

### Aydaki Palyaço

Tahterevalli tek başına oynanan bir oyun değildir. Oyuncular iki tarafın da zaman zaman yüksekte zaman zaman da alçakta olacağını bilir ve bundan keyif almaya çalışır.

Fransız nöropsikiyatrist Jean-Michel Oughourlian, partneri aşağıda olmadıkça diğerinin kendini mutlu ve üstün hissedemediği birlikteliklere “tahterevalli ilişkileri” diyor.

İlişkilerin doğasında bir tutam rekabet olması olağan ama devamlı yüksekte olmak isteyen taraf, hele de yükselişi çok hızlı olduysa, konumunun başkalarının ağırlığına bağlı olduğunu zaman içinde unutabilir. Hatırlamaya başladığında ise Alfred Hitchcock’un Vertigo filmindeki James Stewart gibi kendisinde yükseklik korkusu tetiklenir, bir süre sonra akli dengesi de bozulmaya başlayabilir.

İlişki tek taraflı hale geldiğinde artık statiktir, sunidir ve çirkindir. Sürdürülebilir değildir. Sürdürülebilir olmayan, gerçek rekabete daha yakın alanlarda bir süre daha devam edebilir ama günleri sayılıdır. Bu dinamğin nasıl çalıştığını anlamak piyasalar açısından da çok önemlidir. Hangi dengeler hangi ağırlıklara bağlı? Sistem statik ama sürdürülemez noktada mı? Sorulmayan kritik sorular bunlardır.

Yaklaşık bir sene önce stagflasyon geliyor diye yazıp çizmeye başladığımızda pek de ciddiye alan yoktu. Maşallah, nazar değmesin, şimdilerde herkes stagflasyon ve tedarik zinciri darboğazları konusunda uzman. Ancak, yaşamda öğrendiğimiz az bir şey varsa o da; ana akım ve konsensüs, bir konuyu ağzına sakız yapmaya başladıysa, o eğilim genellikle tükenmeye yakındır.

Bizim görüşümüz; hala stagflasyon ‘light’ dediğimiz piyasa konjonktüründe olduğumuz yönünde. Fakat öncü gösterge ve modellerimize baktığımızda bir sonraki konjonktürün reflasyon olacağını düşünüyoruz. Yani enflasyonun yüksek kalmaya devam ederken büyüme verilerinin de güçlenmeye başlayacağını öngörüyoruz. Neden böyle düşündüğümüze dair gerçek hayattan da birkaç veri örneği verelim: Eylül ayı küresel imalat PMI anketinin alt bileşenleri, arz darboğazlarının en kötüsünün azalmakta olabileceğini ima ediyor. Teslimat süreleri artık aşırı düşükten daha yükseğe çıkıyor, bu da işler iyi olmasa da daha az kötü olduğunu gösteriyor. Eski haline gelmeyeceğine ve arz zincirlerinin yapısal olarak kırıldığına dair görüşümüz ise baki.

Çok değil, birkaç ay önce ‘enflasyon yükselmez’ argümanını öne sürenlerin, ekonomi yeniden açıldığında fiyatların nasıl tekrar düşmeye başlayacağına örnek olarak, kereste gibi mallardaki düşüşü gösterdiğini hatırlıyoruz. Ancak o zamandan bu yana sadece emtia fiyatları genel olarak yeni zirvelere ulaşmaya devam etmekle kalmadı; aynı zamanda düşüşü, enflasyonun gerileyeceğine dair örnek gösterilen kereste fiyatları da son üç ayın en yüksek seviyesine ulaştı. Tabii kereste düşer enflasyon düşer argümanı da bir anda tedavülde kalktı. Bu arada geçen hafta Çin yaşanan doğal afetler ve bunun ekonomik etkilerini gündeme getirmiştik. Nitekim bu hafta başında maden zengini ve Çin kömürünün üçte birini üreten Shanxi eyaletinde yaşanan sel baskınlarından sonra kömür yeni bir rekor kırdı.

Ağustos’ta dile getirdiğimiz önce piyasalarda ciddi düzeltme, sonra Eylül sonu dip beklentimizin önce ilk kısmı gerçekleşti. Ardından ikinci Eylül sonu dip konusunda da ısrarlı bir şekilde konsensüste oluşan karamsarlığı paylaşmadığımızı ve diplerine yakın olduğumuzu ifade ettik. Nitekim geçen hafta da küresel risk barometresi kabul ettiğimiz S&P500 endeksi 4300’lü seviyelerde tutundu. Bu bizimki dahil diğer hisse senedi piyasalarına destek oldu. Geldiğimiz noktada orta vadeli ‘trend’ ve kısa vadeli ‘trade’ görüşlerimiz, bazı varlık sınıflarında birbirleriyle çelişir halde. Örneğin emtia ve faizlerin yükseleceği konusunda bir seneyi aşkın zamandır oldukça ısrarlı olduk ve trend anlamında bu görüşlerimizin arkasındayız. Fakat 1-2 haftalık perspektifte ikisinin de kısa vadeli aşırı noktalara gelmeleri ve geri çekilmeleri bizce daha olası. Benzer şekilde ve bu makro görüşlerimiz ile uyumlu olarak da sektörel bazda, özellikle enerji, genel olarak döngüsellere ve değer hisselerini ön plana çıkardık. Teknoloji gibi faizlere daha duyarlı olanların geri planda kalabileceğini ifade ettik. Benzer nedenlerden gelişmekte olan ülkeler için görüşümüz olumlu iken bizim piyasaların geride kalabileceğini de ekledik. Bu görüşlerin trend anlamında arkasındayız ama petrol ve faizlerde beklediğimiz kısa vadeli geri çekilmenin gerçekleşmesi durumunda bu trendlerin karşıtı bir hareket ve mini rotasyon görmemiz olası. Bunun da olması durumunda tekrar trendler yönünde konumlanmak için iyi bir fırsat oluşacağını düşünüyoruz. Sinyal anlamında S&P 500 endeksinde opsiyon envanterlerinin yarattığı mknatis etkisinin de azalması ile 4400 seviyelerin üstü, daha temiz fırsatlar verebilir diye düşünüyoruz.

