

Yaklaşan Yıl Sonu Rallisi?

“Bir sistem yaratmalıyım yoksa başka birinin yarattığı sistemin kölesi olurum”.

-William Blake

Bernanke'nin Nobel Ekonomi ödülü almasını kötü bir şaka gibi yorumluyorum. Bernanke yerine bence Powell çok daha takdire layık. Her şeyden önce Powell'in bir ideolog olmamasını takdir ediyorum. FED, bazı tarihi yanlış adımlar attı ve başkan olarak Powell bazı durumlarda başarısız oldu. Ama yaratılan varlık balonları ve aşırı borç için Powell'dan ziyade seleflerini sorumlu tutmak gerekir. Greenspan ve Bernanke, merkez bankalarının içinde bulunduğu çıkmazlarından Yellen ile birlikte sorumlu. Dünyadaki birçok politika yapıcı gibi kritik kavşaklarda Greenspan ve Bernanke sürekli olarak daha gevşek ve kırılabilirliği artıran politikalara yöneldi. Uzun vadeli sonuçları iyileştirmek, kısa vadeli acıyı kabul etmek için gerekli olan cesarete bence hiçbir zaman sahip olamadılar. Onlarca yıllık kötü analiz, kusurlu doktrin, kötü kararlar ve başarısız tavsiyeler demek ki Nobel ödülü getiriyor.

Son 30 yıldır, piyasalar ve ekonomiler üç eğilim tarafından besleniyor: daha düşük faiz oranları, ucuz enerji ve küreselleşme. Artık bu uzun süredir devam eden temaların yavaşladığına veya yön değiştirdiğine dair kanıtlar artıyor. Birçok yatırımcı için tüm yaşamları boyunca geçerli olan temalar kökten değişiyor. Yeni gerçekliğe uyum sağlamak, önyargıyı sıfırlamak zaman alacak ve herkes için çok farklı bir süreç olacak. Bu bildiğimiz anlamda varlık piyasalarının otuz yıl içinde gördüğü en büyük değişim olacak.

Stok tamponları olmayan ve yapılması gereken ama yapılmayan yatırımların sonuçlarını emtia piyasalarında hissetmeye başladık. Bununla birlikte uluslararası çatışmanın yeniden ortaya çıkması ve yalnızca çevresel kaygılar tarafından yönlendirilen enerji politikası başarısızlıklarının faturası gelmek üzere. Yatırım kısıtlamaları ve çevre politikası, hidrokarbon arzını düşürerek fiyatlandırmayı yukarı doğru zorladı. Bu dengesizliğe yönelik piyasa çözümü olarak görülen daha yüksek fiyatlar ve yatırımı yönlendirmek şimdi merkez bankası likiditelerinin sıkılaştığı ve stagflasyon endişelerinin arttığı bir dönemde gerçekleşiyor.

Hyman Minsky, Bernanke'nin aksine hak ettiği ilgiyi ancak öldükten sonra 2008 kriziyle birlikte görmeye başladı ama ardından gelen bolluk döneminde yine kaybetti. Minsky, müthiş bir eğitime ve üretkenliğe sahip olmasına rağmen ana akımdan farklı ve sistem için riskli olan görüşleri nedeniyle hiçbir zaman en üst düzey okullarda profesörlük yapamadı, makaleleri prestijli yayınlarda yayınlanmadı.

“Hem Keynes hem de Schumpeter zamanındaki finansal yapı, kapitalist bir ekonominin davranışının merkezi bir belirleyicisi. Ancak finansal piyasalardaki oyuncular arasında, yenilik yapan girişimcilerin bir kâr arayışı var. Sonuç olarak bu pazarlar da aslında kâr fırsatlarına yanıt olarak gelişir. “Theory of Economic Development” isimli eserinde Schumpeter, bankacı/finansçıyı piyasa ekonomilerinin Ephor'u olarak adlandırır. Ephor, kralları dizginleyen Spartalı bir hakimdi. Schumpeter'in vizyonunda, neyin finanse edilebileceğini kontrol eden ve tanımlayan kapitalist bir ekonominin bankacılık yapısıdır ve yalnızca finanse edilenler mümkün olanın alanına girer. Ancak hiçbir yerde evrim, değişim ve Schumpeterci girişimcilik bankacılık ve finansman daha belirgin değildir. Ayrıca hiçbir yerde kar dürtüsü değişim için bu kadar açık bir faktör olamaz. Ancak evrimsel bir sistemde, Ephor'un gücü ve etkinliği de içsel olarak belirlenir. İş çevrimlerinin kısa vadeli dinamiklerini ve ekonomilerin uzun vadeli evrimini anlamak için, hüküm süren finansman ilişkilerini ve iş insanlarının, bankacıların ve portföy yöneticilerinin kâr amaçlı faaliyetlerinin finansal yapıların evrimine nasıl yol açtığını anlamak gerekir.”

