

## Nasıl Bir Resesyon?

Sigmund Freud 20. yüzyılın en ünlü psikoloğu olabilir. Ancak modern dünyanın oluşumunda onun etkisi muhtemelen B.F. Skinner'ınki ile karşılaştırılmaz.

B.F. Skinner tarafından 1930 yılında icat edilen Skinner Kutusu, bir hayvanın belirli hedefli davranışları sergilemesi için düzenli ödülleri ve cezalar yoluyla eğitildiği bir kafestir. Skinner'a göre bu yaptığı deneyler, hayvanlar ve insanların özgür iradeye sahip olmadığına ampirik kanıtını sunuyordu. Kendisi ve birçok davranışçı meslektaşı için özgürlük duygumuz, hatta bilincin kendisi bile karmaşık, psikolojik bir yanılsamadır. Bu görüşe göre hepimiz, çevremizin ve koşullandırmalarımızın kuklalarıyız.

Skinner, çok da alçakgönüllü biri olmasa gerek. Çünkü insan davranışını kontrol etmenin gerçek ve son anahtarını bulduğunu düşünüyordu. Skinner, Thoreau'nun meşhur romanı Walden'dan esinlenerek, 1948'de ütopyik roman Walden Two'yu yayımladı. Bu kitap, özgür olarak kabul edilebilecek tek gerçek kişinin bu ortamı tasarlayan mimar olduğu, yukarıdan tasarlanmış sözde bir "cennet"i tasvir ediyordu. Walden Two romanında içinde yaşadığımız dünyaya aynı dönemde yazılan distopik ütopyalara, Orwell'in 1948'de yazdığı 1984'üne ve Huxley'in 1931'de yazdığı Cesur Yeni Dünya'sına bazı açılardan benzer.

Kitabı farklı ve günümüzün şartları ve piyasaları açısından alakalı kılan şey, Skinner'ın romanının koşullanma etrafında inşa edilmiş bir toplumu hayal etmesidir. Romanın, dünyamız ve piyasalarımızla ilgili bazı dikkate değer benzerlikleri var.

Romandaki ütopyanın tasarımcısı Frazier'e göre çoğu insan planlama sorumluluğundan kurtulmak istiyor ve Walden Two'da bireylerin siyasi sorumluluklarını ilgisizlik nedeniyle uzmanlara bırakmalarının yanında, çevreleri üzerindeki tüm kontrolü Skinner'ın altında yaşadıkları "Kod" olarak adlandırdığı şeyi yazan ve yönetenlere teslim etmeleri söz konusu.

Aslına bakılırsa, Walden Two'da sıradan bireyin kurallara meydan okumasının engellenmesi değil; onu temelde güçsüz kılan, kuralların kendisinin, onun altında yaşayanlar için kasıtlı olarak açıkça ilan edilmemesidir. Frazier'in belirttiği gibi: "Aynı amaca ulaşmak için planlama ve yönetim mekanizmalarını kasıtlı olarak gizliyoruz."

Aynı Walden Two'da olduğu gibi bizim yaşantılarımızda ve piyasa davranışlarında da şartlanmanın etkileri var. "Kod'un" da ne olduğu çoğu zaman belli belirsiz.

Mesela FED ile piyasalar arasındaki etkileşime bakalım. Önceki basın toplantısında FED Başkanı Jerome Powell, ABD ekonomisindeki finansal koşullara değindi. Doğrudan finansal koşullara, piyasaya dayalı finansal koşulların birkaç ay öncesine göre daha sıkı olduğunu söyledi. Böylece finansal koşulların sıkılaştığı ve bunun para politikası üzerinde etkili olduğu belirtilerek para politikasında bir geri bildirim döngüsü oluşmasına ve piyasaların bu şekilde koşullanmasına olanak sağlandı.

Böylece, daha yüksek uzun vadeli tahvil getirilerinin otomatik olarak FED'in daha az faiz artırımına yol açabileceği yönündeki geri bildirim döngüsüne ve koşullanmasına de izin verdi. Akabinde, piyasalar Kasım ayı başından bu yana büyük bir yükseliş yaşadı. Peki son birkaç haftadır mali koşullarda bir rahatlama yaşandığına göre FED ne yapacak?

Piyasaların yüzde 4-5 faiz indirimini özellikle Mart gibi erken bir zamanda bekliyor olması ile S&P500 endeksi için yüzde 12'lik kar büyümesi beklentisi arasındaki uyumsuzluğa daha önce dikkat çektik. Acaba Mart'ta faiz indirimini bekleyenlerin bildiği / gördüğü ama hisse senetlerinin gözden kaçırdığı bir şeyler mi var diye düşünmeden edemiyor insan.

Önümüzdeki sene ABD'de bir resesyon ihtimaline, konsensüse nazaran daha fazla olasılık veriyoruz. Dolayısıyla bize, yüzde 12'lik kar artışı fazla iyimser geliyor.

Eğer bir resesyon göreceğiz olursak, bunun nasıl bir resesyon olacağı, gelişmekte olan ülkeler dahil piyasalar açısından çok önemli. Nispeten sığ ve kısa süreli bir resesyon, risk primlerini / spreadleri fazla yükseltmemesi kaydıyla, ABD faizlerinde ve muhtemelen enerji gibi emtia gruplarında bir düşüşü berabere getirebilir. Bu da Türkiye dahil, gelişmekte olan ülkeler için olumsuz bir konjonktür oluşturmayabilir.

