

### Ustalara Saygı Kuşağı

Birkaç haftadır yılsonuna kadar piyasalarda, hem yurt içi hem de yurt dışı için olumlu görüşte olduğumuzu belirtiyoruz. Dip olabilir dediğimiz yerlerden kısa vadede hızlı bir yükseliş oldu, kritik seviyelere gelindi, dolayısıyla kısa vadede düzeltme ihtimali olsa da bu olumlu görüşlerin arkasındayız. Seneye yılın ilk çeyreğinde yurt dışında ayı piyasasına döneceğimize dair görüşlerimizin de arkasındayız.

Peki neden? FED'in birinci çeyrekte duracağını tahmin etsek de henüz ekonomi ve finans sisteminde oluşan hasarın daha net ortaya çıkmasının zaman alacağını düşünüyoruz. Yani, FED faiz artırımının sonlarına yaklaşırken piyasa tahminleri ve fiyatlamaları bizce seviye olarak artık yanlış değil. Ekonomik gerçekleştirmelere ilişkin göstergeler ise henüz resesyon denilabilecek seviyeleri göstermiyor. Şirketler de bu süreçte fena üçüncü çeyrek sonuçları açıklamıyor. Öte yandan taktiksel ve piyasa psikolojisi hala aşırı satımda, pozisyonlanmalar da çok yüklü değil. Bunun üzerine olumlu mevsimselliği de eklediğimizde piyasa açısından sene sonuna kadar olumlu bir fırsat penceresi yakalanabileceğini düşünüyoruz. Öte yandan önümüzdeki seneye ilişkin tahminler, her ne kadar kar beklentileri bir miktar düşürülmüş olsa da büyüme tarafında fazla iyimser.

Milton Friedman'ın zamanında dediği gibi: "Faizlerdeki değişiminin ekonomi üzerindeki etkisini ölçmek için 6 ila 12 ay beklemek gerekir, bu nedenle de merkez bankacıları çoğu zaman kolaylıkla aşırı gevşetiyor ya da sıkılaştırıyor." Bizce bugün piyasalarda en fazla aklımızda tutmamız gereken fikir bu. Bugün itibarıyla ABD 10 yıllık bono faizleri 12 haftadır aralıksız yükselişini sürdürüyor ki bu en son 1980 başlarında görülmüştü.

Aslında faizlere bakarken nominal yerine reel faizlere ve değişim hızına bakmak daha faydalı. Enflasyon a karşı korumalı TIPS'lere bakarak reel faiz fiyatlamasına ve değişim hızına bakmak bizce makul. Bu şekilde baktığımızda bazı tahminlere göre reel artış dört standart sapmalı bir artışa tekabül ediyor. Bunun ekonomi ve şirket karları üzerinde şu ana kadar gördüklerimizden fazla bir etki yapması beklenmeli. En azından biz öyle bekliyoruz. Örnek vermek gerekirse; 2000, 2007 ve 2018'de bu artışın iki standart sapma olduğunu söyleyelim ve akabinde ekonomi ve piyasalarda hoş olmayan görüntüler oluştuğunu ve şu anki sistem yapısının, devlet bilançolarına devredilen borçlar nedeniyle de daha kırılabilir olduğunu belirtelim. Seneye de sifıra yakın büyüme ama yıllık olarak düşse de enflasyonun yüzde 4-5 gibi yüksek olduğu, bizim stagflasyon light adını verdiğimiz döngüde bulunabileceğimizi düşünüyoruz. Bu tahmini mi gerçekleşirse de yatırımcıların büyük çoğunun, reel varlıkların sahiplik oranlarının hala düşük olmasında ve genel olarak hala 60-40 portföy dağılımında ısrar ediyor olmalarından dolayı, ters ayakta yakalanma olasılığı yüksek. Örnek olarak enerji sektörünün S&P'deki ağırlığı, son iki senenin en iyi performans gösteren sektör olmasına ve geçen seneye nazaran iki katına çıkmasına rağmen, 2008 yılının yaklaşık üçte biri, 1981'deki seviyenin beşte birinde.

