

Tufan Cömert

Direktör - Araştırma ve Yatırım Danışmanlığı

İnkar, Öfke, Kabullenme...



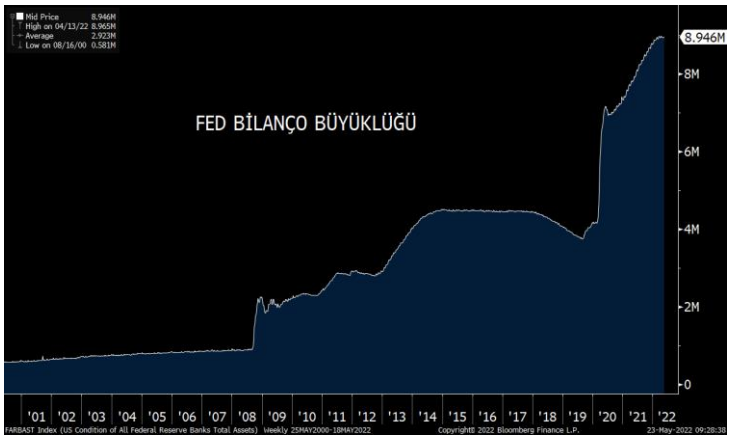
İsviçreli-Amerikalı psikiyatr Elisabeth Kübler-Ross 1969'da yayınladığı "Ölüm ve Ölmek Üzerine" isimli kitabında yitirdiğimiz kişiler için sırayla 5 duyguyu yaşadığımızı söyler: İnkar, öfke, pazarlık, depresyon ve kabullenme. Her ne kadar konunun başlangıcı sevimsiz olsa da bunu yaşamamızda canımızı sıkan ama nihayetinde kabullenmek zorunda olduğumuz bir çok yere, bir çok şeye de uygulamak mümkün. Piyasalarda uzun süreli ve kayda değer bir satış dalgası olduğunda yatırımcıların da birebir bu sırayla gittiğini söylesem sanırım şaşırmazsınız. Borsa düşerken önce "buradan döner" deriz, sonra "ben ne zaman alsam düşüyor zaten" deyip öfkeleniriz, "tamam, hata ettim satmayarak, şimdi satsam mı acaba" diye kendimizle pazarlık ederiz, borsa hala düşmeye devam ederken bunalıma gireriz. Sonunda bir gün gelir, piyasa düşse de çıksa da durumu artık kabullenmiş oluruz.

Bazılarımız bu aşamaları daha uzun, ya da daha kısa yaşasa da sanırım bundan pek bir kaçışımız yok. Hepimiz piyasalarda işlem yapmaya gelirken kendi görüş ve inançlarımızla geliriz. Medyayı izleriz, piyasalardaki hareketlere anlam yüklemek için başkalarının fikirlerini okuruz. Bir piyasaya ya da hisseye aşık olabiliriz, ama fiyat beklediğimizin tam tersi yönünde hareket edebilir. Piyasa açısından çok iyi bir haber geldiğini düşündüğümüz zamanlarda çok sert satışlarla karşılaşabiliriz. Böyle olunca inkar, öfke ve diğer aşamaları yaşamaya başlarız. Şu anda gördüğüm bir çok yatırımcının öfke ile pazarlık arasında bir yerde olduğu. Bu bence iyi haber!

