

Sürpriz Sürpriz

Piyasalarla ilgili olanların geçen hafta muhtemelen en çok duydukları arasında “Merkez Bankası’nın sürpriz faiz indirimi” ile başlayan cümle vardı. Peki, indirim sürpriz miydi? Evet, öyleydi. Peki herkese mi sürpriz oldu, hiç mi bekleyen yoktu? Başkaları adına konuşmam ve anketlerde görüldüğü kadarıyla indirim bekleyen yoktu ama 16 Eylül’de yayınladığımız aylık “Makro Düşünceler” raporunda TCMB’nin bu toplantıda faiz oranlarını düşürme olasılığının sabit tutma olasılığı ile aynı olduğunu düşündüğümüzü aktarmıştık.

Peki, bir seferlik ve birbirinden bağımsız gibi gözükken kuraklık, sel ve orman yangınlarının hepsi sürpriz mi? Ortak noktaları yok mu? Karmaşık ekosistemlere tamamen mekanik ve doğrusal bakış açısıyla yaptığınız müdahalelerin beklenenlerden çok farklı etkiler yaratabileceğini ne zaman öğreneceğiz?

Enflasyon dünyada bir numaralı konu haline geldi. Çok mu sürpriz? Geçen sene bu zamanlardan beri piyasaların küresel enflasyon konusunda yanılabilirliğini hem enflasyon hem de büyümenin beklentilerin üstüne çıkabileceğini anlatmaya çalıştık. Arz yönlü sorunlar var, hallolur, bir seferlik konular bunlar, yani enflasyon geçici diyenler yine çoğunlukta. Ama öyle mi acaba? Emtia bu senenin en iyi performans gösteren varlık sınıfı oldu, tam da geçen sene sonu itibaren ısrarla vurguladığımız gibi. Artık neredeyse her yerde enflasyon konuşuluyor. Ama genel kanı, geçici olduğu yönünde. Ben bunun tam tersini düşünüyorum. Normalde tahminlerimde yanılmayı sevmem ama bu konuda gerçekten yanılmayı umuyoruz. Birçok kusuru ve hatası olan Avusturya İktisat Okulu’nun en isabetli ve değerli fikirleri; para, varlık enflasyonu ve bildiğimiz enflasyon arasındaki ilişkiler konularındaydı. Onların da fikirsel atalarından kabul edebileceğimiz, 17. yüzyılda doğmuş olan İrlandalı Cantillon bugün yaşıyor olsa ne düşündüğü acaba?

Son iki üç haftadır piyasalarda, bir düzeltme beklediğimizi vurguladık ve o düzeltme de gelince piyasa diplerine uzak olmadığımızı geçen hafta ifade ettik. Global risk barometresi olarak aldığımız S&P 500 için 4300 civarını dip gibi düşünüyoruz. Buradan dönüşte faizlerin borsalar ve emtia ile birlikte yükselmesi çapraz kurlardaki gelişmeler bu tahminin gerçekleşmeye başladığını düşündürüyor. Aslında ikinci dip ihtimali hala mevcut olsa da büyük resimde bizce bu çok da önemli değil. Önemli olan dominant makro piyasa rejiminin reflasyon olacağına ilişkin beklentimiz. Daha kritik olan o.

İkinci dip olur mu olmaz mı tartışması yatırımcı açısından o kadar önemli değil, çok daha kısa vadeli düşünen traderlar açısından belki anlamlı. Herkes açısından önemli olan asıl tartışma: “Bu bir ayı piyasası başlangıcı mı, yoksa düzeltme mi?”. Bu konuda düşüncemizi son derece net bir şekilde ifade ettik zaten ama tekrarlayım. Bu bizce bir düzeltme, ayı piyasası başlangıcının da önümüzdeki senenin konusu olmasını bekliyoruz. Normalde bu kadar detaya girmek istemesem de düşünce biçimimizin, doğru veya yanlış, şeffaf bir şekilde ortaya konması yararlı olabilir.

