

## 2021'e Bakış

Nikola Tesla "Bugün onların olsun; ama uğruna çok uğraştığım gelecek, benimdir" demişti. Hafta sonu Greg Smith'in yazdığı "Why I Left Goldman Sachs" kitabını okurken 1998-2000 yılları arasında New York'ta master yaparken geçirdiğim zamanı tekrar hatırladım. Son zamanlarda neden dejavu hissine kapıldığımı daha iyi anladım. ABD'de borsa endeksleri rekor kırarken iki önemli detaydan bahsetmek gerekiyor. Birincisi, 2020 yılında halka arz sayı ve toplam değer olarak Nasdaq balonunun patladığı 2000 yılı seviyelerine ulaştığı, ikincisi ise bireysel yatırımcıların call opsiyon hacmi, toplam içindeki oran olarak, 2000 seviyesine geldiği. O dönem arkadaşlarımızın bir kısmı, geleceği şekillendiren bir trendin parçası olmak ve/veya halka arz edildiği zaman zengin olurum düşüncesiyle bu start-up'lara yönelmişti. Bunların önemli bir kısmı halka arz öncesi bir kısmı da sonrasında iflas etti. İlk aklıma gelen örnekler; Webvan ve Pets.com şirketlerinin şaşalı halka arzlar sonrası nispeten kısa süreler sonrası havlu atmış olması. Şu an o seviyelerde değiliz muhtemelen ama özellikle son birkaç ayda ABD'de yapılan bazı halka arzlar ve yapılış metotları dejavu hissini uyandırıyor.

Rivayete göre İngiltere Kraliçesi 2008 krizinden sonra neden kimse bu krizi öngöremedi ve uyarımadı şeklinde sitemde bulunmuş. Kendisine ulaşma imkanım olsaydı eğer, çevrenizde size hoş olmayan şeyler de söyleyebilecek işinin ehli ve dürüst kişiler barındırırsanız birçok büyük riski ve fırsatı önceden görebilirsiniz demek isterdim. Birinci elden yaşadığım için şunu net söyleyebilirim ki sonradan tarihin revize edilip farklı anlatılmasına ve her iki kriz de tamamen sürprizmiş siyah kuğu diye tabir edilen gibi lanse edilmesine rağmen hem 2000 hem 2008 krizlerini öngören daha doğrusu buna karşı uyarılar vardı. Bunlardan biri de master yaptığım NYU'nun meşhur hocası Aswath Damodaran idi. Geçenlerde Damodaran'ın TESLA hissesi değerlemesini aşırı bulduğunu okuyunca 1999-2000 yıllarında internet hisseleri için yaptığı değerlemeler geldi. Damodaran'ın da itiraf ettiği gibi, kendisi TESLA hisselerini 200'ün altındayken satmış. O dönem de Nasdaq 3000 civarında iken aşırı bulanlar vardı ve haklılardı ama Nasdaq Mart 2000'de tepe noktasını 5000 üzerinde yaptı. Yorum yapmak ve yatırım yapmak aynı şey değil. Özellikle profesyonel para yöneticisiyseniz, aynı Keynes'in bir yüzyıl önce söylediği gibi, başkalarının ne düşündüğü sizin için daha önemli hale geliyor, değerinin üzerinde olduğunu bile bile bazı varlıklara yatırım yapmak zorunda hissediyorsunuz kendinizi. Aksi taktirde sürü ve benchmarkın gerisinde kalıp kariyer riski alacağınızı düşünüyorsunuz. Bunun ana nedeni gittikçe kısa vadeli performans odaklı şirket ve yatırımcıların çoğalmış olması. Aslında bu da uzun vadeli yatırımcılar için efsanevi değer yatırımcısı Bill Miller'in zaman arbitrajı adını verdiği fırsatları doğuruyor.

Girişte bahsettiğim kitapta en fazla dikkatimi çeken ve not aldığım yerlerden biri de hademe yardımcısı olarak işe başlayan, tükürük hokkalarını temizlemekle de görevli olan ve oradan şirketin en uzun süre ortaklığını yapmış, ortak statüsüne gelen Sidney Weinberg'in "uzun vadeli açgözlü" düsturu. Kastettiği kısa vadede şirketin aleyhine de olsa, kısa vadeli karlılığı olumsuz da etkilese müşteri ile ve dolayısıyla şirketin iyiliği için uzun vadeli ilişkileri düşünmenin önemi. Sadece Goldman Sachs değil birçok firma zaman içinde kısa vadede maksimum para kazanmayı uzun vade yerine ikame etmeye başladığı için aslında kendileri için en önemli katma değer olan marka değeri ve prestijleri telafisi çok zor zararlar gördü. Marka sonuç itibarıyla bir sembol ve o sembole duyduğunuz güven gibi duygular ile ilgili. Bu anlamda kâğıt para veya dijital paralar da böyle. ABD doları veya Euro neden dünyanın her yerinde geçen rezerv paraları olmasına rağmen 1980'den 12 Nisan 2009'a kadar Zimbabwe'nin resmi para birimi olarak Zimbabwe doları bu statüye erişemedi. Konu isimse o da dolardı. Üzerine basılan kağıdın da maliyeti pek farklı değil herhalde. Hatta Zimbabwe doları 1980'de Rodezya dolarının yerini alıp ilk dağıtıldığı zaman dünyanın en değerli para birimlerinden birisi olarak sayılmasına rağmen siyasi kargaşa ve hiper enflasyondan dolayı değerinin hızlı bir şekilde yitirilerek dünyanın en değersiz paralarından biri haline geldi. Öyle ki 2015 yılında Zimbabwe Merkez Bankası, tedavülden kalkan ulusal para birimi Zimbabwe dolarını geri almak için 250 Trilyon Zimbabwe doları için 1 dolar ödeyeceğini duyurdu. Kısa vadeli bakış ve uzun vadeli sonuç için bundan daha dramatik örnek az bulunur herhalde.

