

## Barbie ve Perky Pat

"Bu, mutlak gerçekliği gördüğünüz anlamına geliyordu. Salt görünüşün ötesindeki öz." Sizin terminolojinizde, diye düşündü, gördüğünüz şeye stigmata deniyor."

— Philip K. Dick, The Three Stigmata of Palmer Eldritch

Amerikalı bilim kurgu yazarı Dick, sadece eksantrik değil, aynı zamanda hayal gücü ve vizyonu çok geniş biriydi. O, sahip olduğu bu nitelikleri önemli edebiyat eserlerinin hammaddesine dönüştüren kişilerden biri. Eksantrik bir zihnin olayların özüne beklenmedik bir bakış sunması alışılmadık bir durum değil ve Dick bunu yapmakta oldukça iyi ve bu da romanlarını okunmaya değer kılan şeylerden biri.

1966'da, küresel ısınmanın önemli bir risk olarak görünmediği zamanda yazılmış The Three Stigmata of Palmer Eldritch romanında, dünyadaki küresel ısınma öyle boyutlara ulaşmış ki New York City'de bir yaz günü gölgede sıcaklık 180°F'a ulaşıyor. Zenginlerse Antarktika'da tatil yapıyorlar. Üç gezegende ve altı ayda insan kolonileri var ve bunlardaki şartlar dünyadakinden daha da kötü. Hatta o kadar kötü ki kimse oraya gönüllü olarak taşınmıyor, zorla bu geri dönüşü olmayan kasvetli ve çorak yerlere gidiyorsunuz. Oraya vardığınızda umutsuz ve amaçsız bir rutine uğraşırken, tek sığınağınız Perky Pat oluyor.

Perky Pat, sinema filmi de çekilen oyuncak bebek Barbie'nin Philip K. Dick versiyonu. Perky Pat ve erkek arkadaşı Walt, iklimin normal olduğu hayali bir dünyada yaşıyorlar. Koloni dünyalarındaki insanlar çılgınca Perky Pat aksesuarlarını topluyorlar. Aynı zamanda yasa dışı ama tolere edilen halüsinojenik madde, zorla gönderilmiş talihsiz insanlar için bir süreliğine de olsa bir hayal dünyasına sığınmanın tadını çıkararak Perky Pat veya Walt olmalarına olanak tanıyor. Hayali de olsa Perky Pat veya Walt olabilme arzusu ise bir tür kitlesel yanılsama halini alıyor.

Tayvan'ın DPP partisi, Pekin'i kızdıracak şekilde, bağımsız görüşlü yeni bir Başkanın görevi devralmasıyla üçüncü dönemi kazandı. Husilerin ABD saldırılarına karşı Kızıldeniz saldırılarını hızlandırma sözü verdi. İran, Pakistan'a, Irak ve Suriye'ye füze fırlatıyor ve Pakistanlılar da aynı şekilde karşılık veriyor. İsrail Hamas arasındaki savaş, tüm şiddetiyle devam ederken Kuzey sınırında Hizbullah savaşının patlak vermesi riski nedeniyle İsrail, Güney Lübnan'daki hava saldırılarını yoğunlaştırıyor.

Geçtiğimiz hafta, Kızıldeniz krizinin petrol tankerlerinin akışını da engellemeye başladığına dair ilk haberlere de rastlandı. Bu, küresel enflasyon açısından çok kötü bir senaryo çünkü enerji fiyatları diğer tüm mal ve hizmet kategorileriyle çok bağlantılı. Enerji sorunlarını daha da kötüleştirme potansiyeliyle Ukrayna, Baltık Denizi'ndeki Ust-Luga LNG terminaline büyük bir insansız hava aracı saldırısı düzenledi. Bu durumda, Ukrayna'nın Rusya'nın enerji altyapısını hedef alması söz konusu olabilir. Kar açıklayan SP500 şirketlerinin 55'i yıllık bazda yüzde 3,2'lik toplam kar düşüşü bildirdi. Bu, yüzde 10-12 büyüme yönündeki Wall Street konsensüsünün altında.

Bu arada S&P500 ve Nasdaq100 tüm zamanların en yüksek seviyelerine geldi.

