

Yeni Çerçeve

Vervaeke ve meslektaşları, 2012 yılına ait "Relevance Realization and the Emerging Framework in Cognitive Science" isimli makalesinde, bir şeyin önemini kavramanın beyinde bir dizi rakip, hatta karşıt işlem ilişkisi aracılığıyla elde edildiğini savunuyor. Karşıtların işlenmesi, biyolojik sistemlerin ortak bir tasarım özelliğidir; burada sistemin iki farklı parçası, yine daha işlevsel bir genel sonuca yol açan zıt bir şekilde birbirine karşı çalışır.

Ortak fayda geliştirme veya sıfır toplamlı olmayan oyunların keşfi ve kolaylaştırılması, büyük ölçüde zor problemleri çözme becerisiyle ilgilidir. John Vervaeke, bu yeteneğin büyük ölçüde çok sayıda optimal olmayan çözümü akıllıca görmezden gelme ve optimal olan küçük çözüm alt kümesine odaklanma yeteneğimiz olan önem kavrama yeteneğimiz tarafından belirlendiğini savundu. Vervaeke ve Leo Ferraro'nun 2013 yılında bilişsel bilgelik bilimi üzerine yazdığı bir bölümde belirttiği üzere: *"Sorunları çözme, zor problem alanlarında gezinme becerimiz, bu alanı kısıtlama yeteneğimize bağlıdır. Bu, çözümün uygulanmasından ziyade problem çözmenin problem formülasyon yönüne odaklanır. Problemleri, seçenekler kümesini hesaplamalı olarak yönetilebilir olanla yeterince sınırlayacak şekilde inşa edebilmemiz gerekir. Yine, önem kavramının rolü budur: Çok sayıda seçeneği göz ardı etme ve potansiyel olarak verimli olan küçük bir dizi seçeneğe odaklanma yeteneği."*

İlk başlarda görünmeyen ilişkileri fark etme yeteneğimiz, büyük ölçüde sorunları uygun şekilde formüle etme ve gerektiğinde yeniden formüle etme becerimizle belirlenir. Bu içgörünün rolüdür. Sorunları belirli şekillerde çerçevlendirerek formüle ederiz. Bu çerçeve, bize uygulanabilir görünen çözüm türlerini kısıtlar. Bir içgörüyü sahip olduğumuzda mevcut çerçevemizi bırakır ve yeni bir çerçeve benimseriz. Yeni çerçeve, sorunu daha iyi çözümler; bizi için geçerli olacak şekilde yeniden formüle etme esnekliğine izin verir.

Farkında olsak da olmasak da yeni bir makro çerçeve oluşuyor. ABD'de özellikle son birkaç yıldır hızla gerileyen tasarruf oranı az da olsa artmaya başladı. Tüketimin büyük oranda tüketici kredileriyle finanse edildiğini düşündüğümüzde, kredi kartı koşullarındaki sıkılaşmanın ekonomi üzerinde yavaşlatıcı etkisi olmasını bekleriz. Bu sıkılaşma, 2020'deki seviyelerine yaklaşıyor.

Bankacılık krizi öncesinde, bankacılık sisteminin ticari ve sanayi kredilerinde yavaşlama emareleri vardı. Krizden sonra kredi koşullarının daha da sıkılaşmasını bekliyoruz ki bu büyüme üzerinde şüphesiz baskı yaratacak bir unsur. FED'in Senior Loan Officer Opinion Survey'ine göre kredi verme iştahı azalmaya devam ediyor.

Aynı resmi Avrupa ve Çin'de de görüyoruz. Fakat merkez bankaları sadece bunlara bakarak faiz artırımlarından henüz vazgeçme noktasında değil. Bunun sebebi de hem hizmet sektöründe ve istihdam piyasalarında gördüğümüz devam eden güçlü seyir, hem de hizmet ve çekirdek enflasyonun katılık göstermesi. Bu arada dünyanın çoğu yerinde hizmet sektörü ve imalat arasında makasın açıldığını da söyleyebiliriz.

Bankacılık krizi dolayısıyla FED'in bankalara sağladığı likidite imkanı nedeniyle bilançosu son haftalarda arttıysa ve piyasalar bunu yeni bir QE olarak algıladıysa da bu büyük oranda para piyasalarına giden mevduatın boşluğunu doldurmak için oluştu. Bunu, piyasalara yeni bir likidite enjeksiyonu olarak görmek bizce doğru değil. Minneapolis FED Başkanı Kashkari ve Boston FED Başkanı Collins'in de bankacılık stresinin, resesyon riskini artırdığına dair yorumlarını da not ediyoruz. Piyasaların, Japon merkez bankasının da yakında başlaması muhtemel politika normalleştiirmesinin de makro çerçeveye eklemesini bekleriz.

