

## Newton'un Uykusu

*“Dünyadaki en merhametli şey, insan zihninin tüm gördüklerini birbirleriyle ilişkilendirme konusundaki yetersizliğidir. Sonsuzluğun siyah denizlerinin ortasındaki sakin bir cehalet adasında yaşıyoruz ve bu kadar uzaklara yolculuk yapmamız beklenmiyordu. Her biri kendi yönünde ilerleyen bilimler şimdiye kadar bize çok az zarar verdi; ama bir gün, birbirinden ayrılmış ve habersiz bilgilerin bir araya getirilmesi, gerçekliğin ve buradaki korkunç durumumuzun o kadar korkutucu manzaralarını ortaya çıkaracak ki, ya bu durum karşısında delireceğiz ya da ölümcül ışıktan yeni bir karanlık çağın huzur ve güvenliğine kaçacağız.”*

-H.P. Lovecraft'ın

Yıl 2075. Sağ kalanların “Büyük Olay” dedikleri felaket sonucu ıssız bir hayalet kasabasını andıran Manhattan'ın ünlü Times Squares meydanındaki Nasdaq binasına bakanlar, ABD endekslerinin her gün yükseldiğini görüyor ama bunun ne anlama geldiğini, eskiden brokerlik yapmış şimdi çiftçi olanların birkaçı hariç, kimse bilmiyordu. İşin aslı bu endeksleri oluşturan şirketlerin büyük çoğunluğu artık yoktu ama “Büyük Olay” sırasında quant sistemlerinin al emirlerini nano saniyelerde gönderen makinelerin şalterinin indirilmemesi nedeniyle piyasada ciddi bir momentum vardı. Momentum vardı ama şirketlerin herhangi bir değeri yoktu.

Özellikle indirgemeci yorum ve analizleri okuduğumda, yazının girişindeki H.P. Lovecraft'ın en ünlü hikâyesi “Cthulhu'nun Çağrısı”nın açılış cümleleri zaman zaman aklıma geliyor.

Ekonomileri birer makine olarak gören meşhur isimlerden biri de Ray Dalio. Kimisi daha da ileri gidip insanları da makine gibi görüyor. Hâlbuki ekonomi, makineden ziyade karmaşık adaptif bir sistem.

Tabii insanları birer makine olarak görme fikri çok da orijinal ve yeni değil. İnsan gibi canlı organizmaları saatlere, sonra buhar makinelerine ve daha sonra da telefon ağlarına benzetildiği dönemler vardı.

Robot bilimci Rodney Brooks gibiler ise hayat biçimlerinin bu hesaplanabilir metaforun artık aşırı kullanımının, bilimsel anlayışa zarar verdiğini düşünüyor. Onun görüşüne göre bilim insanları ve filozoflar, her şeyi hesaplama ve bilgi işleme açısından görme çabasından vazgeçmelidir. Çünkü bu, onları daha üretken diğer metaforları görmekten alıkoymuştur. Belki gelecekte bir gün canlıların karmaşıklığı için yine mükemmel bir model gibi görünecek çok daha gelişmiş bir araca sahip olacağız.

Belki de bir gün, aynı zamanda canlılar dünyası hakkında derin bir şeyi ortaya çıkaran bir araç keşfedeceğiz. Hayatı makine olarak değil, gerçekte olduğu gibi anlamayı sağlayacağız. Bu da Giambattista Vico'nun, bilimsel devrimin hemen başlangıcında ortaya attığı “Verum et factum transformuntur” iddiasını tuhaf bir şekilde, bunca yıl sonra kanıtlamayı başarmışız gibi olur.

Ekonomi ve piyasalara gelecek olursak; küresel piyasaları domine eden dinamik ABD hazine bonoları piyasası olmaya devam ediyor. Bunun güzel bir örneği, geçen Perşembe başarısız geçen 30 yıllık ihale sonrası gördüğümüz piyasa tepkisiydi. Bir başka örnek ise piyasaların ABD TÜFE'sine verdiği tepkiydi.

Domine eden güç bono piyasası olunca diğer piyasalar için bir görüş oluşturmak için öncelikle faizlerin yönü hakkında görüş sahibi olmak gerekiyor. İşte işler burada karmaşıklaşıyor. İşin gerçeği şu ki çoğu zaman olduğu gibi istediğin veya önyargılı olduğun fikri savunmak için yeterli veri var. Bu tuzağa düşmemeye çalışarak fikrimizi paylaşalım.

Açıkça görülüyor ki ABD Hazinesi, piyasadaki arz korkularına duyarlı. Bu olumlu ama elbette arz korkularının geride kaldığı anlamına gelmiyor. Arz talep arasında Hazine'nin attığı adımlara rağmen dengesizlik devam edebilir.

Bu arada bono piyasaları ve FED yetkilileri arasında tuhaf bir dinamik oluştu. Faizler yükseldiğinde biraz daha güvercinleşen ve faizlerin yükselmesinin finansal koşullardaki sıkışmaya atıfta bulunan FED, faizler gerilediğinde daha şahince bir ton takınıyor. En azından FED Başkanı Jerome Powell'in son konuşmasından çıkardığımız sonuç bu. Yani piyasalara ince ayar vermeye çalışılıyor ama piyasalar makine değil.

