çapında aritmetik ve optik olarak ekonomik büyüme 2022'de daha zayıf görünecek; ancak enflasyonun, 2022'in ikinci yarısından itibaren düşmesi muhtemel.

ABD'de konut fiyatlarının TÜFE'ye etkisi, hesaplama yöntemleri nedeniyle gecikmeli olarak etkisini göstermeye devam etmesi ve yıllık enflasyonu yüksek tutması mümkün ama yıllık bazda TÜFE'nin şu anki seviyelerinden ciddi oranda artmayacağını düşünüyoruz. Türkiye'de ise TL'deki değer kaybının ve maliyet yönlü fiyat artışlarının da etkisiyle Mayıs / Haziran'da yıllık enflasyonun yüzde 40'ın üzerinde zirve yapması muhtemel. Bu etkilerin azalması, kurda stabilite ve baz etkisi ile yıllık enflasyonun yılın ikinci yarısında gerileyebilir. Bu enflasyon patikası, ileriye yönelik güçlü bir yönlendirme ve beklentilerde iyileştirmeler olmadan, piyasada oluşan faiz oranlarında bir düşüşü daha zor hale getiriyor ve yurt dışındaki faiz yükselişine paralel şekilde piyasa faizlerinin artmaya devam etmesi olasılığını güçlendiriyor. Bu arada, baz etkileri ve dövizdeki değer kaybı ve finansal koşullarda yaşanması, muhtemelen sıkılaşma ile GSYİH büyümesinin 2022'de geçen seneki tahmini yüzde 8,5'ten yüzde 3 ya da 4'e yavaşlaması söz konusu olabilir.

Çin'den gelen gevşeme ivmesi, gelişmekte olan ülke varlıklarının değerlemelerinin gelişmiş ülkeler nazaran daha cazip olması, başta Çin hisse senetleri olmak üzere bazı EM varlıkları için avantaj. Fakat FED havlu atana kadar gelişmekte olan ülke performanslarında ciddi ayrışmalar görmemiz muhtemel. FED'in önümüzdeki aylardaki tutumu ise bizce en önemli konulardan biri.

Daha önce de ifade ettiğimiz gibi; bizim görüşümüz, enflasyonun dünya çapında ve özellikle ABD'de sosyal ve ekonomik öncelikli bir sorun haline geldiği yönünde. Bu nedenle, FED'in çıktığı sıkılaştırma yolundan geri adım atma eşiği daha yüksek. Farklı bir şekilde ifade edersek, piyasalarda yaygın olarak varlığı kabul edilen üstü kapalı FED'in put opsiyonunun strike fiyatı şimdiki seviyelerin çok altında gibi duruyor.

Tahvil getirileri, özellikle kısa uçtaki yükselişlerini (ABD 2 yıllık bono faizleri son dört ayda dört katına çıktı) sürdürürken, uzun taraf daha az yükselir, yani verim eğrileri daha yüksek seviyelerde yataylaşabilir diye düşünüyoruz. Özellikle lokomotif ABD borsaları katılımındaki bozulma, yükselen nominal ve reel faizler ve değerlemelerin ucuz olmaması göz önüne alındığında, ABD hisse senetleri için risk getiri dinamikleri bozuluyor. Fakat trendin hala olumlu olması, hem şirket hem hane halkı bilançoların güçlü olmaya devam etmesi, ayrıca pozisyonlanma ve psikolojinin henüz çok uç noktalara ulaşmış gibi görünmemesi nedeniyle, bu piyasalarda topyekûn kötümser olmak için henüz erken olduğunu düşünüyoruz. Bu sebeplerden ötürü de psikolojik eşik gibi görünen 5000 seviyesinin birinci yarıyıldan itibaren S&P500'de görebileceğimizi hala düşünüyoruz. O dönemin en popüler yatırım alanı olan Nasdaq endeksinin Mart 2000'de 5000 seviyesini tepe yapmış olması da ilginç bir detay.

Fakat S&P500 dâhil olmak üzere çoğu risk piyasasının bu seviyeleri görmesi durumunda dahi bahsettiğimiz makro dinamikler nedeniyle, en azından FED rota değiştirene kadar tepe yapmış olmasını beklemeye devam ediyoruz. Yukarıda belirtildiği gibi, FED'in put strike fiyatı daha düşük görünüyor, bu nedenle yardım gelmeden önce önemli bir satış baskısını bekleyebilir. Dikkat edilmesi gereken bazı öncü göstergeler ise, yüksek getirili borç spread ve faizleri ve getiri eğrisinde tersine dönme gibi olağan şüpheliler var.

Bu nedenle, 2022'nin ilk yarısında küresel hisse senedi piyasalarında beklenenden daha derin bir satışın gerçekleşebileceğini düşünüyoruz. Emtiaların böyle bir riskten kaçış dalgasına düşüş ile tepki vermesi beklenir. Ancak bu senaryo ilk yarıda gerçekleşirse, yetkililerin tutumlarını değiştirmelerini, mali ve parasal teşvikler sağlayarak ekonomiyi ve piyasaları yeniden desteklemeye başlamalarını bekliyoruz. Daha basit bir ifadeyle FED'in havlu atması muhtemel. Eğer havlu atarsa, emtia, emtia şirketlerinde, değerli metallerde ve gelişmekte olan ülke varlıklarında büyük olasılıkla muazzam fırsatlar oluşacaktır.

