

## İki Farklı Risk

*"Özetle, evrenin bir yönü var ve bizim de ona katılmamız gerekiyor. Soyut, ahlaki bir bakış açısından yapılacak 'doğru' şey olduğu için değil, evrimsel ve bilişsel bir bakış açısıyla yapılacak 'en uygun' şey olduğu için."*

-Brett Andersen

Öngörülerini yanlış çıkan kişilerin iki türlü açıklaması olabilir. Birincisi; yanlış olduğunu kabul etmek, sebeplerini anlamaya çalışmak ve hatalardan ders çıkarabilmek. İkincisi ise; ben haklıyım ama piyasa yanlış demek.

Birincisi, bizim daha makul bulduğumuz bir cevap. Nitekim biz S&P500 endeksi için 4200'yü geçmesi zor derken, endeks 4600 civarına kadar yükseldi.

Bu neden oldu? Risk olarak gördüğümüz resesyon gerçekleşmedi ve genel olarak şirketlerin kar gerçekleştirmelerinde ciddi bir gerileme yaşanmadı. Ayrıca enflasyonun baz etkisiyle gerilemesi öngörümüz doğru çıkmasına rağmen, piyasaların ve FED'in yüksek seviyelerde yapışkan çekirdek ve hizmet enflasyonuna daha fazla önem vereceklerini tahmin ediyorduk.

Ayrıca, finansal koşullardaki gevşemeye FED'in daha fazla tepki vermesini bekliyorduk. FED Başkanı Jerome Powell'in finansal koşullar konusunu nasıl ele aldığını ve bunun FED politika toplantısının en önemli yönü olacağını düşünmüştük. Powell ise bu konuya fazla girmekten kaçınarak, piyasalarda yaşanan coşkuyu bozmamaya çalıştı.

Sonuç itibarıyla, bazı bilim insanlarına göre uygarlık tarihimizin şimdiye kadarki en sıcak ayı olan Temmuz'u, piyasalar oldukça başarılı bir şekilde geçirdi.

Peki bundan sonra ne olur? Öngörümüzün yanlış çıkmasına rağmen küresel boyutta borsalarda risk getiri görünümünün cazip olmadığını düşünüyoruz. Tarihsel olarak değerlemeler, birçok metriğe göre doygun görünüyor. Veriler topyekün o yönde olmasa da henüz resesyon ihtimali bizce küçümsenmemeli. Hisse senedi değerlemeleri resesyon değil, yumuşak bir inişi değil, devam eden bir genişlemeyi ve eş zamanlı parasal gevşemeyi fiyatlıyor.

Burada kendi kendini büyüten bir etkileşimden bahsetmek mümkün. Yükselen varlık enflasyonu, tüketici beklentilerini ve daha fazla tüketimi kamçılıyor. Michigan Üniversitesi'nin şimdiki ekonomik koşullar alt endeksi, aşağı yukarı son iki yılın en yüksek seviyelerine geldi.

Şimdiye kadar pozisyonlardaki konumlandırma olsun, uyumsuzluklar, volatilité göstergeleri olsun birçok taktiksel metriğe göre piyasa aşırılıkları ve dönüş riski her gün artıyor. Lakin aşağı yönlü hedge'ler yani korumalar için talep eksikliği gözüküyor. Gerçekleşen volatilité de diplerde ve adeta gerilmiş bir yay gibi duruyor. Bunlar rehabetin işaretleri. Piyasalar sanki bir yol ayrımına doğru gidiyor.

Borsaların rallisi devam ederken, iki tip farklı risk var. Sol kuyruk riski; ekonominin durgunluğa girmesi ve şirket karlarının ve değerlemelerin bundan olumsuz etkilenmesi. Bir de, yukarıda da değindiğimiz sağ kuyruk riski var. Yani finansal koşullardaki gevşeme, -örneğin hisse senedi rallisinden gelen servet etkisi- özellikle ABD'deki üst-orta gelirli tüketiciler arasında tüketimi artırabilir ve talep yönlü enflasyonu yükseltebilir.