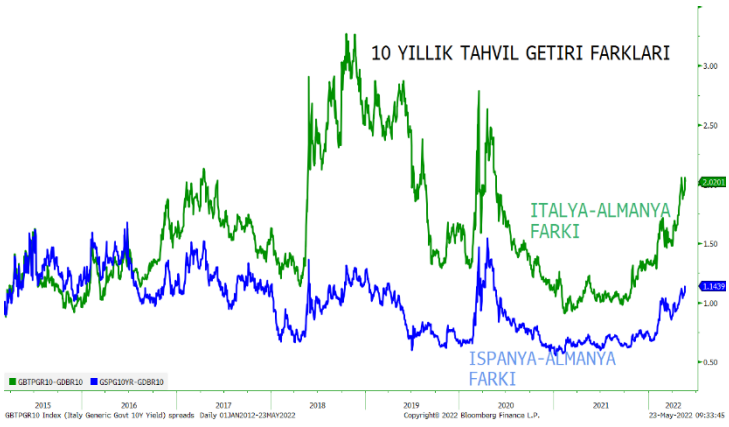
Önce hızlı bir durum tespiti yapalım. Son dönemde hangi kuruma bakarsanız bakın gerek dünya ekonomisi, gerek piyasalar için tahminler olumsuza dönmüş durumda. Bir çok yerde enflasyon, resesyon, stagflasyon, borçlanma maliyetleri terimlerini kullanmadan uzun bir ekonomi sohbetine girmek mümkün değil. Halbuki 2022'ye böyle başlamamıştık. Ne oldu da korku tüm piyasalara hakim oldu?

Covid salgınının hız kesmesi ile son derece umutlu başladığımız 2022 bir çok yol kazasını da beraberinde getirdi. Elbette burada Rusya'nın Ukrayna'yı işgalinin yarattığı siyasi ve ekonomik şok dalgası oldukça etkili. Buradaki

durum Avrupa'nın içinden çıkması zor bir durgunluğa gittiğini gösteriyor. Bu esnada Fed'in yaptıklarını küçümsüyor, görmezden geliyor değilim, ama Fed piyasaları ne yapacağına dair o kadar uzun süredir hazırlıyor ki, bunun piyasa açısından ne getirip götürdüğü tartışılır (ki birazdan bahsedeceğiz). Hatta buradan bir adım ileri gideyim: Çin'in yeni bir salgın tehlikesine karşın yakın zamanda aldığı sıkı önlemler de tedarik zinciri, dolayısıyla arz sorunları yaratıp dünya ekonomisinin sorunlarını artıran daha önemli bir gelişme.



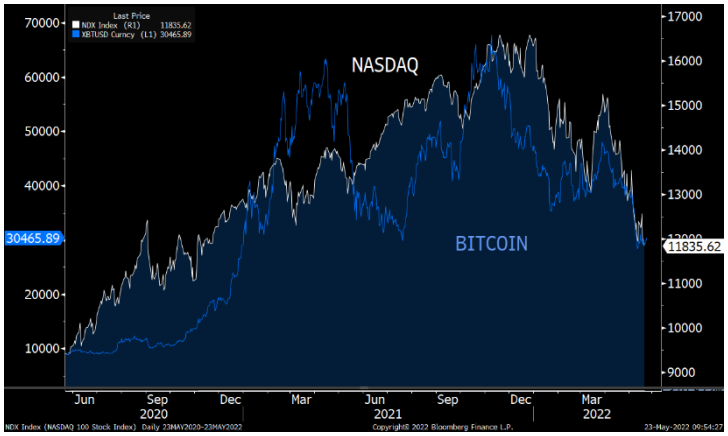
Ne zaman ki ekonomilere dair beklentiler bulanıklaşır, resesyon riskinden konuşmaya başlarız, bunun piyasalara yansıması da oldukça hızlı ve sert olur. Şu anda da başta ABD olmak üzere dünyanın bir çok köşesinde gördüğümüz bu. Ama elbette her ülkenin farklı sorunları, güçlü yanları, kısacası farklı dinamikleri olduğu için bunların her yerde, her piyasada aynı olmadığını görüyoruz. Tabi yatırımcı algısının sevimsizleştiği bir yerde, geçmiş 20 yılda olduğu gibi her sorunda piyasalara likidite saçan bir Fed yerine, bu kez tam tersi yönde ilerleyen bir Fed görüyor olmamız bu negatif algıyı haklı kılıyor (Laf açılmışken, geçenlerde izlediğim bir II. Dünya Savaşı belgeselinde, Amerikalıların Kuzey Afrika çıkarmasından bahsedilirken, yerel halkların desteğini kazanmak için ABD'nin çıkarma gemileri ile birlikte gönderdiği tonlarca silah ve malzemelerden bahsediliyordu. Bu malzemeler arasında 6 ton kadın iç çamaşırı da varmış! Bundan bahseden tarihçi gülerek "Amerikalılar bir sorunu çözmeye çalışmazlar, sorunu ezerler" diyordu. Sanırım tarih Amerikalılar için sürekli tekrar ediyor).



