

## Kukla Tiyatrosu

Kuklalar, binlerce yıldır animasyon sanatının en önemli aktörleriydi. Önümüzde hayali bir drama oynayan kuklaların, duvarlara düşen gölgelerini izliyorduk. Duvarlara düşen gölgeler, bazen çok derin felsefi düşüncelerin de başlangıç noktası olmuştur. Sonuçta, Platon'un mağara benzetmesi için gölge oyununun dünyasından ilham aldığı besbelli.

İki yüzyıldan daha uzun bir süre önce, Heinrich von Kleist, kukla sanatını insan özgürlüğü ve insanların makineler arasındaki farkı üzerine düşündüren "Über das Marionettentheater" isimli eserini yazdı. Kleist, eserini 1810'da yazmış olmasına rağmen, başka vizyonerlerinkine benzer şekilde, kendi zamanının çok ötesine uzanmış. Eserini, bugünün dünyasında popüler olan insan, makine ve yapay zeka arasındaki ilişkiler veya irade özgürlüğü konularını ele alan bir öykü olarak da görmek mümkün.

Kleist'in kısa öyküsü, kukla gösterisine katılan Herr C adında ünlü bir dansçı/koreografla karşılaşan bir adamın hikâyesidir. Konuşmalarının bir noktasında, Bay C "zekânın bu son izinin sonunda kuklalardan silinebileceğine, böylece danslarının tamamen mekanik dünyaya geçebileceğine ve bir çubuk aracılığıyla çalıştırılabileceğine" inandığını belirtir. Kuklaların insan dansçılarından daha başarılı olacağına inanır. Yapaylığın ve mekanik otomatizmin onların en büyük erdemleri olduğunu düşünür. Burada Kleist, bir zanaatkar tarafından bazı spesifikasyonlara göre yapılan bir makinenin insandan daha iyi olabileceği ihtimalinin yanı sıra, mekanik parçalara sahip insanın biyolojik insanlardan daha üstün olabileceği olasılığını da ortaya koyuyor.

Bu öyküden esinlenerek şu sorular da insanın aklına geliyor. "İnsanlar otonom makinelerin ve yapay zekanın kuklası olma riski var mı? "Belki de farkında olmadan kuklacılığın modern versiyonunun altın çağına mı giriyoruz?"

Piyasalarda da uzun zamandır tamamen mekanik sistemler ve kendi yatırım kararlarını kendi veren insanlardan hangisinin üstün olduğu konusu her daim gündem olmuştur. Jack Schwager'inkiler dâhil birçok yatırım kitabında da bu konu ele alınır. Özellikle yapay zekâ çağında bu kıyaslamaların daha da artacağına emin olabiliriz. Peki, hangisi üstün diye soracak olursanız? Naçizane fikrim cevabın sistemin ve yatırımcının kim olduğuna bağlı olarak değişebileceği. Okuduklarımdan ve kendi çıkardığım sonuç ise sistem kullanan ama sürece kendi özgür iradesini de katan yatırımcıların daha başarılı olduğu şeklinde.

Küresel yatırım rejiminin değiştiğini düşünüyoruz. Birkaç haftadır vurguladığımız gibi Kasım ayı başından bu yana geçerli olan "Goldilocks" yerini "Reflasyon" "no landing" yani "iniş yok" ara rejimine bıraktı. Reflasyonun da Goldilocks gibi riskli varlıklar için olumlu olan "risk on" bir rejim olduğunu ama ilkinde enflasyon yükselirken ikincisinde düştüğünü bunun da önemli bir fark olduğunu belirtelim.

Tüm sene için temel senaryomuz, nihai nokta olarak resesyon rejimi olmaya devam ediyor. Bunun küresel likiditedeki potansiyel trend değişikliğiyle birlikte riskten kaçışa yol açabileceğini düşünüyoruz. Fakat daha önce de belirttiğimiz gibi buna yönelik pozisyonlar almak için erken olduğunu düşünmeye devam ediyoruz.

Son gelen veriler "yumuşak mı sert iniş mi" tartışmalarının zirve yaptığı noktada "iniş yapmama" olasılığının da arttığını doğruladı. Bu veriler arasında dünyanın dört bir yanından gelen ilk Şubat ayı PMI ön verileri ve ABD ISM hizmet ödenen fiyat endeksi Ocak'ta 7 puan yükselmesi de var. Ayrıca Atlanta FED'in GDPNow modeli, ilk çeyrek büyümesine ilişkin tahminini yıllık yüzde 3,25'e yükseltti. Eğer gerçekleşirse bu, yüzde 3'ün üzerinde büyümenin görüldüğü art arda üçüncü çeyrek olacak.