Piyasa görüşlerimizde ise bir değişiklik yok. Basitleştirme pahasına da olsa dört ana yatırım ortamı veya rejimi olduğunu düşünüyoruz. Bunlar hali hazırda içinde bulunduğumuz büyümenin ne aşırı hızlı ne de aşırı yavaş olduğu enflasyonun gerilediği Goldilocks, büyümenin ve enflasyonun arttığı reflasyon/enflasyon, büyümenin gerilediği enflasyonun ise yüksek kaldığı stagflasyon ve/veya arttığı, son olarak da büyümenin resesyona evirildiği ve enflasyonun düştüğü resesyon/deflasyon rejimleri olarak karşımıza çıkıyor.

Daha önceki yorumlarımızda ve en son çıkardığımız "Hassas Dengeye Umutlu Bekleyiş" raporumuzda da ifade ettiğimiz gibi Kasım başından bu yana Goldilocks rejimi içinde olduğumuzu ama yıl içinde muhtemelen de ilk yarıda resesyon rejimine geçiş yapacağını düşünmeye devam ediyoruz. Fakat ara duraklar olması da olasılık dâhilinde. Bu ara duraklardan ilki de veri ve jeopolitik gelişmelere bakarak reflasyon/enflasyon rejimi olabilir diye düşünüyoruz.

Fakat üzerinde güçlü bir konsensüs olan "yumuşak iniş" yani Goldilocks rejimi devam ederse aylar muhtemelen teslim olmaya zorlanacaklar ve zirvede olan piyasayı kovalamak zorunda hissedecekler.

Peki, neden bir sonraki ara durağın "iniş yok" reflasyon/enflasyon rejimi olabilir diye düşünüyoruz? Bu fiyatlara dâhil mi?

Bir Amerikan yatırım bankası tarafından düzenlenen ve çok sayıda kurumsal yatırımcının katıldığı 2023 sonundaki ankete katılanların yalnızca yüzde 5-6'sı, 2024 yılına kadar enflasyonun artacağını düşünüyormuş. Dolayısıyla enflasyon, reflasyon/enflasyon rejiminin ortaya çıkması ciddi bir sürpriz etkisi yaratabilir ve birçok

varlığın fiyatını etkileyebilir. İlginç olan noktalardan biri ABD'de TÜFE biraz hızlanırken TÜFE ile PCE arasındaki farkın birincisi lehine büyüyor olması. Bu farkın PCE'nin artışıyla kapanması gerçekleşebilir.

Ekonomist değiliz ama ekonomik verilere yatırım yansımaları merceğiyle baktığımızda şunları görüyoruz: ABD'den son gelen ekonomik veriler genelde sıcak. Aslında bu belki de geçen yılki finansal koşullardaki büyük gevşemenin gecikmiş sonuçlarına tanık oluyoruz ve ileride en son "güvercin pivotunun" FED politikasındaki gaflarından biri olarak anılmasına tanık olacağız.

Peki bahsettiğimiz veriler hangileri? Aralık ayında perakende satışlar beklenenden daha güçlü yüzde 0,6 artış gösterdi. GSYH hesaplamalarında kullanılan "Kontrol Grubu" satışları, yüzde 0,2'lik tahminlere kıyasla yüzde 0,8 arttı.

Konut başlangıçları 1,46 milyon ve inşaat izinleri 1,495 milyonla beklentileri aştı. Haftalık Mortgage alım başvuruları yüzde 9,2 artışla Temmuz ayından bu yana, en yüksek seviyesine ulaşırken, refinansman başvuruları yüzde 10,8 artışla Mayıs ayının en yüksek seviyesine ulaştı.

Haftalık ilk işsizlik başvuruları 13.000 düşerek Eylül 2022'den bu yana en düşük seviye olan 187.000'e geriledi.

Ocak ayı Michigan Üniversitesi Tüketici Güveni yüzde 78,8 ile beklentileri ciddi anlamda aştı. Tüketici Güveni, muhtemelen borsadaki büyük yükselişin de verdiği coşku ile Temmuz 2021'den bu yana dokuz puan artarak en yüksek seviyesine çıktı. Mevcut Koşullar bileşeni 10 puan yükselirken, beklentiler 8,5 puan yükseldi ve her ikisi veri de Temmuz 2021'den bu yana en yüksek seviyede yer alıyor.

ABD istihdamının yüzde 75 civarını sağlayan küçük işletmeler, fiyatlandırma planlarını öncü gösterge olarak kullanırsak, başka bir enflasyonist baskı gelebilir diye düşünüyoruz. Bunu ölçen endeksin son değeri 32 ile yılbaşı seviyesi olan 34'ün altında olsa da geçen sene ortalaması olan 28'in oldukça üzerinde.

