

Zıt Kutuplar

Hayatın yansımalarından biri olan piyasalarda önyargılarımızın farkında olmak ve kendini aldatmanın üstesinden gelmeye çalışmak zor ama önemli bir durum. Fani varlıklar olduğumuz ve piyasalarda olanlar da dâhil, kontrolümüz dışında birçok olaya maruz kaldığımız gerçeğini idrak etmek önemli. Belirsizlikten rahatsız olmak hatta korkmak ve kontrol sahibi olmaya çalışmak arasında gerilimi derinden yaşamayı mümkün olduğunca azaltmak Stoacılığın, Budizm'in ve Taoizm'in mesajlarından biri, değil mi?

Faniyiz ama aynı zamanda hayvanlardan farklıyız ve kendimizden daha büyük şeylerle bağlantılar ararız. Sadece spiritüel yaşamın peşinde koşmak ve gerçek hayatla bağlarını koparmak veya tamamen nihilistlerin yolunu seçmek...

Piyasalarda da kutupları seçmek, her şeyi siyah veya beyaz gibi keskin farklarla görme alışkanlığı, çoğumuzun zaman zaman içine düştüğü bir tuzak. Hâlbuki en başarılı yatırımcıların ortak özellikleri arasında; önyargıların farkında olmak, kendini aldatmanın üstesinden gelmeye çalışmak, açık fikirli ve esnek olmak var.

Daha önce de ifade ettiğimiz gibi içinde bulunulan yatırım rejimi, varlık sınıflarının performansı açısından en önemli etken. Kasım ayı başından bu yana olabilecek en iyi rejim "goldilocks" içinde bulunmaya devam ediyoruz.

Bu rejim değişmeden de aleyhte pozisyon almanın riskli olduğunu düşünüyoruz. Öte yandan özellikle ABD borsaları tarihi zirvelerdeyken daha defansif rotasyonların yapılabileceğini düşünüyor ve düzeltme riskinin arttığını düşünüyoruz.

İlginç bulduğumuz sorulardan biri de, "Neden petrol daha yüksek, altın daha düşük değil?" oluyor. Petrolde yatırımcılar, yeniden hızlanma temasına girip girmeyecekleri ve jeopolitik riskler konusunda kararsız gibi duruyor. Altın ise devam eden fiziksel talep, ABD reel faiz oranlarındaki artışa nazaran daha ağır basıyor.

Jeopolitik alana baktığımızda ise önümüzdeki haftalarda İsrail'in, ateşkes şartlarını kabul etmek zorunda kalabileceğini tahmin ediyoruz. Bu, muhtemelen Mısır ile karşı karşıya kalmama adına kademeli bir ateşkes olacak. Bu durumun gerçekleşmesi, petrol fiyatlarını etkileyebilir ve aynı zamanda, küresel nakliye ve navlun oranları üzerindeki baskıyı da hafifletebilir.

Daha önce de bahsettiğimiz gibi; bir sonraki yatırım ara durak rejiminin "no landing" yani "iniş yok" olma olasılığı yüksek. Görebildiğimiz kadarıyla yatırımcılar, bir kez daha ekonomik ve piyasa görüşlerini yeniden gözden geçiriyor. Bu nedenle, "yumuşak iniş" yerine giderek daha fazla "iniş yok" senaryosu konuşuluyor.

Daha önce de bahsettiğimiz gibi küresel PMI'lar yenilenen bir ivmeye işaret ediyor. İmalat PMI'ı Ağustos 2022'den bu yana en yüksek seviye olan 50'ye yükseldi. Hizmetler PMI'ı ise art arda üç ay aydır yükseliyor.

Bu arada küresel çekirdek enflasyon, son üç çeyrekte yavaşladı ve mal enflasyonu artık salgın öncesi seviyelerde seyrediyor. Tahminlerimizin aksine ateşkes olmazsa; ana nakliye rotalarındaki aksamalar nedeniyle konteyner nakliye maliyetlerindeki artış, enflasyon açısından bir risk olmaya devam ediyor.