Piyasa, bir süre daha bu hikâyeyi takip edecektir. Biz bono faizlerinin kopup gitmesinden ziyade bu aşamada en azından konsolidasyona gireceğini düşünüyoruz. Hatta faizlerin makul seviyelere geldiğini ve tepe yapmış olabileceğini düşünüyoruz.

Çin'in zayıf enflasyon verileri, dünyanın ama özellikle de ABD enflasyonu açısından olumlu. Kalıcı olması halinde gerileyen enerji fiyatları da öyle. Bu arada, bono faizlerinin seviyesi kadar volatilitesi de hisse senetleri için önemli. Yani daha düşük veya yatay MOVE, Vix'i ve dolayısıyla SPX'i de olumlu etkileyebilir.

Gündemde geri plana düşen ama önemli olan bir konu da ABD hükümetinin ve Kongre'nin kalıcı ya da daha büyük olasılıkla geçici bir karara varmadığı takdirde, 17 Kasım'dan itibaren bir kez daha kapanma tehdidiyle karşı karşıya kalacak olması. Biz, konunun yine geçici bir formül ile erteleneceğini düşünüyoruz.

Kısacası, bizce şu an karamsar olma vakti değil. Konsolide eden küresel bono faizleri yanında, pozitif mevsimsellik gibi faktörlerin de bir araya gelmesiyle birlikte piyasalarda rahatlama görebileceğimizi düşünüyoruz. Ekim sonu - Kasım başı gibi düşündüğümüz daha uzun vadeli dip ve sene sonuna kadar olumlu hava görüşümüzün de arkasındayız. Şimdilik gelişmeler de bu minvalde ilerliyor.

Bu bağlamda gelişmiş ülkelerin gerisinde kalan gelişmekte olan ülkeler hisse senedi endeksinin ETF'indeki short pozisyonların ciddi arttığını ve bunun bir karşıt endikatör gibi gördüğümüzü belirtelim. Yani relatif olarak gelişmekte olan ülkeler, gelişmiş ülkelere göre daha iyi performans gösterebilir. Değerli metaller de, özellikle de altın, en favori varlık gruplarımızdan olmaya devam ediyor.

Türk ekonomisi açısından şu anki konjonktürde iç talebin yavaşlaması önemli amaçlardan biri. Bu şekilde hem cari açığın hem de enflasyonun olumlu etkilenmesi düşünülüyor. Bu bağlamda Eylül ayına ait perakende satış hacminde (düzeltilmiş seride) aylık yüzde 0.7 bir düşüş gördük ki bu ikinci üst üste düşüş gösterdiği ay oldu. Ayrıca kredi kartı ve tüketici kredilerinde gördüğümüz artış hızındaki gerileme de tüketim talebinin ivme kaybediyor olabileceğine dair ayrı bir işaret. Yine de tüm verilerin bu yöne işaret etmediğini de belirtelim.

Bizim hisse senetleri ve Eurobond'lar için de seçici olma kaydıyla, orta/uzun vadeli trend anlamında görüşümüz olumlu olmaya devam ediyor. Devam etmesini beklediğimiz hala önemli bir negatif reel faiz oranı var ve bizce devam edecek. Önümüzdeki senenin ilk yarısında, özellikle yıllık enflasyonun daha da yükselmesini ama faizlerin o oranda yükselmeyeceğini düşünüyoruz. Ayrıca bizce beklenen enflasyon, gerçekleşen enflasyonun yüksek kalmasından etkilenip katılık gösterebilir. Dolayısıyla negatif reel faizlerin azalsa da devam etmesini bekliyoruz. Bundan dolayı da özellikle yerel bireysel yatırımcıların, Türk hisse senetlerine olan iştahının canlı kalmasını bekliyoruz.

Temel varsayımımız Mart ayında yapılacak belediye seçimleri öncesi ve sonrasında ekonomik politika normalleşmesinin devam edeceği yönünde. Bu aynı zamanda yabancı yatırımcılar açısından da önemli bir yol gösterici olarak görülecek ve Türkiye'nin ekonomi politikalarının sürdürülebilirliğine olan inançlarını da artıracak gibi görünüyor.

Türk hisse senetleri TL cinsinden keskin bir şekilde yükselirken, dolar bazlı getiriler daha düşük, hatta yılbaşından bu yana eksi. Ayrıca yabancı yatırımcılar arasında konumlandırma halen çok düşük. Bloomberg'de yer alan piyasa konsensüsüne göre BIST100 endeksinin F/K'sı 6, önümüzdeki yıl tahmini F/K'sı ise 4.3. Bu değerlemelerle birlikte Türk hisse senetleri, son üç yıldaki yüzde 60'lık iskontoya paralel olarak gelişmekte olan ülke emsallerine göre yüzde 60'lık bir iskontoyla işlem görüyor. F/K en çok kullanılan ama birçok mahsuru olan bir değerlendirme yöntemi olmasına rağmen, değerlemelerin en azından pahalı olmadığını söyleyebiliriz.

#### 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.