Böyle bir "iniş yok" sonucu, daha yüksek nominal GSYİH büyümesine işaret edeceğinden riskli varlıklar için olumlu ama gelişmiş ülke bono ve tahvil için olumlu bir ortam değil. Bu reflasyon ortamında riskli varlıkların, döngüsel varlıkların, gelişmiş ülke bono yerine gelişmekte olan ülke bonoları gibi varlıkların daha iyi performans göstermesi olası. Piyasanın FED faiz indirimi fiyatlaması FED'in kendi tahminlerine eşitlendi. Belki de bu yüzden Chris Waller, Philip Jefferson, Lisa Cook ve Neel Kashkari'nin de dâhil olduğu FED konuşmacılarının şahinçe açıklamaları pek etkiye bulunmadı. Benzer bir durum şahinçe tonlar içeren FOMC tutanakları sonrası da yaşandı. Mevcut reflasyon piyasa rejiminin devamı için ekstra parasal genişlemenin sürdürülmesini gerektirdiğine inanmıyoruz. Sadece FED ve/veya Hazine'nin sıkılaştırmadan kaçınmasını gerektiriyor. Bugün Federal Rezerv'in koşulları gerçekten sıkılaştıracağına dair bir korku yok. Bunun yerine, geri gevşek finansal koşullar devam ediyor. Piyasa likidite bolluğunun ve tarihi bir yapay zekâ furçasının gelip geçer bir şey olup olmadığını şimdiden kestirmek pek mümkün değil ancak karşılıklı etkileşimini izlerken FED yetkilileri kenarda duracaklar. Son dönem performansta harika 7'linin S&P500 ve Nasdaq 100 endekslerindeki etkisi yadsınamaz.

Beklentinin çok üzerinde gelen Nvidia finansalları bu iki endeksi olumlu etkilerken Russell 2000 endeksi geride kalmaya devam ediyor. Nitekim S&P500'ün S&P500 Eşit Ağırlık Endeksi'ne göre göreceli fiyatıyla ölçebileceğimiz ABD hisse konsantrasyonu, 2009'dan bu yana en yüksek seviyede. Kredi piyasalarında da benzer

bir coşku var. Yatırım yapılabilir seviyedeki bono spread'ler 90bps ile Mart 2007'den bu yana en düşük seviyeye geriledi. Daha tarihi bir perspektiften bakıldığında, yatırım yapılabilir bono spread'lerinin son otuz yıldaki ortalaması 140 baz puan civarında idi. Yüksek getirili bono spread'leri ise geçen hafta 300 civarına gerileyerek Haziran 2007'den yani subprime krizi öncesinden bu yana en dar aralıkta olduğunu oldu. Bu spread'in son 30 yıl ortalaması 500 baz puan civarındaydı. Bunların hepsi finansal koşulların ne kadar gevşek olduklarının işaretleri. Benzer bir durum Avrupa hisse ve kredi piyasalarında da var.

Rekor faiz artırımlarına karşı muhtemeldir ki FED'in finansal koşulları sıkılaştırmadaki başarısızlığının tarihi sonuçları olacaktır. Daha önce de ifade ettiğimiz gibi reflasyonu muhtemel bir ara durak/rejim olarak görüyoruz ve sonraki aylarda "daha uzun süre için daha yüksek" ileriye dönük rehberliğe geri dönmeyi de içerebilecek daha az elverişli bir politika karışımı bekliyor, nihai durağın ise resesyon rejimi olacağını düşünüyoruz.

İçeriye dönecek olursak, en önemli gündem maddesi PPK kararı ve yayınlanan kısa nottu. TCMB, beklentilerimiz ve piyasa tahminlerine paralel olarak politika faizini yüzde 45'te sabit tuttu. Geneli itibariyle bizce daha fazla faiz artırımına kapıyı açık bırakarak daha şahin bir dil kullandı.

Enflasyonda riskleri hala yukarı yönlü olarak görüyoruz. Ancak ilave faiz artırımları için çitanın halen yüksek olduğunu ve ilk tercihin parasal koşulları daha da sıkılaştırmaya yönelik alternatif politika tedbirlerine ağırlık verilmesi olacağını düşünüyoruz. Bu doğrultuda 4. çeyrekte önce faiz indirimi olasılığını hala düşük görüyoruz. Fakat son PPK sonrası, gelişmelere bağlı olarak, 2024 yılında hiç faiz indirimi hatta faiz artırımını alternatiflerinin, baz senaryomuz olmasa da masada olduğunu düşünüyoruz. Merkez Bankası'nın, reel döviz kuru ile ilgili eklenen cümle ile ise döviz politikasında yakın vadede bir değişiklik olmayacağını sinyalini verdiğini düşünüyoruz.