Ancak küresel hizmet enflasyonu sadece yavaşça soğuyor. İş gücü piyasalarının sıkı kalması ve ücret artışlarının hâlâ yüksek olması nedeniyle hâlâ salgın öncesi hızın neredeyse iki katı seviyesinde.

Tartışma konularından biri de enflasyonun düşmeye devam edip etmeyeceği. Moda tabiri ile son mil daha mı zor? Merkez bankalarından gelen mesajlardan biri, enflasyondaki düşüşün büyük kısmının hizmetlerden ziyade enerji ve mal kaynaklı olduğu yönünde. Bu bağlamda, ECB Yönetim Kurulu Üyesi Isabel Schnabel'in, Financial Times'deki röportajının özü de buydu.

Ancak daha da önemlisi, iş gücü piyasasının daha fazla zayıflamadığı bir durumda, ücretlerin hala yüzde 4-5 oranında arttığı, tüketici harcamalarının yüksek devam etmesi, üreticilerin yeni arz kesintilerinden kaynaklanan fiyat artışlarını yansıtabilme yeteneği anlamına gelir. Bu da FED'in yüzde 2 enflasyonu ile uyumlu olduğu bir ortam değil. Ocak ISM hizmetlerinde ödenen fiyatlar endeksindeki önemli artış, mal fiyatlarındaki yukarı yönlü risklere karşı uyarı niteliğindedir. ÜFE verilerinde ulaştırma ve mal fiyatlarının yükselişe geçmesi halinde tüketim malları enflasyon tahminleri de daha yüksek oranlara revize edilebilir. Son açıklanan ABD TÜFE verileri de bizim "iniş yok" senaryomuzla uyumlu oldu.

Çin'e bakacak olursak yatırımcıların beklediği mega teşviklerin henüz gelmediğini görüyoruz. Aslında Çin'den gelen sinyaller, sorunlu borçları ortadan kaldırmak için çok daha fazla zaman harcandığı yönünde. Mesela Çin'in 12 bölgesindeki yerel yönetimlere inşaat projelerinden vazgeçmeleri ve zararlarını azaltmaları emredildi. Çin'deki deflasyonun ABD ve dünya için ne anlama gelebileceğini düşündüğümüzde, Pekin'in yıllar boyunca tarihi balonunu defalarca şişirdiğini görmek önemli. Bunun sonuçları arasında, Çin gayrimenkulün tarihteki en

büyük spekülasyon balonlarından birinin yanı sıra aşırı kapasite ve yapısal uyumsuzluk da yer alıyor. Üstelik Çin'in 60 trilyon dolarlık bankacılık sistemi sorunu da var ve artık küresel finansal ve ekonomik sistem açısından bu da önemli bir risk olarak karşımıza çıkıyor. Akla gelen sorular arasında, Çin'in devasa küresel ihracat makinesinin aşağı yönlü fiyat baskıları olmasaydı ABD ve küresel mal enflasyonu bugün nerede olurdu? “Carry trade” ve benzeri küresel spekülasyonlar için düşük maliyetli Japon ve Çin faiz oranlarından ne kadar borç alınıyor? Bunlar gevşek küresel likidite ortamı, ABD'de ve küresel olarak kaldırılabilir spekülasyonun sürdürülmesinde ne kadar etkili oldu? Sonuç itibarıyla Çin'den kaynaklanan ve bir Yuan devalüasyonu ihtimalini de içeren riskler hala duruyor.