Girişi böyle yaptıktan sonra analiz çerçevemizi biraz daha açıklayalım. 1996 yılından beri artık aramızda olmamasına rağmen son 20-30 senede olup bitenleri anlamak için belki de en iyi çerçeve, finansal istikrarsızlığın doğası üzerine teorisi ile ne kadar ileri görüşlü olduğunu kanıtlayan Amerikalı ekonomist Hyman P. Minsky'nin çalışmalarında yer alıyor.

Kendisinden önceki birçok iktisatçının, özellikle de Keynes'in çalışmalarından yola çıkan Minsky, finansal istikrarsızlık üzerine, gölge bankacılık sisteminden tutun, konut piyasasında gerçekleşen ve 2008 yılında dünyayı karanlık derinliklere götüren tüm finansal ve ekonomik olayları neredeyse ürkütücü ayrıntılarıyla anlatan bir teori geliştirdi. Hem de bunu 1986'da yayınladı! Bu nedenle de Prof. Minsky'yi tartışırken yaptığım ilk şey, hak ettiği ama yeterince göremediği saygıyı göstermek olur.

Minsky, kendini Keynesyen bir iktisatçı olarak tanımlasa da Minsky'nin çalışmaları onun farklı bir yöne doğru evrilmesini sağladı. Keynes'in, birey için geçerli olanın, bir ekonomik sistem olarak işleyen bireyler topluluğu için mutlaka geçerli olmadığı önermesine dayanan Keynesyen ekonominin, makroekonomiyi icat ettiğini hatırlayalım. Bu ilkeye bazen "bütünleme yanlışlığı" veya "toplama paradoksu" denir. Ancak bahsedileni anlamak için süslü etiketlere veya jargona başvurmamız gerekmiyor. Kalabalık bir gösteriye giden seyirciler, mikroekonomi ile makroekonomi arasındaki farka tanık olmuştur. Mikro bir perspektiften, her bireyin daha iyi bir görüş elde etmek için ayağa kalkması mantıklıdır ama makro bir perspektiften, rasyonel davranan her birey, herkesin ayağa kalktığı ancak kimsenin daha iyi bir görüşe sahip olmadığı bir sonuç üretecektir.

Aslında Minsky, Keynes'in teorilerini bir sonraki seviyeye taşıdı. Yaptığı bu büyük katkı da "Finansal İstikrarsızlık Hipotezi" oldu. Minsky, hipotezinin "Keynes'in Genel Teorisinin özünün bir yorumu" olduğunu açıkça ilan etse de, hipotezinin ekonomi ve piyasalar için ne kadar geçerli olduğu son 20-30 senede iyice ortaya çıktı. En basit haliyle Minsky'nin yaptığı anahtar katkı, analizde kredi mekanizmasının önemi ni ön plana çıkarmasıydı. Kapitalist borç yapılarını istikrara kavuşturan ve istikrarsızlaştıran arasında ayırım yapmak için de basit gibi görünen ama çok sağlam ve benim de favorim olan bir çerçeve sağladı. Keynes'in "Genel Teori'si

nasıl Davranışsal Ekonomi ve Finans'ın kuruluş metni ise Minsky'nin eserleri de bence modern makro stratejik finansal analizin temellerini oluşturur.

Minsky der ki, "Hedge, spekülatif ve Ponzi finans olarak adlandırılan ekonomik birimler için üç ayrı gelir-borç ilişkisi olarak tanımlanabilir.

