

## Gerçek Müttetikler

*"Kişinin yaşamının gelecekte hangi yöne gideceğine karar vermek bizim elimizde değil. Kendi doğasından daha iyi bildiğimizi düşünmemeliyiz, yoksa kendimiz en kötü türden eğitimciler oluruz. Yönlendirmeye yönelik her türlü girişimden vazgeçmek ve analizin gün ışığına çıkardığı her şeyi basitçe anlamaya çalışmak daha iyidir, böylece kişi bunu net bir şekilde görebilir ve uygun sonuçlara varabilir. Kendi edinmediği hiçbir şeye uzun vadede inanmayacaktır ve otoriteden devraldığı şeyler onu yalnızca çocuksu kılar. Kendi hayatını ele alma pozisyonuna getirilmeli."*

-Carl Jung, Some Crucial Points in Psychoanalysis

Jung'un kast ettiği aslında Nietzsche'nin, varoluşumuzun gerçek sahibi (*Nietzsche, "Untimely Meditations"*) olma çağrısı. Pek çoğumuz, bazı davranış kalıplarımızın uzun vadeli refahımız için oluşturduğu tehlikelerden habersiziz. Sorunlarımızla yüzleşmek yerine, ya sorunlarımızın önemsiz olduğuna ve dolayısıyla göz ardı edilebileceğine kendimizi ikna etmeye çalışır ya da sorunlar hiç yokmuş gibi davranırız. Kendimizi o kadar uzun süre kandırırız ki, bir zamanlar yönetilebilir olan sorunlar sonunda yönetilemez boyutlarda sorunlara dönüşür. Bu nedenle Carl Jung, kişisel gelişime yönelik çok önemli bir ilk adımın, kişinin içinde bulunduğu durumun gerçekliğinin daha fazla farkına varması olduğunu savundu.

*"1916'da boğa piyasası devam ettiği sürece long olarak ve ardından ayı piyasası başladığında düşüş yönünde pozisyon alarak yaklaşık üç milyon dolar kazandım. Daha önce de söylediğim gibi, piyasanın bir tarafıyla (boğa/ayı) evlenmek zorunda değilsiniz. Her şeyin iki tarafı vardır derler. Ancak borsanın tek bir tarafı vardır; ve bu boğa tarafı veya ayı tarafı değil, doğru taraftır."*

-Jesse Livermore

*"Düşmanı ve kendinizi bilerseniz, yüz savaşta hiçbir tehlike yaşamazsınız. Kendinizi tanıyor ama düşmanınızı tanımıyorsanız, bazen kayıp bazen zafer kazanırsınız. Ne düşmanınızı ne de kendinizi tanımıyorsanız, her savaşta yenilirsiniz "*

-Sun Tzu, Savaş Sanatı

Hayatının bir kesitini 1923'te kaleme aldığı *"Bir Hisse Senedi Operatörünün Anıları"* kitabıyla ölümsüzleştiren Jesse Livermore, belki de ilk *"küresel makro"* trader'lerden biriydi. Livermore, hisse senetleri, buğday, pamuk, kahve, opsiyon sözleşmeleri dahil hemen hemen her şeyi trade ediyordu.

Bu kitabı dahil, Livermore ile ilgili birçok kitabı defalarca okudum, her okuyuşumda da yeni bir şey öğreniyorum. Basit gibi görünen prensiplerin ise, aslında ne kadar derin olduğunu epey geç fark ettim.

*"Size söyleyebilirim ki, piyasada kendi yoluma gitmeye başladıktan sonra hayatımda ilk kez müttetiklerim olduğunu hissettim. - Dünyanın en güçlü ve en gerçekleri: altta yatan koşullar ve bütün güçleriyle bana yardım ediyorlardı. Belki zaman zaman biraz yavaş kalıyorlardı, ama çok sabırsızlanmadığım sürece güvenilirlerdi. Hala öğrenecek çok şeyim vardı ama ne yapacağımı biliyordum. Artık bocalama yok, yarı doğru yöntemler yok. Bant okuma oyunun önemli bir parçasıydı; doğru zamanda başlamak; pozisyonunuza bağlı kalmak da öyleydi. Benim en büyük keşfim, bir insanın olasılıkları öngörebilmek için genel koşulları incelemesi ve boyutlandırması gerektiği idi."*

Livermore'un bu alıntılarda anlattığı basit gibi gözükse de çok önemli. Altta yatan ve genel koşullar derken Livermore, aslında muhtemelen bizim makro çerçeve dediğimiz şeyi kast ediyor.