Daha önce de bahsettiğimiz ama piyasalarda yeterince tartışılmadığını düşündüğümüz başka bir risk ise ABD ticari gayrimenkul (CRE) konusu. Önce New York Community Bancorp (NYCB) tarafından açıklanan kredi zararları, karşılıklar ayırma ve temettü kesintilerinin ardından konu yine gündeme geldi. Ardından Japonya, Almanya ve Kanada'daki bankalar ve yatırımcılar da ABD CRE ile ilgili olarak büyük miktarda kredi zararları veya değer düşüşleri bildirdiler. Hatta ABD Hazine Bakanı Janet Yellen ve FED Başkanı Jerome Powell'dan Atlantik'in her iki yakasındaki diğer merkez bankası yetkililerine kadar çeşitli hükümet yetkilileri, CRE kayıplarından kaynaklanan finansal istikrar risklerine ilişkin endişelerini dile getirmeye başladı. Bölgesel bankaların CRE kredilerinin önemli bir kısmını vermiş olduğunu anlıyoruz

“Peki bu küresel finansal istikrarı bozacak derecede sistematik bir risk haline gelebilir mi?” sorusunun net bir cevabı yok. Buradaki riskler, çok fazla ön planda olmasa da bizce küçümsenmemeli. ABD Hazine Bakanı Yellen, ABD Temsilciler Meclisi'ne yaptığı açıklamada, “Ticari gayrimenkul, uzun zamandır finansal istikrar riskleri veya bankacılık sisteminde kayıplar yaratabileceğinin farkında olduğumuz bir alan ve bu, denetimcilerin dikkatli dikkat etmesi gereken bir konu. Bunun yönetilebilir olduğuna inanıyorum ancak bu sorun nedeniyle oldukça strese giren bazı kurumlar olabilir” ifadelerini kullandı.

Yurt içine dönecek olursak Aralık perakende satış hacmi aylık yüzde 1,7 arttı, yıllık bazda ise artış yüzde 11,4 oldu. Bu veri bizim iç talepte ciddi bir ivme kaybı henüz yok görüşümüzle uyumlu.

TCMB Enflasyon Raporu'nu açıkladı. TCMB, enflasyon tahminlerini 2024 yılsonu için yüzde 36, 2025 yılsonu için ise yüzde 14 olarak korudu.

Bizce yeni TCMB Başkanı Fatih Karahan'ın mesajları; Ocak Para Politikası Kurulu (PPK) toplantısının ardından yayınlanan, faiz artırımlarına son verildiğini belirten, önemli ve kalıcı enflasyonist baskılar olması durumunda değişiklik yapmaya açık kapı bırakan ve ileriye dönük yönlendirmeye uyumluydu. Başkan, TCMB Enflasyon Raporu'nda; para politikası aktarımının önemini vurguladı ve lira mevduat faizlerindeki ve kredi büyümesindeki volatilitiyi önlemek için potansiyel makro ihtiyati tedbirlerden bahsetti.

Karahan, politika faizinin bundan sonraki patikası konusunda ise enflasyonun temel trendi ve beklentilerinin sadece 2024 tahminleriyle değil, 2025 enflasyon tahminleriyle de uyumlu olacağını vurguladı. Özellikle önümüzdeki 24 ay sonrası için piyasa katılımcıları anketindeki enflasyon beklentisinin yüzde 23,69 seviyesinde yani TCMB'nin 2025 yılsonu enflasyon tahmininin oldukça üzerinde bulunması nedeniyle bu ifadeyi şahince yorumluyoruz.

Ocak ayı toplantısının faiz artırımı döngüsünün sonu olduğu ve yüzde 45'in tepe politika faizi olduğu yönündeki görüşümüzü koruyoruz. Yakın vadedeki öncelikler arasında politika faizinin mevduat faizlerine etkin aktarımının sağlanması; tüketici kredileri ve kredi kartları harcamalarındaki artış hızını azaltmak yer alacak gibi duruyor. Son çeyrekte önce faiz indirimi olmayacağı yönünde beklentimizi korurken, enflasyonun ve beklentilerin gidişatına göre, son çeyrekte dahi faiz indirmeme ihtimalinin ise arttığını 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.