-Hyman P. Minsky, Schumpeter and Finance from Market and Institutions in Economic Development: Essays in Honour of Paulo Sylos Labini, 1993

Son dönemdeki finansal ve ekonomik çalkantıların nedenlerini ve sonuçlarını daha iyi anlamak adına baskın finansal girişimcilerinin, kurumların, karmaşık ilişkilerin ve yapıların doğasını ve özellikle politika yapımcılarının olası reaksiyonlarını düşünmek faydalı olacaktır. Minsky, kapitalist ekonomilerde iş dünyası, hane halkı ve finans arasındaki ilişkilerin yapısının en az dört modelini gördü. Dördü de gelişmiş kapitalist ekonomilerde bir arada var olmasına rağmen, bunlar kapitalist finansın gelişimindeki aşamalar olarak da görülebilir. Bir aşamadan diğerine geçiş ise illa ki ekonomi için olumlu bir gelişim anlamına gelmez. Bunlar ticari, finansal, yönetsel ve piyasa kapitalizmi aşamalarıdır ve bu aşamalar neyin finanse edildiği ve finansmanı kimin yaptığını da ilgilidir.

İçinde bulunduğumuz aşama ise piyasa kapitalizmi. Bunu İngiltere'de mali ve para politikasında piyasaların isyanı nedeniyle yaşanan 'U' dönüşünde görüyoruz. FED'in de enflasyon, hedefin bu kadar üstündeyken durmasının sebebini 4. aşamada olmamız olarak yorumluyoruz. 4'teyiz ama önümüzdeki seneden itibaren 3'e geçeceğiz bizce.

“Karanlık zamanlarda, göz görmeye başlar”.

-Theodore Roethke, In a Dark Time

Uzun vadede karamsar olmak için yeterince sebep var ama daha yakın vade için yine de iyimser duruşumuzu, hem bizim hem de yurt dışı piyasalar için koruyoruz.

Piyasa kapitalizminde, karanlık piyasa dönemlerinde politika yapıcılarının gözleri de daha iyi görmeye başlar. İngiltere'de yaşanan “Eyes Wide Open” gerilim dramı, 2023'te ABD'de vizyona girecek ve dünyada yayına girecek Hollywood filminin sadece fragmanı. Bu filmin başrol oyuncularından biri de Janet Yellen olacak gibi duruyor. Kendisi geçen hafta önce söylediği “Broker-satıcıların hazine tahvilleri piyasası yapma kapasitesi çok fazla genişlemekten, toplam arz tırmandı. Yeterli likidite kaybından endişe duyuyoruz” sözleriyle daha birkaç hafta önce söylediklerinden ‘U’ dönüşü yapmaya başladı.

Tüm varlık sınıfları arasındaki korelasyon artıyor. Apple, Tesla, McDonald’s, Utilities gibi gittikçe daha fazlasının saklanma yeri, ayılar tarafından tarumar edildi. Yatırımcıların nasıl yanlış pozisyonlandığını, son on yıllarda popüler olan yüzde 60 hisse, yüzde 40 bono portföy dağılımının ABD’de yılbaşından bu yana yüzde 30 kaybettirmesinden görüyoruz. Neden? Çünkü stagflasyonda, bono hem para kaybettirdi hem de hisseye karşı çeşitlendirme varsayımını, korelasyonların artıya dönmesi nedeniyle yerine getirmedi.

Beyaz bayrağı ilk çeken İngiltere oldu ama İngiltere son olmayacak. Geçen hafta, İngiltere Başbakanı Truss, vergi indiriminde tamamen ‘U’ dönüşü yaptı. Pound'u birkaç hafta önce ezen ve bono faizlerini zıplatan karardan geri adım attı. Bunun yerine yüzde 19'dan yüzde 25'e kadar kurumlar vergisi oranları artırılıyor ki bunu merkez sağdan sola kayma gibi de okuyabiliriz.

Lehman'dan bu yana, politika yapıcıları bu süreçte kendilerini dizginleyebilmiş olsalardı, son on beş yılda ekonomilerimizi hiper-finansallaştırmamış olurduk ama yapamadılar ve bugünün çıkmazındayız.