Özetle önümüzdeki 3-6 aylık perspektifte piyasada oluşan karamsarlığa katılmıyoruz ama sonrası için şu an konsensüste hiç dillendirilmeyen ‘ay piyaması’ ve zor bir ekonomik ortam göreceğimizi düşünmeye devam ediyoruz. Önümüzdeki aylarda görmeyi beklediğimiz piyasa ortamı, son bir haftadakine benzer aslında. Yani zikzaklı, ‘boğa piyasası’nın şaşalı günlerindeki coşkudan uzak; endeksler olumlu, yukarı eğilimli iken esas

aksiyonun, fırsat ve risklerin endeks altındaki rotasyonlarda gizlendiğini düşünüyoruz. Daha eskilerin anlayacağı piyasa dilinden söyleyecek olursak, bu dönem bize biraz 2007-2008'i hatırlatıyor. Büyük resimde klasikleşmiş balon fenomenlerinin (aşırı borç, spekülasyon, yeni modalar, ekonomi ve piyasaların sağlığı için önemli orta kesimin erimesi, varlık enflasyonun bu ayrımı daha da keskinleştirmesi gibi) olması; küresel borsaların 2022'de beklediğimiz büyük düşüş ve 'ayı piyasası' öncesinde dağıtım sürecinde olduğunu seziyoruz. Emtialarda beklediğimiz yükseliş ile piyasa tahterevallisinde teknolojiyi yukarıları taşımış olan enerji gibi döngüsellerdeki pasiflik, yerini yükselişe ve rol değişimine bıraktı. Yılın başında belirttiğimiz 'bu yıl emtiaların senesi olur' görüşümüz de -sene bitmemiş olsa da- gerçekleşecek gibi görünüyor. Yılbaşından bu yana en yüksek performans gösteren varlık sınıfı emtia. Tahterevallide son yılların yükselen yıldızı teknoloji ise bu yükselişinin suni düşük faiz ve ucuz enerji fiyatlarına bağlı olduğunu içten içe hissetti ve vertigo semptomları göstermeye başladı.

Başkalarının farklı fikirleri olabilir ve bu normaldir, saygı duyarız ama biz, konsensüsün gördüğü gibi emtialar ve enflasyon dinamiğinin geçici olmadığını, yapısal bir trend olduğunu düşünmeye devam ediyoruz. 'Stag' ve 're' zaman zaman yer değiştirecek ama planlarımızı 'flasyonun' kalıcı olacağına göre yapmakta fayda var. Veriler ve istatistikler, eğilip bükülüp istenen bir argümanı desteklemek için sık kullanılsa da mümkün nebze objektif baktığınızda da şunu göreceksiniz: Önce popüler emtia endekslerinde genelde enerjinin ağırlığı fazla olduğu için emtia hareketinin ne kadar yaygın olduğunu analiz etmek adına alt kırılımlarına bakabiliriz. S&P GSCI Commodity endeksindeki 21 alt kalemin ikisi hariç hepsinde son bir yılda yükseliş var. Son 2 ve 3 yıllık getirilere baktığımızda, 21 emtianın hepsinde yükseliş var. Merak edenler için ekleyelim; buna benzer geniş katımlı 2 ve 3 yıllık emtia yükselişlerine sık rastlanmıyor. Hatta yanlış hesaplamadıysam böyle bir durum en son 2004 Ekim'de görülmüş. Peki ondan sonra ne olmuş sizce? Bu emtia yükseliş trendi 4 sene daha, yani tam da 2008 krizine kadar sürmüştü.

'Cantillon etkisi' ile küresel olarak para basımındaki en hızlı büyüme, tahmin edilebileceği gibi yalnızca varlık fiyatı enflasyonunun bu rekor temposu, bizim bildiğimiz ve ölçtüğümüz enflasyonu da etkilemeye başladı. Sadece ABD değil, Çin ve Avrupa dahil dünyanın hemen hemen her yerinde önümüzdeki birkaç yılda güçlü enflasyonist baskıları görmeye hazır olmamızda fayda var. Yanılmayı sevmem ama bu tahminimde gerçekten yanılmak istiyorum.

Ekolojik sistemlerde de dengeler değişir ama bunlar genelde 'doğrusal' değil 'üssel' ve kırılma şeklinde olur. Toplumsal tahterevallilerde de zaman içinde dengeler değişir, bir süre sonra ekstrem dengesizlik noktasında statik görünümlü ama sürdürülemez hale gelir. Örneğin bugün ABD'li bir işçinin reel yani gerçek ücreti 40 yıl öncesine göre daha az ama dört kat daha fazla multimilyoner var. Ekonomilerde büyüme hızlarının trend olarak düşmesi, sosyal ve ekonomik kırılma noktalarının arkasında bu pek konuşulmak istenmeyen olgu var. Böyle dengesiz yapıların yansıması olan piyasalar güzel görünür ama oluşan dengeler genelde suni, statik ve sürdürülemezdir. Çünkü bir o kadar da çarpık ve kırılımdır.

Sanırım, geçmiş olsaydım yeryüzüne,

Parçalanacaktı;

O kadar acıklı ve güzeldir,

O kadar ürkek bir rüya gibi.

-Dylan Thomas

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