“Bu kısmı detaylar beni ilgilendirmiyor” dersiniz bu kısmı rahatlıkla atlayabilirsiniz. Düşünce biçimimi daha şeffaf aktarma adına bugünkü piyasa ortamını bir nevi canlı bir ‘case study’ gibi görüp neden ikinci dip veya en azından bir düzeltme daha diye düşündüğümü biraz açayım. Cuma günü sadece bizde değil, dünyanın çoğu borsasında hisse senetleri, kötüleşen gün içi momentumu ve sektör dağılımı gördü. Döviz piyasalarındaki görüntü de biraz karışıktı. Reflasyon rejiminde beklediğimiz dolar zayıflamasını görmeye başladık. Fakat bu da önemli çaprazlarda şimdilik sadece seçici şekilde oldu. Daha da spesifik olmak gerekirse USDCAD ve NZDUSD gibi çaprazlarda bu daha belirgindi ama, EURUSD’de zayıftı. Benzer şekilde USDSEK ve AUDUSD gibi çaprazlar da iştahsızdı. Reflasyon rejiminin teyidi açısından madenciler ve çelik sektörü hala nispeten zayıf. Ayrıca geçen hafta gördüğümüz, Almanya ve ABD bonolarının önderlik ettiği bono faiz yükselişi ABD Mega Cap teknolojisi hisselerinin daha zayıf olmasını beklerdik. Örnekleri daha fazla uzatmak istemem ama genel fikir olarak bu ve benzer piyasa hareketlerinin düşündüğü, ağır basan olasılık olan faizlerde bir gerileme ve borsalarda hafif bir ‘risk off’ havası eşliğinde bir geri çekilme. Bunun sadece kısa vade için olduğunu tekrar hatırlatıyoruz.

Bu kısa dönemin ötesine baktığımızda ana beklentilerimiz borsa, emtialar ve faizlerin eş zamanlı yükselişi şeklinde olmaya devam ediyor. Ana hatları itibarıyla, yukarıda aktardığıma benzer bazı teyitler eksik olsa da, bu tahminin de arkasındayız.

Reflasyon rejiminin, bu rejiminin daha doğru varlık sınıflarının ve hisse sektörlerinin ne olduğunu daha önce birkaç kez paylaşmıştık. Yalnız şunu tekrar hatırlatmak isterim ki bu reflasyon ortamı, genelde gelişmekte olan ülkelere yarar. Fakat bizimki gibi faizlere duyarlılığı olanlar buna eşlik etse de geride kalması beklenir.

Peki makro piyasa rejiminin ne olduğunu son birkaç veriye bakarak mı tahmin ediyoruz? Hayır, yüzlerce veriyi analiz etmekle kalmıyor, bunların piyasa fiyatlamaları ile uyumlarına da dikkat ediyoruz. Böyle baktığımızda

olasılık olarak çok yüksek olmasa da hâlihazırda baskın makro piyasa rejimi stagflasyondan yavaş yavaş reflasyona kayıyor. Burada stagfasyon ve reflasyon ifadelerini kullanıyoruz ama kast ettiklerimiz ile teknik tanımları birebir aynı değil. Piyasaları etkileyenler çoğunlukla düzeyler değil, ikinci türev veya basitçe ‘yöndeki değişim oranı’ diyebileceğimiz veriler. Bu tabii ki son derece dinamik bir süreç ve yeni veriler ile güncelleniyor fakat sonuç, günden güne de genelde değişmiyor.

Bunlarla birlikte alınan pozisyonlar, piyasa psikolojisi göstergeleri ve mali ve parasal politika dinamikleri görüşlerimiz de önemli. Bu kısa hatırlatma sonrası önümüzdeki birkaç ay sonrası son durağın stagflasyon olacağını düşünmeye devam ediyoruz. Gerçekleşirse, bunun da en azından bizi okuyanlar açısından sürpriz olmayacağını ümit ediyorum. Roubini gibi “meşhur” ekonomistlerin de benzer beklentileri var gibi okumaya başladım. Dolayısıyla bunun da yavaş yavaş bir piyasa teması haline gelme olasılığı yükseliyor. Uzmanlar, kendilerinden emin bir şekilde küresel enflasyonun sorun olmadığını söylemeye devam etsin, enflasyonun önümüzdeki senelerde de yapısal olarak yüksek kalacağını tahmin ediyoruz.

2022’nin ikinci çeyreğinden itibaren ayı piyasası ve ekonomik olarak da zor bir dönem görme ihtimalimiz de bizce yüksek. Hiç ümit etmiyorum ama gerçekleşirse en azından bizi okuyanlar açısından bu da sürpriz olmayacaktır.

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.