Öte yandan, daha derin ve uzun süreli bir resesyon, özellikle riskli varlıklardan kaçışı ve risk primlerinde/spreadlerde bir artışı beraberinde getirebileceği için tüm riskli varlıklar için olumsuz bir konjonktür anlamına gelir. Resesyon olursa -ki kesin değil- bu ikisinden hangisinin olacağını ve tam olarak ne zaman olacağını şimdiden söylemek mümkün değil.

Bu ikisini birbirinden erkenden ayırt etmek çok zor olsa da ekonomik sürprizler endeksi, verim eğrisinin tekrar dikleşmesi ve kredi spreadleri gibi bazı göstergelere göre tahmin yürütmek mümkün olacak. Henüz özel kredi

pazarlarında (private credit) önemli bir bozulma veya ticari gayrimenkulleri ve bölgesel bankalarda daha fazla kötüleşme olduğuna dair işaretler görmüyoruz.

Geçen haftada da izah etmeye çalıştığımız gibi esas sorun, hisse senetleri dahil çoğu riskli varlığın bir “yumuşak inişi” fiyatlamış olması. Şu an verilere baktığımızda hala bu “Goldilocks” konjonktürü içindeyiz. Sorun şu ki, bunun devam edeceği görüşü üzerinde çok güçlü bir fikir birliği var. Dolayısıyla piyasa olumsuz sürprizlere daha açık bir halde.

ABD iş gücü piyasasına ilişkin veriler de dahil olmak üzere, en son ABD faaliyet verileri yavaşlamaya işaret ediyor. Aynı zamanda enflasyon da, hala hedeflerin üstünde olmasına rağmen, geriledi. Sonuç olarak, FED daha güvercin bir duruşa döndü. Döngünün son faiz artırımının yaklaştığı neredeyse kesin. Geçen hafta bahsettiğimiz veri ve göstergelere ilave olarak ABD ekonomisi için ekonomik sürprizler endeksinin bir ayı aşkın süredir gerilediğini de belirtelim. Enflasyonun hedeflerin üzerinde ve biraz daha yapışkan olduğunu düşünsek de FED, 2024 yılı içinde faiz indirebilir. Ama verilerde çok ciddi bir bozulma olmadan ve/veya ciddi bir finansal kriz olmadan Mart'ta faiz indirimi biraz fazla agresif bir beklenti olur.

Avrupa'ya bakacak olursak, muhtemelen zaten başlamış olabilecek bir resesyon ile karşı karşıyayız. Yıl ortası gibi Avrupa Merkez Bankası'nın faiz indirimlerine gitmesi mümkün. Çin'e baktığımızda ise dibe vurmuş ve toparlanmanın da şu ana kadar çok da güçlü olmadığı bir ekonomi ile karşı karşıyayız. Çin'de de teşvik edici para ve maliye politikasının devam etmesi muhtemel. Borç ve gayrimenkul sektörünün içinde bulunduğu durum düşünüldüğünde, toparlamanın ne kadar güçlü olacağını kestirmek zor. Piyasalar anlamında 2024'ün riskli varlıklar açısından daha zor bir yıl olması muhtemel. İleride bu konulara daha detaylı değineceğiz. Favori varlıklarımızdan biri ise altın olmaya devam ediyor.

Yurt içine dönecek olursak, ekonomi tarafında ödemeler dengesi ve sanayi üretimi verileri açıklandı. Ekim ayında 12 aylık cari açık 51.7 milyar dolardan 50.7 milyar dolara gerilemiş. Buna ek olarak, çekirdek diye tabii edebileceğimiz enerji ve altın hariç cari fazla Ekim'de 38 milyar dolardan 34.9 milyar dolara geldi. Dikkat çeken başka bir ayrıntı da net hata ve noksan kaleminin Ekim'de 2.7 milyar dolar çıkış göstermesi. Böylece, 12 aylık net hata ve noksan kaleminin toplamı eksi 5 milyar dolar oldu.

Ekim ayında yıllık bazda yüzde 1.1 artan sanayi üretimi ise diğer başka verilerde gördüğümüz üretim tarafındaki ivme kaybına paralel geldi. Aylık bazda yüzde 0.4 azalan sanayi üretiminin dört aydır üst üste gerilediğini belirtelim. Öte yandan benzer ivme kaybının talep tarafında yaşanıp yaşanmadığını verilere bakarak net bir şekilde söylemek mümkün değil.

Piyasalara baktığımızda ise 1 Aralık ile biten haftada yabancı yatırımcılardan hisse senetlerine net 376 milyon dolar giriş olurken, devlet bono ve tahvillerine 152 milyon dolar giriş olduğunu görüyoruz. Yabancı ilgisi eşliğinde, bono faizleri gerilerken hisse senetlerinin bir düzeltme içinde olmasını artan mevduat faizleri ve halka arzlar ile kısmen açıklamak mümkün. Daha önce de belirttiğimiz gibi Türkiye risk priminde iyileşmenin devamının ve reyting şirketlerinden sadece görünüm değil, not artışının da gelebileceğini düşünüyoruz.

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