Finansal koşulların ne kadar gevşek olduğunu görmek için de, yatırım yapılabilir (IG). Spreadler geçen hafta yani FED faiz artışları öncesi 17 ayın, en -düşük seviyelerinde işlem gördü ve yüksek getirili bono (high yield) spreadleri 15 ayın en düşük seviyelerine geriledi.

Peki bu finansal koşullardaki gevşeklik – ve özellikle sürekli olarak sıkı olan işgücü piyasaları – ikinci tur enflasyonist etki riskini artırmıyor mu? Powell'in yorumlarının bir kısmı, ciddi enflasyon ve finansal istikrar risklerini küçümser tondaydı.

Şimdiye kadar 2023'ün hikâyesi, beklenenden daha iyi. ABD ekonomik verileri ve yapay zekaya olan ilgide dikkate değer bir patlama oldu. Birkaç ay öncesine kadar, esasen piyasanın getirisinin tamamı 7 megacap teknoloji hissesinden oluşuyordu. O zamandan bu yana, yükselişe katılım biraz genişlerken hala düşük sayılabilecek seviyede. 2023'ün geri kalanında belli başlı hikâyeler ne olacak?

ABD dışında da durum karışık. Avrupa'da büyüme yavaşlıyor, enflasyon ise yüksek kalmaya devam ediyor. Yani stagflasyonist bir durumda Çin'e bakacak olursak, verilerin çoğu zayıf gelse de Başkan Xi'nin yeni teşvik paketleri açıklayacağı beklentisi piyasalarda daha etkili oluyor. Nitekim Çin hisse senetleri, geçen hafta yılbaşından bu yana en iyi performansa sahip haftasını yaşadı.

Japonya'da da önemli bir haftayı geride bıraktık. Japon Merkez Bankası, getiri eğrisi kontrolü (YCC) için uyguladığı bandı genişletti. Her ne kadar bandın üstüne gelmeden müdahale ettiyse de Japonya'da yaşanan enflasyonun BOJ'i önümüzdeki dönemde yeni tedbirler getirmeye itebilir. Özellikle bu potansiyel yeni tedbirler, Japon faizlerinin seyrini diğer piyasalar açısından da daha önemli hale getiriyor. Tek sebebi bu olmasa da Japonya'da faizlerin çok düşük seviyelerde tutuluyor olması küresel ölçekte diğer bono faizler için bir çıpa görevi görüyordu. Burada yapılabilecek değişiklikler, tüm dünyayı etkileme potansiyeline sahip.

İçeriye baktığımızda, enflasyon beklentilerini iyimser bulduğumuzu ifade etmiştik. Nitekim son Enflasyon Raporu'nda enflasyon tahminleri yükseltildi. Bununla birlikte enflasyon beklentilerinin de yukarı revize edilmesi muhtemel. Enflasyon ve beklentilerdeki potansiyel artışa rağmen, son PPK toplantısında görüldüğü gibi, PPK'nın politika tepkisi önden yükleme yerine kademeli kalacaktır. Politika faizi kadar makro ihtiyati tedbirlerin kullanılması da muhtemeldir. Bu şekilde gerçekleşirse, büyüme olumsuz etkilense de, politika faizine bağlı faiz oranları önemli ölçüde negatif kalacak ve bu da hisse senetleri için olumlu bir faktör.

Türkiye CDS spreadlerindeki iyileşmeyle birlikte bizim piyasaları, özellikle Eurobondlar ve hisse senetleri için trend anlamında olumlu olmaya devam ediyoruz. Her ikisinde de önemli kazanımlar gördük. Bu yükselişin, düz bir çizgi olarak devam etmeyeceğini, zaman zaman düzeltmeler görebileceğini ve hisse senedi seçiminin daha önemli hale geleceğini tahmin ediyoruz. Geçen senenin aksine, son verilerde yabancı net alımlarını görüyoruz ki bunun devamı olabilir.

TL'nin ise yaz aylarında turizm gelirleri, daha düşük enerji ithalatı, turizm gelirlerinin yıllık cari açığını düşürecek olması ve yurt dışı kaynaklarıyla birlikte nispeten daha dar bir bant içinde kalacağını düşünmeye devam ediyoruz.

#### 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.