

## Hayali Dünyalar

*"Bitkiler gibi, insanlar da büyür, bazıları ışıktaki, diğerleri gölgede. Işığa değil de gölgelere ihtiyacı olan birçok kişi var."*

- Carl Jung, The Red Book

*"Sadece bu karanlıktan geçen insan daha fazla ilerleme kaydetmeyi umabilir."*

- Carl Jung, Yoga and the West

Asında daha önce bahsettiğimiz makro çerçeve pek değişmedi. Banka kredilerinin sıkışmasıyla birlikte, FED'in faiz artışında ara verme olasılığı daha yüksek gözüküyor. Fakat sorun şu ki, piyasalar FED'in finansal istikrarsızlığın ilk belirtisinde enflasyon mücadelesinden geri adım atacağı günü hevesle bekliyor. Bu da FED'in ve piyasa oyuncularının işini zorlaştırıyor çünkü FED'in geri adım atacağı beklentisi finansal koşulları gevşetiyor ki bu, özellikle çekirdek enflasyon bu kadar yüksekken FED'in işine gelmiyor. FED ve piyasalar arasındaki bu oyun bizce sürdürülebilir değil. Sürdürülemez olmasının sebebi ise oyunun doğası. Yani bu, kendi kendini besleyen bir döngüden ziyade kendi kendini yok eden bir döngü.

*"İnsan, hali hazırda olan gerçeklikten daha iyi bir dünya istediği için sonsuza dek kendine hayali bir dünya yaratmaz mı?"*

-Nietzsche, The Will to Power

Normalde böyle bir belirsizliğin piyasalarda volatileden artmasını beklersin ama tam tersi oluyor ki bunda özellikle vol hedefli fonlar ve mekanik dinamikler volatilitiyi baskılama gibi bir rol oynuyor. Fakat bizce bilinmesi ve anlaşılması gereken en önemli kavram, doğada da piyasalarda da suni şekilde baskılanan volatilitiyi ortadan kaybolmuyor, sadece şekil değiştiriyor ve değişik şekillerde ve zamanlarda pat diye karşımıza çıkabiliyor. Düşük volatilitiyi eşittir düşük risk demek değil. Hatta çoğu zaman bunun tam tersi geçerli. Hyman Minsky'nin zamanında söylediği gibi; *"Ekonomi ve piyasalardaki istikrar, bir sonraki istikrarsızlığın tohumlarını atıyor."*

Piyasaların FED duraksamasına verdiği yanıt yıllar içinde oluşmuş ve koşullandırılmış bir süreç. Hatırlayalım, 2013 yazının başlarında piyasa istikrarsızlığı su yüzüne çıktığında Bernanke, piyasalara Federal Rezerv'in sıkışan mali koşullara karşı "geri adım atmaya" hazır olduğu konusunda güvence verdi. Aralık 2015'te Yellen'in bebek adımı olan 25 baz puanlık artışı, piyasalarda sarsıldığında geri adım attı. Şimdiki başkan Powell, 2019 ortasındaki para piyasasındaki huzursuzluğa, QE'nin yeniden başlatılmasıyla yanıt verdi. Powell'in başkan olduğu FED, daha sonra Mart 2020'de parasal baraj kapaklarını açtı ve oranları Haziran 2022'ye kadar yüzde 1'in üzerine çıkarmadı.

Bugün de koşullandırılmış piyasalar, anlaşılır bir şekilde FED'in herhangi bir anlamlı sıkılaştırmayı tersine çevirmek için önlemlerini gevşetmesini bekleyerek, gevşek koşullar için şartlandırılmış durumda.

Tarih tekerrür eder mi bilinmez ama büyük ipotek finansmanı balonu ilk olarak, iki Bear Stearns yapılandırılmış kredi fonunun, Haziran 2007'de çökmeye başlamasıyla patladı ve yüksek faizli ipotek balonu söndü.

Unutmayalım ki subprime ile ilgili ilk piyasa zayıflığından sonra, S&P500 Ekim 2007'de Ağustos diplerinden yüzde 15 artarak rekor bir yüksekliğe yükseldi. 2008'de olanları ise herkes hatırlıyordur.

Bölüküktenin yarattığı dengesizlikler aslında o zaman da oldukça belirgindi. Haziran 2007'nin sonlarından Temmuz 2008'in başlarındaki zirvesine ulaşan Bloomberg Emtia Endeksi neredeyse yüzde 40 arttı. Bu süre zarfında ham petrol, 65 dolardan 11 Temmuz 2008'de 147 dolarlık gün içi zirvesine yükselerek ani bir sıçrama yaptı. Yıllık TÜFE Temmuz 2008'de yüzde 5,6 ile 17 yılın en yüksek seviyesine ulaştı. Yine de artan ham petrol, emtia ve tüketici fiyatları enflasyonuna rağmen, 10 yıllık Hazine getirileri, Temmuz 2008'de, Haziran 2007'ye kıyasla 100 baz puandan daha düşüktü.

Sözde geleceği fiyatlayan ileri görüşlü piyasalar ise yaklaşan 2008 "kazasını" göremedi veya önemsemedi. Dolayısıyla, piyasaların coşkusuna ve bugünlerde VIX Kasım 2021'den en düşük seviyesini görmüş olmasına kanmamak gerekiyor. Yüzeyin altı, özellikle özel kredi piyasaları oldukça kırılğan.

Bu arada öncü göstergelerin (LEI) son 12 aydır aralıksız gerilediğini de unutmayalım. Artık her gün daha bariz hale gelen yavaşlamaya dair emareler, piyasalar tarafından önemsenmiyor. FED açısından da durum zor. Zayıflayan öncü göstergelere, üretim göstergelerine ve verim eğrisine mi bakacak yoksa güçlü devam eden

hizmet sektörüne katılık gösteren hizmet ve çekirdek enflasyonu ve artan finansal stabilite risklerine mi odaklanacak?

Bu son yükselişte üç hisse senedi; Apple, Nvidia ve Microsoft S&P500'deki kazançların yarısından fazlasına katkıda bulundu. İlk 10 hisse, kazancın yüzde 95'inden fazlasını oluşturdu ki bu da çok sağlıklı değil.

Döviz piyasalarında ise geçen hafta Asya ve emtiaya bağlı KRW, NOK, CAD, BRL gibi çaprazlarda doların güçlenme eğilimini gördük fakat bu dönüş EUR için henüz söz konusu değil. Yine de geniş tabanlı bir riskten kaçış temasıyla birlikte dolarda güçlenme eğilimi beklentimiz devam ediyor.

Piyasalar için ise görüşlerimizde değişiklik olmadı. Mart ayından başlayarak Nisan ayına kadar geniş tabanlı, S&P500 için 4100-4200 hedef bir trend karşıtı ralli beklediğimizi yazmıştık ve bu gerçekleşti. Son bir aşırıya kaçış görme ihtimali olsa da piyasaların en az 3-4 aylık bir düşüş döngüsü başlatacağını düşünüyoruz. Neticesinde taktiksel olarak, bu yükselişi satış / kar almak, daha defansif hisselerle yönelmek için fırsat olduğuna dair görüşümüzü yineliyoruz.

#### 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.