Dönelim tekrar piyasalara... Batı dünyasının çok uzun zamandır kapısında görmediği bir savaş, bir neslin aşina olmadığı fiyat artışları, her şeyin elektronik olduğu bir çağda çip krizi yaşanması fiyatlamaları yine bir nesil açısından çılgınca hareket ettiriyor. Böyle olunca da enflasyona karşı bir tepki vermek zorunda olan Fed'in parasal sıkılaştırma hamleleri günah keçisi oldu. Bir çok yatırımcı faiz artışını, böyle bir ortamda gereksiz ve yersiz görüyor. Fakat burada anlamamız gereken Fed'in piyasaların baskısına bu kez boyun eğmeyeceği (en azından hemen), enflasyonun kalıcı bir yükseliş eğilimine girmediğinden emin olana dek sıkılaştırmaya devam edeceği. Bu anlayış dünyada tahvil piyasasında likiditenin azaldığı (bizde neredeyse tamamen kuruduğu) bir döneme denk geldi. Gelişmiş ülkelerde, hatta özellikle İtalya ve İspanya'da faizlerin seyrinde kendini gösteriyor. Yatırımcıların risk algısının güçlendiği (risk priminin arttığı) bu ortamda Fed ve ECB'nin işi artık çok daha zor. Kuvvetle muhtemel Fed faiz artırım sürecine bir süre daha devam edecek, ama bir yerde geri adım atmak yerine faiz artırımlarının arasını açacak. Avrupa'da ise işler çok daha karışık. Buradaki soru şu: Artan enflasyon ile birlikte faiz artırım baskısını iliklerine dek hisseden ECB, Rusya'nın Ukrayna'ya saldırması sonrasında çok güçlü bir olasılık haline gelen resesyona karşı ne yapacak? Piyasa tepkisi ECB'nin faiz artırmaktan geri durmayacağı yönünde, ama sanki burada biraz ezbere gidiyoruz.

Bu tatsız tablo içinde gelişmekte olan ülkelerin durumu da hiç parlak değil. Önce hammadde kaynaklı arz enflasyonu, sonra tedarik sorunları, şimdilerde kontrolden çıkmasına ramak kalmış gıda fiyatları ile boğuşan gelişen ülkelerde henüz manşetlerde pek fazla yer almasa da yeni bir sorun adayımız var: Borçlanma. Fed ile birlikte artan borçlanma maliyetleri, jeopolitik risk fiyatlaması ile birleşince borçlanma maliyetlerinin yükselmesi bir çok ülkenin dış borçlanmayı ertelemesine, ya da tahvil ihraç rakamlarını düşük tutmalarına yol açtı. Bu yıl başından bu yana gelişen ülkelerin yabancı para cinsi devlet tahvili ihraçları $30 mlr ile geçen yılın aynı döneminin %40 altında. İşte sorun tam olarak burada: Borçlanma ihtiyacı yükselirken, borçlanılabilen miktar düşüyor. Yukarıda okuduğunuz üzere önde gelen merkez bankaları ve risk algısı borçlanma maliyetinin yakın zamanda düşmeyeceğini işareti. Bu yüzden önümüzdeki aylarda büyük olasılıkla gelişen ülkelerin istemeyerek de olsa yeniden dış borçlanmaya çıkacaklarını ve bu maliyet artışlarına katlanmak zorunda kalacaklarını göreceğiz. Bunun alternatifi, dış borçlanma yerine iç borçlanmaya ağırlık

vermek. Ancak pandemi ile bozulan bütçe dengeleri bir çok ülkede hala toparlanabilmiş değil, üstelik ekonomiler hala ciddi bir kamu desteğine ihtiyaç duyuyorlar. Bu yüzden ülkelerin hangi yola başvuracakları ve bunların sonuçları çok da uzak olmayan bir gelecekte yeni tartışma konusu olarak önümüze çıkacaklar.