İşin en önemli kısmı bizce genel koşulları yani makro çerçeveyi anlamak ve ondan sonra da piyasalarda fiyatlanan temayla birlikte makro çerçeveyi anlamaya çalışmak. Bu ikisi arasındaki fark ne kadar açık ve tekrar yakınsamaya yatkınsa, fırsat ve riskler de o kadar büyüktür. Bunu anlamak ve uygulamak ise ilk bakışta gözükteği kadar kolay değil tabii. Johns Hopkins'te Fizik ve Astronomi Profesörü Richard Conn Henry'ye göre, *"Evreni olduğu gibi görmek için gözlemleri birer şey olarak kavramsallaştırma eğilimimizi terk etmeliyiz."* Piyasalarda da hayatta da bütün resim, hiçbir zaman görünen parçalarının basit bir toplamı değildir.

ABD için fiyatlanan tema bizce çelişkili. Fiyatlanan tema kabaca bir 'yumuşak iniş'. Yani ABD büyümesinin enflasyonu yumuşatmak ve faiz artışlarını tersine çevirmek için yeterince yavaşlayacağı, ancak ekonomiyi durgunluğa sürükleyecek kadar olmayacağı fiyatlanıyor.

Yumuşak bir iniş, fiyatlanan en önemli tema ama veriler bu konuda oldukça çelişkili. ABD imalat ISM ve Öncü Ekonomik Göstergeler Endeksi, zayıf olmaya devam ederken, hizmet sektörü ve çekirdek enflasyon, katılığını sürdürürken, maaş artıları dahil istihdam piyasası ise güçlü olmaya devam ederek kafaları karıştırıyor. Diyelim ki enflasyon tahmin edildiği kadar düşmedi ki çekirdek göstergeler buna işaret ediyor, bu durumda da

piyasaların en korktuğu senaryo hayata geçmiş olabilecek. Şu an çok fazla dillendirilmeyen FED'in durduktan sonra tekrar faiz artırımlarına başlaması, piyasaları epey altüst edebilir.

Piyasaların şu an fiyatladığı ekonomik çerçeve ise; büyümenin biraz yavaşlaması ama bir yumuşak inişin gerçekleşmesi, enflasyonun FED hedeflerine çok yaklaşması ve ardından faiz indirimleri.

Özellikle ücretlerde ve hizmet sektörü enflasyonundaki katılık nedeniyle ekonomi ciddi yavaşlamadan, enflasyonun FED hedeflerine yaklaşması ise bizce düşük ihtimal. Üç aylık ve 10 yıllık hazine bonusu arasındaki spread gibi piyasa bazlı olsun, Conference Board'un öncü göstergeleri gibi ekonomik bazlı olsun, bir sürü gösterge de yaklaşan bir resesyonun işaretlerinin arttığını görüyoruz.

Piyasaların fiyatlamadığı bir resesyon ise enflasyonun tahmin edilenden daha katı olması. Hatta büyümede yavaşlamayı dahi tam fiyatlamıyor bizce. Şirket karları beklentileri hala çok yüksek ve bir resesyon hatta büyümede bir yavaşlama ile uyumlu değil. Çünkü şirketlerin operasyonel kaldıraç çok arttı. Böyle bir dönemde istihdam piyasalarının hala güçlü olduğunu görüyoruz. Bu da şirketler üzerindeki marjların üzerindeki etkisinin olumsuz olacağı anlamına geliyor. Wall Street ise 2023 EPS tahminlerini sadece yüzde 4 civarı düşürdü. Dolayısıyla piyasaların kar tahminlerini de fazla iyimser buluyoruz.