Hedge finansman birimleri, nakit akışları aracılığıyla tüm ödeme yükümlülüklerini yerine getirebilen birimlerdir. Yükümlülük yapısında öz kaynak finansmanının ağırlığı ne kadar büyükse, birimin bir hedge finansman birimi olma olasılığı da o kadar yüksek olur. Spekülatif finansman birimleri, anaparayı gelir nakit akışlarından geri ödeyemeseler bile, yükümlülükleri üzerinden 'gelir hesabı' ödeme taahhütlerini karşılayabilen birimlerdir. Bu tür birimlerin yükümlülüklerini 'devretmesi' gerekir. Örneğin, vadesi gelen borç taahhütlerini karşılamak için yeni borç ihraç eder...

Ponzi birimleri için, faaliyetlerden kaynaklanan nakit akışları yoluyla anaparanın geri ödenmesini veya ödenmemiş borçlardan kaynaklanan faizlerin ödenmesini karşılamaya yeterli değildir. Bu tür birimler varlık satabilir veya borç alabilir. Faiz ödemek için borç almak veya adi hisse senedine faiz ve hatta temettü ödemek için varlık satmak, borçları ve gelecekteki gelirlerin önceden taahhüdünü artırsa bile, bir birimin öz sermayesini düşürür." Buradaki hedge kelimesinin hedge fonlar ile karıştırılmaması gerektiğini altını çizmek isterim.

Minsky şöyle devam eder: "Hedge finansmanının baskın olması durumunda, ekonominin pekâlâ denge arayan ve içeren bir sistem olabileceği gösterilebilir. Buna karşılık, spekülatif ve Ponzi finansın ağırlığı ne kadar büyük olursa, ekonominin sapmayı artıran bir sistem olma olasılığı da o kadar yüksek olur. Finansal istikrarsızlık hipotezinin ilk teoremi, ekonominin istikrarlı olduğu finansman rejimlerine ve istikrarsız olduğu finansman rejimlerine sahip olmasıdır. Finansal istikrarsızlık hipotezinin ikinci teoremi, uzun süreli refah dönemleri boyunca ekonominin istikrarlı bir sistem oluşturan finansal ilişkilerden, istikrarsız bir sistem oluşturan finansal ilişkilere geçiş yapmasıdır.

Kapitalist ekonomiler, özellikle uzun süren iyi zamanlarda, hedge finans birimlerinin hâkim olduğu bir finansal yapıdan, spekülatif ve Ponzi finansla uğraşan birimlerin büyük ağırlığının olduğu bir yapıya geçme eğilimindedir. Ayrıca, büyük miktarda spekülatif finansal birimlere sahip bir ekonomi, enflasyonist bir durumdaysa ve yetkililer parasal kısıtlama ile enflasyonu kovmaya çalışırsa, spekülatif birimler Ponzi birimleri olacak ve daha önce Ponzi birimlerinin net değeri hızla buharlaşacaktır. Sonuç olarak, nakit akışı açığı olan birimler, pozisyonlarını satarak pozisyon oluşturmaya çalışmak zorunda kalacaklardır. Bunun varlık değerlerinin çöküşüne yol açması muhtemel."

Özellikle bu son paragrafı naçizane tekrar okumanızı tavsiye ederim.

Minsky der ki: "Hipotezin özü, istikrarın istikrarsızlaştırıcı olmasıdır çünkü kapitalistler istikrarın devam edeceğine, istikrarı baltalayan Ponzi birimleri de dahil olmak üzere her zamankinden daha riskli borç yapılarını devreye sokmaya yönelik sürü halinde bir eğilime sahiptir."

İnsanlar risk alarak ne kadar uzun süre para kazanırlarsa, risk alma konusunda o kadar tedbirsiz olurlar. Bunu yaparken, yolda kendi kendini gerçekleştiren geçici döngüler oluşur. Herkes aynı anda daha fazla risk arayıcı hale geliyorsa, bu risk primlerini düşürür, teminatın değerini artırır, kaldıraç yeteneğini artırır ve oyun devam eder. İnsan doğası gereği döngüseldir ve esasen Minsky tezinin ana noktası da budur.

#### 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