Piyasalar yakın zamanda enflasyon, kamu maliyesi, borçlanma gibi başlıklar yerine büyümeye odaklanmış durumdalar. Başta ABD olmak üzere bir çok gelişmiş ülke borsalarında ve tahvil faizlerinde gördüğümüz fiyatlamalar (hem borsaların hem de tahvil faizlerinin düşmesi) bunu işaret ediyor. Keza medyada da enflasyon yerine resesyon haberleri daha fazla yer bulmaya başladı. Bu algı değişimi ile birlikte piyasalarda geçtiğimiz haftalarda daha riskli görülen ne varsa ağır bir satış dalgasına maruz kaldı. İyi haber tahvillerde iyi kötü bir dengeye ulaşılması nedeniyle yakın zamanda diğer varlık sınıflarında da bir denge olacak gibi görünüyor. Elbette her piyasa içinde farklı dinamikler var (hele kripto dünyasında dengelerden denge beğenin), bu yüzden aynı anda her yerde işler düzelecek d(iy)emiyorum. Yine de en azından 9 Haziran'daki ECB, 15 Haziran'daki Fed toplantılarına dek piyasalarda toparlanma bekleyebiliriz.



Türkiye de geçen haftalarda bu küresel satış dalgasından payını aldı. Tahvil piyasasında TCMB'nin TL cinsi tahvilleri teminat olarak öne çıkarma kararının ardından faizlerde bir miktar düşüş gördük, ancak burada temel sorun hala aynı: Enflasyonda kısa vadede yön hala yukarı görünüyor ve TL cinsi tahvillerde yabancı payı azalmaya devam ediyor. Bu yüzden burada gördüğümüz faiz seviyelerinin kalıcılığı ya da sağlığı tartışmaya açık. Eurobond cephesinde ise artan CDS primimiz ile birlikte tahvil faizlerimizin de yükseldiğini gördük. Yine yukarıda okuduğunuz üzere burada mesele sadece Türkiye'nin iç dinamikleri, politika tercihleri değil, küresel taraftan gelen, karşı konulması güç bir dalga da söz konusu.

Bu hafta TCMB Para Politikası Kurulu toplanacak, ancak bununla ilgili konuşulabilecek pek bir şey yok. Yakın zamanda TCMB'nin faiz artışına gitmesi olası değil, küresel şartlar ve yurtiçi enflasyon görünümü de faiz indirimi için alan bırakmıyor. Bu yüzden faizin sabit bırakılacağı, karar metninde ekonomik görünüme dair birkaç değişiklik göreceğimiz bir toplantı olacağını söyleyebiliriz. Bu açıdan TL'de bu hafta da hangi aktörün ne kadar döviz talebi/satışı olacağı ve doların küresel seyrine bağlı hareket devam edecek. Bu noktada bir süredir tartışılan ve tam olarak ne olduğunu bilemediğimiz "süper bono/enflasyona endeksli tahvil/yüksek faizli özel mevduat" ürününden kısa bahsetmemiz lazım. Ortada ürünün ne olduğuna, faizinin ne olacağına, hangi şartlara bağlı olacağına ve hatta böyle bir şeyin gerçekten hayata geçirilip geçirilmeyeceğine dair hiç bir bilgimiz yokken bunun etrafında dönen spekülasyon gerçekten müthiş! Sevdiğim komedyenlerden Mesut Süre'nin "az bilgiyi yüksek özgüvenle satmak" diye bir tarifi vardır, inanın bazen yorumları okudukça öyle böyle şaşırmıyorum. "Böyle bir ürün çıkarsa bankalarda 1TL mevduat kalmaz" diyen "teknik" yorum bile gördüm. Yineliyorum: Elimizde şu anda hiçbir bilgi yok, ürün çıkarsa oturup inceler, hangi piyasaya nasıl etki edeceğine o zaman karar veririz.

