



Hırsflasyon



"Bayanlar, baylar, asıl nokta şu ki, hırs -daha iyi bir kelime bulamıyorum- iyidir. Hırs doğrudur. Hırs işe yarar. Hırs aydınlatır, evrimsel ruhun özünü yakalar, hedefe giden yolu kısaltır. Hırs her haliyle; yaşam için, para için, aşk için, bilgelik için insanlığın ilerlemesinin işaretidir. Ve hırs, bunu bir yere yazın, sadece Teldar Paper şirketini değil, ABD dediğimiz aksayan şirket de kurtaracaktır" Gordon Gekko, [Wall Street](#), 1987

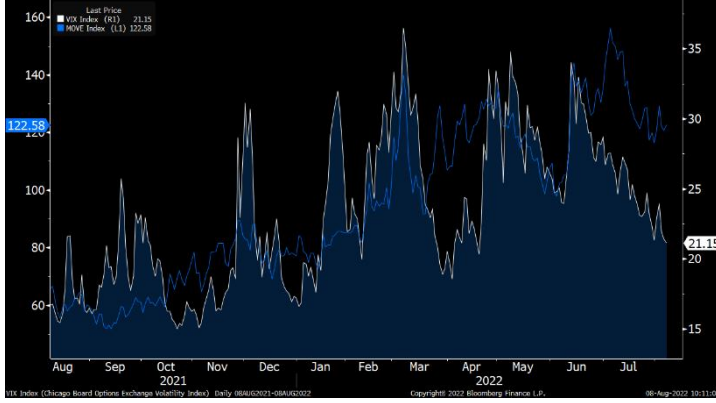
Wall Street filminden çok daha önce, ünlü ekonomist Milton Friedman bir [makale](#) kaleme almış ve belki de Gordon Gekko karakterinin temelini

atmıştı. Friedman'a göre şirketlerin topluma en iyi hizmet etme şekli, "sosyal sorumluluk" gibi şeyleri bir kenara bırakıp azami kar hedeflemeleri idi. Hissedarları yücelten bu görüş uzunca bir süre benimsenmiş, 80'ler ve 90'larda yırtıcı bir şirket kültürünün oluşmasına yol açmıştı. Ta ki 2008-2009 krizine dek...

Friedman'ın makalesi aslında tartışmaya açık bir çok nokta içeriyor, ama "hırs" konusu bir şekilde yeniden gündemimizde. Pandemi sonrası dünyada enflasyon ile ilgili olarak yaşamlarımıza giren bazı terimler var. Bunlardan ikisini daha önce paylaşmıştım: "Shrinkflation" ve "slumpflation". "Shrinkflation" bir malın miktarını azaltıp eskisi ile aynı ya da daha yüksek fiyata satmak demek. Böylece paramızın alım gücü şirketler marifetiyle düşmüş oluyor. "Slumpflation" ise benzer olayın hizmet sektörü versiyonu. Artan maliyetler nedeniyle şirketlerin daha az elemanla iş yapmaya çalışmasının bir bedeli oluyor: Sipariş verdiğiniz ürün geç geliyor, lokantada yemeğiniz soğuk servis ediliyor, uçağınız sürekli rötar yapıyor. Ekonomik terimlerin tam Türkçe karşılıklarının olmaması nedeniyle İngilizcilerinin kullanılmasına karşıyım, istendiği zaman terimlere Türkçe karşılık bulunur, tutup tutmaması ayrı bir konudur. Buradan hareketle "shrinkflation" için ürün paketlerinin daralmasına atfen "daralflasyon", "slumpflation" için de hizmet kalitesindeki zafiyete atfen "zafilasyon" sözcüklerini öneriyorum!