Ekonomik veriler tarafında ise mevsim etkilerinden arındırılmış Tüketici Güven Endeksi, Şubat'ta aylık bazda yüzde 1.3 geriledi. Mevsimsel etkilerden arındırılmış kapasite kullanım oranı bir önceki aya göre 0,6 puan artarak yüzde 77,0 seviyesine geldi.

Reel Kesim Güven Endeksi'nde ise düşüş eğilimi ise devam etti. Endeks 0,9 puan daha azalarak 102,0 değerini aldı ve Şubat 2023'ten bu yana en düşük seviyeye indi. Gelecek üç aydaki iç piyasa satış fiyatı beklentisi ve son üç aydaki ortalama birim maliyetindeki artış ise enflasyonist baskıların devam ettiğine dair doneler olarak görebiliriz.

Yurt içi satış hacmi, Ocak ayında yıllık bazda yüzde 22 arttı ki bunu iç talebin henüz fazla soğumadığına dair bir işaret daha olarak görebiliriz.

Ocak ayında dış ticaret açığı bir önceki yılın aynı ayına göre yüzde 56,4 azaldı. Fakat Ocak 2024 tüketim malı ithalatı yıllık bazda yüzde 14 arttı ki bunu iç talebin henüz fazla soğumadığına dair bir işaret daha olarak görebiliriz. Ekonomik güven endeksi ise Şubat'ta aylık bazda yüzde 0,4 oranında azalarak 99,0 değerini aldı.

Bir önceki aya göre Şubat ayında tüketici güven endeksi yüzde 1,3 oranında azalarak 79,3 değerini, reel kesim (imalat sanayi) güven endeksi yüzde 0,9 oranında azalarak 102,0 değerini gördü. Hizmet sektörü güven endeksi yüzde 1,6 oranında artarak 118,6 değerini, perakende ticaret sektörü güven endeksi yüzde 1,0 oranında azalarak 114,5 değerini, inşaat sektörü ise güven endeksi yüzde 1,0 oranında artarak 91,8 değerini aldı.

Bizim piyasalara baktığımızda şunları görüyoruz. Lokal bono faizleri TCMB'nin daha şahince bir yöne kaymasının da etkisiyle arttı.

Türk hisse senetleri için orta ve uzun vadeli trend anlamında, olumlu ve seçici duruşumuz devam ediyor fakat kısa vadede bir düzeltme görme ihtimalinin arttığını düşünüyoruz.

Türk hisselerin gelişmekte olan ülkelere F/K bazında yüzde 60 civarı iskontosu devam ediyor ki bu son üç yılınkine yakın. Fakat MSCI Türkiye ETF'i TUR'un MSCI EM ETF'i EEM'e rasyosu, bu rasyonun 2009'dan bu yana olan ortalamasına çok yakın. BIST100 endeksi ise 200 günlük hareketli ortalamasının yaklaşık yüzde 26 üstünde işlem görüyor.

5 yıllık CDS spread'leri 300'ün altında kalmaya deva ederken yatay bir görünüm sergiliyor.

10 yıllık Türkiye Eurobond faizlerinin 10 ABD yıllık bonolara spread'i ise 340bps ile 2009'dan bu yana ortalaması olan 387bps'in altında ve yılbaşından bu yana en düşük seviyesinde.

10 yıllık Türkiye Eurobond faizleri reytingi bizden birkaç kademe yüksek Güney Afrika ile aşağı yukarı aynı ki bu aralarındaki spread için Temmuz 2016'dan bu yana en düşük seviye. 2009'dan bu yana ortalama spread farkı ise 117bps ile Türkiye aleyhine duruyor. 2016'dan bu yana iki ülke 10 yıllık eurobond faizleri arasındaki korelasyon da 0.84 olarak karşımıza çıkıyor.

Yukarıdaki gelişmelerden anladığımız kadarıyla, bir yandan ülke risk primi belirli bir yere geldi ve bizce reyting artışı veya başka bir katalizör gelmeden risk priminde önemli bir düşüş gerçekleşmeyebilir. Öte yandan da hem lokal bono ve mevduat faizleri göre artıyor. Bunlar da bize kısa vadede borsada bir düzeltme görme ihtimalinin arttığını düşündürüyor.

#### 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, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.