Bloomberg finansal koşullar endeksi ise son bir senenin en gevşek seviyesinden gerilemiş olsa da banka türbülansına kadar seviye olarak yüksekti. Politika sıkılaştırmasının ve piyasa döngülerinin bu aşamasında finansal koşullarda böylesine önemli bir gevşeme, tuhaf ve kendi kendini yok eden dinamikleri serbest bırakabilir durumdaydı. Piyasalarda ne kadar çok enflasyon düşeceği hayal edildikçe, yüksek enflasyonunu sürdürmek için o kadar gevşek mali koşullar ortaya çıkıyordu ve "Bir şey kırılana kadar faiz artışı" senaryosu için koşullar oluşuyordu. Nitekim birkaç bankanın geçtiğimiz haftalarda zora girmesini bu dinamik ile açıklamak mümkün.

Eğer piyasalar toparlanma gösterir, finansal koşullar tekrar gevşer ve ekonomi yavaşlamazsa, FED'in faiz artırımlarına devam etmesi gerekebilir. FED'in faiz artırımlarına devamı da ekonominin sert iniş riskini artırır.

Bizce ana problem ise, ekonomiyi soğutmak ve enflasyonu düşürmek için gereken nötr FED faiz oranının, finansal istikrarı tesis etmek için gerekenden yüksek olması. Yani reel sektör ve finansal sektör için nötr faiz oranı aynı değil. Son bankacılık türbülansının belki de en önemli dersi bu.

FED'in reel faiz oranı da 2006 yani kriz öncesinden bu yana ilk defa artıya geçti. Yapılan tek şey tabii faiz artırımları değil, ABD ve Avrupa merkez bankaları da bilançolarını küçültüyor. BOJ'nin bilançosu ise faiz tavanı uygulaması nedeniyle bono alımları ile büyümeye devam ediyor.

Hem faiz artırımları hem de bilanço küçültmesinin gecikmeli de olsa büyüme üzerinde olumsuz yansımaları olacak. Son zamanlarda kredi koşulları sıkılaştır ve kredi büyümesini yavaşlatırken özellikle de son bankacılık türbülansı nedeniyle de bu sıkılaştırmanın devam etmesi olası. Para tabanı M2 de yıllık bazda düşmeye devam ederken, son dönem yükseldiyse de, FED bilanço küçültmeye devam ediyor. Banka türbülansı nedeniyle özellikle istihdamın aslan payını yaratan küçük işletmelere kredi akışını azaltması da sözkonusu. Bu nedenle ABD'de resesyon ihtimalinin küçümsenmemesi gerektiğini düşünüyoruz.

2023'e ilişkin görüşlerimizi yansıtan raporlarımızda paylaştığımız gibi seri sıkılaştırmanın yol açtığı bir piyasa kargaşası bekliyorduk. Sorunların tam olarak nerede ve ne zaman görüleceğini kesin olarak belirlemek zor. Asya'da Tayland finansal kriz, LTCM ve 1998'de Rusya, 2008'de Bear Stearns ve Lehman Brothers, Freddie Mac ve Fannie Mae.

Daha geniş perspektiften bakarsak, odak noktasında gelişmiş dünyada on yıldan fazla negatif reel faiz oranlarının olduğuna inanıyoruz. Bu hanehalkları ve finansal piyasa katılımcıları arasında son derece riskli davranışları teşvik etti. Daha da önemlisi, bu davranış bölgesel bankalarla sınırlı değil. Aksine, ekonominin neredeyse tüm alanlarına dokundu ve "Her Şey Balonu" olarak adlandırılan şeyi yarattı. Bu balonun artık büyümediğine inanıyoruz. Varlık piyasaları, önemli ölçüde daha yüksek faiz oranlarına sahip bir dünyaya yeniden fiyatlanırken, bu balonlar sönmeye başladı.

Bizce önümüzdeki aylarda, daha gözlerden uzak yerlerde, özellikle kaldıraçlı kredi piyasaları ve buradan finansman sağlayan private equity fonlarının yanında, emlak sektörü kaynaklı resesyon veya düşen büyüme ortamında daha büyük türbülansa sebep olması olası. Kaldıraçlı kredi miktarının yıllar boyunca hızlı arttığını ve ABD MBA satılma endeksinin 1995'ten beri en düşük seviyesine gerilediğini not ediyoruz. Yeni bir türbülansın özellikle de bu piyasalar kaynaklı olması bizce muhtemel.

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 uzun 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 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.