Fakat bunun devamı var: Bu terimlere ek olarak son günlerde sıkça karşımıza çıkan yeni bir terim söz konusu: "Greedflation". Mesela ABD'de yıllık enflasyon %9,1 ile son 40 yılın zirvesinde. Ancak şirket karlarındaki yıllık artış %25 ile son 50 yılın zirvesinde. Haklı olarak orada da akıllara bizdekine benzer sorular geliyor: Herkes artan fiyatlar

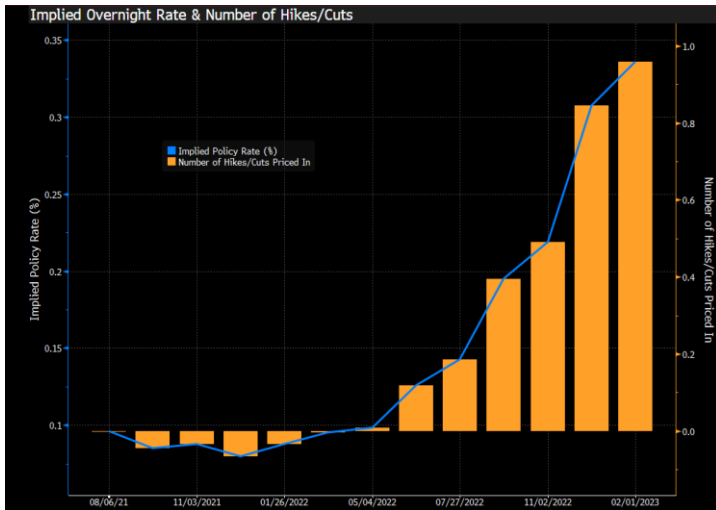
nedeniyle alışveriş listesini daraltır, daha azla yetinmeye çalışırken, şirketler nasıl bu kadar kar ediyorlar? Bu noktada iddia edilen, şirketlerin bilgi asimetrisinden faydalanarak, enflasyonu fiyat artırımı için bahane olarak kullandıkları. Tüketiciler olarak pandemi ile birlikte gerek arz sıkıntılarının yarattığı, gerekse de enflasyonla birlikte gelen fiyat artışlarına alıştık (burada tavuk-yumurta ilişkisi oldu, farkındayım, şimdilik görmezden gelin lütfen). Bunu gören şirketler de maliyetleri o kadar artmasa bile fiyatları yukarı çekmeye başladılar. Bu argümana ÜFE-TÜFE farkına baktığımızda (ABD’de %18,6 ile TÜFE’nin 2 katı, bizde de %144,6 ile neredeyse TÜFE’nin yine 2 katı) çok anlamlı gelmiyor, ama bazı sektörlerde bunun işaretleri var. Örneğin Amerika’da kredi kartı şirketleri kendi maliyetleri artmadığı halde işlem ücretlerini artırdılar. İşte buna şirketlerin hırsı nedeniyle artan enflasyon, yani **“hırsflasyon”** diyebiliriz!



Burada bir kez daha tavuk-yumurta ilişkisi karşımıza çıkacak: Şirketler enflasyon yükseldiği için mi zam yapıyorlar, şirketler zam yaptığı için mi enflasyon yükseliyor? Konu tartışmaya çok açık, fakat piyasalar konuya horoz mantığıyla yaklaşıyorlar (“ben tavuk, yumurta filan bilmem, işimi yaparım”). Belki de bu yüzden piyasalarda son haftalarda özgüvende ciddi bir artış var. Borsalar yükselirken, tahvil faizleri düşüyor, dolar endeksi zirveden geriliyor, emtia fiyatlarının seyri ve küresel piyasalardaki VIX, MOVE gibi risk göstergeleri de rahatlamayı açıkça gösteriyorlar (yandaki grafik).

Keza Türkiye’de de, döviz kurları haricinde, piyasalarımızda yeniden coşku hakim. Fiyatlamalara bakarsak en kötüsü geride kaldı, güzel günler bizi bekliyor. Çok güzel de acaba en kötüsü geride kaldı mı gerçekten? Fed’in hala faiz artışında hız kesmediği, enflasyonun hemen her yerde yükselmeye devam ettiği bu ortamda acaba piyasalar gene önden mi koşuyorlar? Hırs yatırımcıların gözünü kör mü etti?