Resesyon ihtimali fiyatlaması için de özellikle bono piyasası ve hisse senedi piyasaları arasında bir ayrışma görüyoruz. Bono piyasalarında verim eğrisi tersine dönmüş durumda, hisse senedi piyasası ise hala yüksek değerlemelerde işlem görüyor. En azından tarihsel olarak bu bölgede gözlemlendiğimiz hem 3 aylık ve 10 yıllık bono faiz farkı hem de 2 yıllık ve 10 yıllık bono faiz farkı arttığı zaman; yani faizde kısa vade, uzun vadelinin üstüne çıktığı zaman genelde bir resesyon ortaya çıkmış. Son ayda verim eğrisinde bir dikleşme gördüsek de hala kısa vadeli faizler uzun vadeli üzerindedir. Dikkate alınması gereken tek gösterge bu değil. ABD Mart ISM imalat endeksi Mayıs 2020'den beri en düşük seviyesine geriledi. Ayrıca Amerika'da M2 para tabanının yıllık bazda son 60 senede görülmemiş bir şekilde eksiye döndüğünü görüyoruz.

Gözler bankalardaki riskler deyken ve bu alandaki türbülansın yatıştığına dair işaretler artarken esas risklerin, kredi sıkılaşmasından olumsuz etkilenecek olan şirketler kesiminde olduğunu düşünüyoruz. OPEC'in son sürpriz kesintisi sonrası artan petrol fiyatları ise özellikle de Avrupa'da stagflasyonist bir etki yaratabilir.

Petrol fiyatlarındaki artışın sürmesi halinde bunun ekonomilerde yeni stagflasyonist baskılar ve yeni kırılmalıklar yaratması aynı zamanda enflasyonist etkileri nedeniyle merkez bankalarının işini zorlaştırması söz konusu olabilir.

Private equity olsun, kaldıraçlı kredi piyasaları olsun, gözlerden daha uzak olan alanların, esas risklerin olduğu yerler olduğunu düşünüyoruz ve bu risklerin önümüzdeki aylarda gün yüzüne çıkmasını bekliyoruz. Riskli olarak değerlendirdiğimiz diğer bir alan ise gayrimenkul sektörü. Sektöre baktığımızda MBA satın alma endeksinin 1995'ten beri en düşük seviyelerine gerilemiş vaziyette olduğunu söyleyebiliriz.

Tüm bu olgulara rağmen S&P500 için beklenen kar tahminleri tarihsel trendlerden epey ayrılmış vaziyette. Biz ayı piyasasının, yukarıda saydığımız sebeplerden ötürü, henüz sonlanmadığını düşünüyoruz. Bir diğer sebep ise volatilité endeksinin 50'li seviyelere, hatta 2008 ve 2020'de gördüğümüz 80'li seviyelere gelmeden gerçek bir dibin tarihsel olarak çok fazla görülmemiş olması. Son olarak da Vix endeksinin Bear Stearns'in 2008'deki zoraki satışından sonra dahi Vix'in yaklaşık dört ay daha düşük kaldığını not edelim. Yani hem Vix'in hem de bono volatilitesi göstergesi MOVE'in düşük seviyesi illaki risklerin düşük olduğu anlamına gelmiyor.

Dolayısıyla geçen hafta paylaştığımız yorumdan çok da uzakta değiliz diyebiliriz: *"Küresel risk barometresi S&P500 (SPX) aşırı satımdaydı ve riskli varlıklarda Nisan ortalarına kadar bir yükseliş görebiliriz diye düşünüyorduk. Fakat bunun SPX'te 4100-4200 seviyesini geçmesini beklemiyoruz. 2 çeyrekte başlarında birkaç aylık bir tepe oluşturacağını ve en az yaz aylarına kadar devam edecek bir düşüşün resesyon fiyatlamasıyla takip edeceğini ve SPX'in 3500 civarını hatta altını görebileceğini düşünüyoruz. Esas piyasa dibinin ise yazın veya sonbaharda görüleceğini düşünmeye devam ediyoruz. Bu dibin ise orta vadede beğendiğimiz gelişmekte olan ülke, emtia ve değerli metallerde de alım fırsatı yaratacağını düşünüyoruz. BİST için de uzun vadeli trend anlamında olumluuz. Fakat daha kısa vadede geniş bir bant içinde dalga boyu yüksek ve geçen seneye nazaran daha iki yönlü bir piyasa beklentimizin ve hisse seçimi konusunda seçici olunması gerektiği görüşümüzün arkasındayız."*

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