Kızıldeniz'deki sıkıntıların ardından gördüğümüz navlun oranlarındaki artış da mal fiyatları üzerindeki baskıyı daha da artırıyor. Tabii işletmelerin fiyatları tüketicilere yansıtıp yansıtamayacağı net değil.

Bizce piyasa ve FED yetkilileri için ABD ekonomik aktivitesinde ve enflasyonunda anlamlı bir yukarı yönlü sürpriz ihtimalini küçümsemek giderek zorlaşacak. Enflasyonun yüzde 2'ye doğru rahat bir iniş yapma olasılığı sanki azalıyor.

Bunun bono fiyatlamalarını da yavaş yavaş etkilemeye başladığını görüyoruz. İki yıllık ABD Hazine bonusu getirileri geçen hafta yaklaşık 24 baz puan artışla yüzde 4,38'e yükselirken, 10 yıllık tahvil getirileri ise yılbaşından bu yana yaklaşık 25 baz puan arttı.

Son bütçe verilerine göre 2023 yılını yaklaşık 1,375 trilyon TL'lik bir açıkla tamamladık. Her ne kadar bu rakam, OVP'nin 1,6 trilyon TL veya GSYH açığının yüzde 6,4'ü yönündeki tahmininden hâlâ iyi olsa da nakit bazlı bütçe açığından ciddi bir sapma söz konusu ki bunun önemli bir kısmı muhtemelen deprem harcamaları ile ilgili. Bütçe açığının Aralık ayında -843 milyar TL gerçekleşmesiyle toplam yıllık bütçe açığı -1,375trilyon TL ile nakit bazlıya nazaran iki katından fazla geldi. Aralık ayındaki bütçe giderlerinin 1,350 trilyon TL olması burada ana etken. Giderler arasında cari transferler 310 milyar TL, sermaye giderleri 180 milyar TL ve sermaye transferleri 639 milyar TL olarak gerçekleşti.

Bizce buradaki önemli noktalardan biri, bizim anladığımız kadarıyla, tahakkuk esaslı olduğu yani para henüz harcanmadığı ama 2024 yılı içerisinde harcanacak olması ama zamanlaması ve hızı konusunda fikrimiz yok. Bu harcamaların ne yolla finanse edileceği, iç talep ve dolayısıyla enflasyon ve cari açık üzerindeki etkisini kestirmek kolay değil. Bu arada Ocak ayında tüketici güveni Ağustos'tan bu yana yükselişini sürdürdü ve aylık bazda yüzde 4 arttı. Aralık ayında beyaz eşya satışlarında yurt içi satışlar yıllık bazda yüzde 7 arttı.

İç talebin beklendiği kadar yavaşlamaması önemli bir risk olmaya devam ediyor bizce. Politika yapıcılar, enflasyonun düşürülmesi ve cari açığın daraltılması için iç talebin yavaşlamasının öncelikli olduğunu defalarca dile getirdi. Politika yapıcılar, ekonomiyi fazla soğutmak veya iç talebin dirençli kalmasına izin vererek cari açık ve enflasyon riski almak arasında ince bir çizgide yürümesi gerekecek diye düşünmeye devam ediyoruz.

Türk hisse senetleri konusunda temkinli iyimser ve seçici duruşumuzu koruyoruz. Nitekim Türkiye MSCI'ın ETF'i TUR'un MSCI EM oranı gelişmekte olan ülkelerin ETF'i EEM'e rasyosu yılın başındaki 0.80'den 0.88 civarına yükseldi yani önemli olumlu bir ayrışma söz konusu. Yine de bu rasyonun 2009'dan bu yana ortalaması olan 1.147'ye nazaran yüzde 23'lük bir iskonto söz konusu. MSCI EM içinde Çin'in ağırlığının yüksek ve Çin borsasının performansının çok kötü olması da burada bir etken. Bu olumlu ayrışmaya rağmen Türkiye CDS'inin gelişmekte olan ülke CDS'lerine nazaran olumsuz ayrışma da bizce enteresan. Yine de Türk hisselerinin F/K bazında gelişmekte olan ülke F/K'sına nazaran yüzde 60 iskonto ile işlem görüyor.

Yaklaşık son bir ayda belirginleşen sanayi hisselerinden mali sektör hisselerine rotasyon sonucu mali sektör bölü sınai endeks rasyosu, yılın başındaki 0.68’den 0.72 civarına yükseldi. Fakat bu rasyo hala 2009’dan bu yana olan ortalamasına nazaran yüzde 42 iskontolu.

#### 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 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.