Kendi yarattıkları bu fasit daire şu şekilde işliyor: Merkez bankalarının, enflasyon politikayı sert bir şekilde sıkılaştırmasını gerektiriyor ama bu düşük faize ve yüksek borca alışmış sistemi sarsıyor ve ardından merkez bankalarının gevşemesini gerektiren bir finansal istikrarsızlık yaratıyor.

Yaklaşık iki senedir tezimiz şu; enflasyon yükselecek, ardından stagflasyon gelecek ve paranın yaratılması merkez bankalarından hükümetlere geçecek. Bu, birçok varlık yatırımının yanlış yerlerde park ettiğini düşündürüyor. Finansal bazlı varlıkların önemli kısmının sahipliği ve değerleri reel varlıklara nazaran fazla yüksek. Yıllık enflasyon düşse de yüksek yerlerde kalacağı, bizce neredeyse kesin. Wall Street ve ana akım akademik topluluk piyasa ve anket bazlı beklentilere bakarak uzun vadeli enflasyon beklentilerinin “iyi çıpılanmış” olduğunu düşünüyor. Fakat seneye vizyona girecek film sonrası bu görüşlerin de değişeceğini düşünüyoruz.

Velhasıl, Ağustos ortasına kadar beklediğimiz yükseliş gerçekleşti ve tahmin ettiğimiz gibi ardından düşüş geldi. "Bu düşüş, Haziran diplerine kadar ulaşır" şeklindeki düşüncemizi de daha önce paylaşmıştık, oralara da çok yaklaştık ve son olarak altına da sarktık. Bundan sonra piyasalarda Ekim ayında en azından geçici bir dip -belki S&P'de 3500-3600 civarında- ve hem bizde hem yurt dışı piyasalarda belki birkaç ay sürecek bir yükseliş göreceğimizi düşünmeye devam ediyoruz. Bu beklediğimiz borsa yükselişine yurt dışında en fazla düşmüş büyük teknoloji hisselerinin liderlik etmesini ama emtia ve özellikle değerli metallere ve madencilerin de eşlik etmesini beklemeye devam ediyoruz.

Big Short “kahramanı” Dr. Michael Burry’ye göre FED, 1970’lerin FED’i olmaktan o kadar korkuyor ki 1930’ların FED’i oluyor. Farklı düşünüyoruz. Bizce 1930’lar yerine 1940’lar sanki daha yakın bir analog. Merak edenler için ise geleceğin 3. aşamanın kamu ağırlığı daha da artmış, ciddi finansal baskılamının da artacağı bir versiyona dönüş olacağını düşünüyoruz. Yine Nobelsiz “aykırı” ekonomist Minsky’nin otuz yıl önceki sözlerine kulak verelim:

Yönetimsel Kapitalizm- "Schumpeter, Kalecki ve Keynes'in dünyasında, kârlar finanse edilen yatırımlara ve finansman, ticaret ve yatırım bankalarının yardımıyla sağlanan fonlara bağlıydı. Büyük bunalım sırasında, İkinci Dünya Savaşı ve ardından gelen ekonominin çok daha büyük bir parçası haline geldi ve öyle kaldı. Hükümet açıkları karlara yol açtı. Çoğu kapitalist ekonomide temel amaç bir sosyal politika olarak konut stokunu iyileştirmektir. Birleşik Devletler'de bu, ipoteklerin devlet tarafından desteklenmesi biçimini aldı. Borçla finanse edilen hükümet harcamaları ve ipotekle finanse edilen hanhalklarının yeni konut satın alımlarının borçla finanse edildiği İkinci Dünya Savaşı sonrası ekonomide, yatırım yapan girişimcilerin ve bankacıların bu yatırımları finanse etme sürecinin kârlara yol açtığına dair temel Schumpeterci görüş, hükümet desteğiyle kolaylaştırılan karlar sağladı. Bankacıların rolü hükümet, kârların ve toplam talebin yeterliliği için sorumluluğu üstlendiğinde, merkezi olmayan piyasa ekonomisinin eforları azaldı. Hükümetlerin açıklarından ve borçla finanse edilen konut inşaatlarından gelen kâr akışı, firmaların iç nakit akışlarının

yatırımlarını finanse edebileceği anlamına geliyordu... Özel ekonominin efendileri, bankacılar yerine artık firmalardı. Bu dönemin sosyal politikaları bireysel emeklilik fonlarının ortaya çıkmasına neden oldu. Çağ ilerledikçe, bireysel servet varlıkları giderek yönetilen fonların yükümlülüklerinin mülkiyeti şeklini aldı."

-Minsky, 1993

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 dayanarak 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