2020 yılının yoğun gündemi içinde arada biraz kaybolmuş olan önemli bir konu FED'in bakış açısında yaşanan çok önemli değişiklik. Başkan Powell, 2018'de Federal Rezerv'in başına geçtiğinde, 2008'de yaşanan krizde finansal spekülasyonun rol oynadığına inanan biriydi. Bu nedenle, finansal piyasalardaki aşırı spekülasyonları engellemek için politikayı sıkılaştırmaya başladı. Bu, daha önce enflasyonu hedefleyen ve nadiren finansal koşullarla ilgili endişeler üzerine hareket eden geleneksel FED politikasından ilginç bir sapmaydı. Powell'in Ekim 2018'in başlarında yaptığı "Nötr faiz seviyesinin oldukça uzağındayız" yorumunun akabinde ise bu yeni anlayışın doruk noktası, 28 Kasım 2018'de Jerome Powell'in yaptığı "Federal Rezerv'in Finansal İstikrarı İzleme Çerçevesi" başlıklı bir konuşma oldu. Konuşmada finansal istikrar vurgusu ön plandaydı. Bu, piyasanın nihayet FED'in spekülasyonları azaltma konusunda ciddi olduğunu andığı andı ve ABD hisse senetleri dört gün içinde S&P 500 endeksi yüzde8'den fazla kaybetti. Bunun üzerine ise FED bir U dönüşü yapıp 2020'ye kadar olan politikasına başladı.

2020'de ise fazla ilgi çekmemiş gibi duran ama bizce önemli bazı niteliksel değişiklikler de oldu. FED, son bir yılın önemli bir kısmın sıradan vatandaşları dinleyerek geçirdi. FED, halkın nabzını da tuttuğu "FED Listens" isimli organizasyon ile ülke çapında tura başladı. Powell'in kendi ifadesi: "Bu olaylardan açık bir çıkarım, özellikle düşük ve orta gelirli kesimlerden insanlar için güçlü bir iş piyasasını sürdürmenin önemiydi. Toplumumuza ve ekonomimize tam olarak katılma fırsatını herkes hak ediyor."

Yani, aslında geçtiğimiz yıl, FED tam istihdam hedefini güçlendirdi. Detay gibi gözükse de bizce buradaki vurgunun düşük ve orta gelirli kesimlerde olması önemli. Önemli ve gözden kaçmış olma ihtimali olan bir diğer detay da güvercin duruşu ile tanınan bir önceki FED başkanı Yellen'in Hazine Bakanı olma ihtimali. Konuşmalarında özellikle çalışan kesime verdiği önem Yellen'in bilinen özelliklerinden. Bu bağlamda Financial Times gazetesinin 27 Aralık'ta Yellen'in Sivil Haklar Liderleriyle bir zoom çağrısı yaptığını bildirdi. Yer alan haberde, katılımcılardan birinin Yellen'in "Siyahi toplulukların karşılaştığı ekonomik zorlukların sistemik doğası" hakkındaki bilgilerden etkilendiğini iddia ediyor.

Bütün bunların anlamı veya önemi ne diye soracak olursanız tek kelime ile cevap enflasyon diyebiliriz. Biraz daha uzun bir cevap ise önce enflasyon ardından stagflasyon diyebiliriz. Zimbabwe doları tabii ki çok uç bir örnek fakat ABD dolarına güvenin yavaş yavaş erozyona uğrayabileceğini düşünebiliriz. Diğer para birimleri karşısında aşırı değer kaybı diğer ülkelerinde işine gelmez ama tarihten de bildiğimiz kur koordinasyonu son derece zor. Fakat USD cinsi fiyatlanan ve hisse benzeri finansal varlıklar karşısında tarihi diplerde olan emtiaların böyle bir ortamda artmasını bekleriz. Bununda benzer şekilde gelişmiş ülkelere nazaran geride kalmış gelişmekte olan ülkelere yarayacağını düşünüyoruz. ABD borsaları ve özellikle bazı hisselerin değerlemelerinin aşırı noktalara geldiğini düşünmeye devam ediyoruz. Her aşırılık döneminin sembol isimleri olur, gelecekte dönüp bugünlere baktığımızda o sembol isim TESLA'ydı der miyiz?

Küresel makro tamamız, enflasyonun piyasa beklentilerinden çok daha fazla artacağı şeklinde olmaya devam ediyor. Özellikle gelişmiş piyasalardaki enflasyonun önemli ölçüde artacağını düşünüyoruz. Ancak küresel merkez bankaları politikalarının gevşek kalması muhtemel gözüküyor; son on yılın birçok dezenflasyonist gücü yavaşlıyor veya terse dönüyor.

Gelişmiş ülke politika yapıcılar, enflasyonun deflasyona kıyasla daha az kötü olduğu ve aşırı kaldıraçla başa çıkmanın tek sosyo-politik uygulanabilir yolu olduğu görüşünü benimsiyorlar.

Bize göre bu durum, başlangıçta daha dik getiri eğrilerine ve nihayetinde getiri eğrisi kontrolleri ve yüksek borç finansmanı gibi politikalara yol açacaktır ki bu da yatırımcıları gerçek varlıklara örneğin emtia ve küresel gelişmekte olan ülke varlıklarına yönlendirmesi muhtemeldir.



**YapıKredi**  
Yatırım

#### UYARI NOTU:

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 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 dayanarak 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, yayımlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.