Borsa İstanbul'da da geçen haftalarda bu ürünün satışa bahane olarak kullanıldığını gördük. Ancak buradaki görüşümüzde pek bir değişiklik yok. Adet olduğu üzere Glokal Barometre raporumuzdan kısaltarak özetliyorum: *BİST'i sene başından bu yana destekleyen i)2022 yılında devam eden negatif reel faiz ortamı, ii)şirket hisse geri alımları, iii)enflasyon bazında BİST fiyatlaması, iv)Rusya'nın küresel endekslerden çıkarılması nedeniyle sınırlı da olsa BİST adına oluşan potansiyel, v)düşük yabancı yatırımcı oranı paralelinde negatif küresel fiyatlamalara sınırlı katılım, vi)gelişen piyasalara göre ıskontonun korunduğu ve söz konusu ıskontonun şirket karlılıklarıyla desteklendiği ana başlıklarda değişim olmadığı takdirde dalgalanmalara karşın genel olumlu görünümde değişiklik olmayacağını öngörmeyi sürdürmekteyiz.*

Yakın vade adına ise küresel tarafta henüz güçlü şekilde toparlanamayan risk iştahı, yurt içinde enflasyona yönelik ürün çalışması haberleri paralelinde 2372 kapanışı baz alınarak %7-%9 destek, %8-%10 aralığında dalgalı eğilimin devamını beklemekteyiz. *BİST'i destekleyen ana temalarda kayda değer bir değişim olmadığı takdirde 2300-2200 aralığına yönelik olası gerilemeler ise MSCI Türkiye'nin Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanı bazında mevcut durumda %63 ıskontoyla işlem gördüğü ortamda kademeli alım fırsatı olarak değerlendirilebilir.*

Güzel bir hafta dileklerimizle...

Uyarı Notu

Model Portföy hisseleri, Araştırma Bölümü'nün Endeks Üzeri (EÜ) ve Endekse Paralel (EP) tavsiyesi verdiği hisseler arasından; şirketlerin uzun dönemli mali verilerine dayalı olarak yapılan temel analiz ve kısa vadeli beklentiler bir arada değerlendirilerek oluşturulmuştur. Tercih etmediğimiz hisseler ise benzer analizler ile, Araştırma Bölümü'nün Endekse Paralel (EP) ve Endeks Altı (EA) tavsiyesi verdiği hisseler arasından seçilir. Model Portföy değişiklik raporunda, hissenin portföye giriş ya da çıkış gerekçesi belirtilir. Bir hissenin Model Portföy'e girmesi ya da çıkması uzun vadeli temel tavsiyesinin değiştiği anlamına gelmemektedir. Model Portföy, sanal bir portföy olup; piyasa beklentimiz ve de içerisinde yer alan hisselerin beklentileri doğrultusunda ağırlıklandırılarak kümülatif performansı ile değerlendirilmektedir. Dolayısıyla Model Portföy ve Model Portföy kapsamında yapılan değişimler, yatırımcının risk ve getiri tercihleri ile birebir örtüşmeyebilir.

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.

Veri ve grafikler güvenirliliğine inandığımız sağlam kaynaklardan derlenmiş olup, yapılan yorumlar sadece GARANTİ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.'nin görüşünü yansıtmaktadır. Bu bilgiler ışığında yapılan ve yapılacak olan ileriye dönük yatırımların sonuçlarından Şirketimiz hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin yazılı izni olmadıkça içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiç bir şekil ve ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz. İleti, gönderilen kişiye özel ve münhasırdır. İlave olarak, bu raporun gönderildiği ve yukarıdaki açıklamalarımız doğrultusunda kullanıldığı ülkelerdeki yasal düzenlemelerden kaynaklı tüm talep ve dava haklarımız saklıdır.

Bu maili artık almak istemiyorsanız lütfen Konu kısmına "Üyelikten Çıkmak İstiyorum" yazarak bize geri gönderin.