Kafamdaki genel görünümü çizdikten sonra daha da büyük yanılma riski alma pahasına, tahmini piyasa fazlarını paylaşmak istiyorum. Piyasa aşamalarının sıralanması açısından kabaca şunları görmeyi bekliyorum:

Risk varlıkları ve özellikle DM hisse senetleri, birinci yarı daha büyük bir tepe oluşum sürecinin ortasında muhtemelen birinci, daha az ihtimal olarak ise ikinci çeyrekte S&P500'de 5000 civarında veya maksimum yüzde 5 kadar üzerinde tepe yapacak. Yukarıda saydığımız nedenlerden dolayı topyekûn olumsuz tarafa geçmek için erken olacağını düşünüyoruz. Bunun yerine, hisse senetleri ve emtialarda çok seçici bir şekilde devam etmek, bizce şu aşamada daha makul bir strateji.

Muhtemel birinci çeyrekte zirvesini gördükten sonra riskli varlıkların yaza önemli bir düşüş kaydetmesini, bunun da politika yapıcılarının tutum değiştirmesine sebep olacağını tahmin ediyoruz. Bu da gelişmiş ülkelerde önceki zirvelerin gerisinde kalan bir yükseliş hareketi ve uzun zamandır geride kalmış olan gelişmekte olan ülkeler için daha kolay finansal koşullar oluşturabilir.

Bundan sonra ne geleceği ise büyük ölçüde ABD ara seçimlerinden sonraki politika seçimlerine bağlı olacaktır. Bununla birlikte, 1999-2001 benzerini izlemesi durumunda, üçüncü çeyrek yükselişini yerini tekrar düşüş eğilimine bırakması muhtemel. 2022'nin bir noktasında, S&P500 endeksinin 4000 seviyesinin altında görebileceğimizi düşünüyoruz.

Politika yapıcıların şu anki gibi son derece finansallaşmış ve birbirine bağlı sistemlerde, piyasadaki sert düşüşlerden kaynaklanabilecek servet yıkımından doğacak sistematik tehlikelere karşı daha da yaratıcı ve agresif davranmaları muhtemel olduğundan, 2022'de görmeyi beklediğimiz ayı piyasasının seneler boyunca devam eden bir ortamdan ziyade politika yapıcılarının güvercine dönmesi ve piyasalara zeytin dalı uzatmasıyla, nispeten daha kısa süreye yayılan bir süreç halini alabilir. Belki yanan kemanlar olmaya ama eve dönüş yolunda güvercinlere ihtiyacımız olacak.

The Last Dance isimli dizi, Michael Jordan'ın Chicago Bulls'ta son şampiyonluğunu kazandığı 1997-1998 sezonunu konu alıyor. İleride çekilirse, Wall Street Boğalarının son dansı belgeselinde kimler başrolde olur acaba? Aslında boğa ve ayı piyasaları biraz da nerede olduğunuzla ilgili. Çünkü piyasalar içinde ciddi ayrışmalar oluyor ki bu da yeni bir olay değil. Boğa piyasaları genelde bir tek olay veya günde bitmez. Tepe noktası genelde çok sonra anlaşılır ve buna tek bir olaydan çok, bir süreç gibi bakmak lazım. Nedeni basit: Tüm sektörler ve yatırım tarzları, genelde aynı anda tepe yapmaz.

Tarihteki değişik boğa piyasalarına baktığımızda da sektörler arasında zirve yaptıkları tarihler arasında genelde altı aydan fazla var. Bir piyasa, Jesse Livermore'un hatıralarında da 1916 gibi örneklerle ifade ettiği gibi endeks bazında düşmeye başlamadan çok önce, bir boğadan ayıya dönüşeceğinin sinyalini genelde yeterince verir. Ama samimi, önyargısız ve masum bakanlar dışında genelde gören pek olmaz. Görenlerin de çoğu bencilce davranıp ve/ veya risk alıp, bunu 'aman başıma iş almayayım' diye başkaları ile paylaşmaktan çekinebilir. Çünkü ileriye gören insanları bekleyen, ödül yerine genelde dışlanmak ve cezalandırılmaktır. Aksi olsaydı zaten krizler, bu kadar yoğun ve sık tekrarlanır mıydı?

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 Deęerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Deęerler A.Ş. tarafından farklı bölümlerde istihdam edilen kişilerin veya Yapı Kredi Yatırım Menkul Deęerler A.Ş.'nin ortaklarının ve iştiraklerinin bu raporda yer alan tavsiyelerle veya görüşlerle hemfikir olmaması mümkündür. Yapı Kredi Yatırım Menkul Deęerler A.Ş. ile piyasanın işleyişinden kaynaklanan makul nedenlerden dolayı, Yapı Kredi Yatırım Menkul Deęerler 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 Deęerler 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 Deęerler 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 Deęerler 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 Deęerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.