Şurada anlaşılm: Fed hatasından hızlı döndü, güzel döndü, dönerken de piyasaları peşinden sürüklemeyi başardı. Sadece piyasaları demek de doğru değil, tüm dünya merkez bankalarını -bir kaç tanesi hariç- da faiz artışına gitmek zorunda bıraktı. Peki, piyasalar enflasyon konusunda haklılar mı? Hayır. Henüz enflasyonda hiçbir yerde zirveyi görmedik. Fakat en azından, hesaplamalarımız ve tahminlerimizi tutarsa zirveyi görmeye yaklaşıyoruz diyebiliriz. Elbette buradaki cümlede üstü kapalı bir çok “eğer” geçiyor. Örneğin ülkemizde kurda yeniden hızlı ve sert bir yükseliş eğilimi görülürse, emtia fiyatları herhangi bir sebepten yükselmeye başlarsa işin rengi de değişecek. İşte piyasalarda şu anda hakim olan fiyatlama böyle bir riskin an itibarı ile fiyatlamaya değmediği, dolayısıyla en kötünün geride kalmak üzere olduğu fiyatlaması. Çok güzel, ama mesela ABD tahvil verim eğrisi klasik resesyon fiyatlamasıyla işlem görüyor. Hisse piyasasının ise bu pek de umurunda değil!



Hisse yatırımcısının bildiği, tahvil yatırımcısının bilmediği ne var? Az geriye bakarsak yanıt net: Tahvil piyasasının resesyon ya da kriz tahmini konusunda harika bir sicili yok. Derler ki “faiz tahmincileri ile büyük beyaz köpekbalıkları birbirine benzerler. Her ikisi de hayatta kalmak için ilerlemek zorundadırlar”. Burada kastedilen her veri, her yönlendirme, her gelişme ile bir önceki tahminin değişebileceği. Yandaki grafikte bundan tam bir yıl önce piyasanın Fed faiz artırımlarına dair ne tahmin yaptığını görüyorsunuz. Buna göre bugünlerde Fed’in politika faizi hala 0 olmalıydı (şu an %2,50). Bunu “piyasa tahminlerinde çok başarısız canım, ne derlerse tersini yapın” diye demiyorum (biz de piyasayız nitekim). Kast

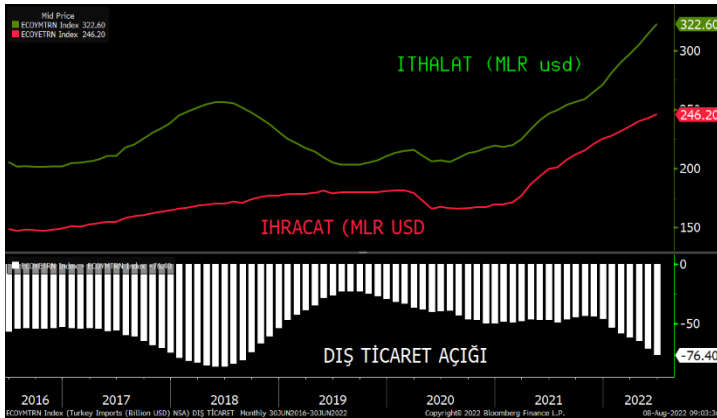
ettiğim dünyada işlerin çok kısa bir zaman zarfında çok hızlı değiştiği, eski tahminlerin tutmasının mucize olduğu. Evet bazı eğilimler sabit (dünyanın yaşlanması, tüketim kalıplarının değişmesi, bunun da yapısal enflasyonu düşük tutacağı gibi), ama pandemi, savaş ve politika değişiklikleri illa ki kısa/orta vadeli gidişatı değiştirir.

Hep enflasyondan bahsettik, bari bu hafta dünyada ana konunun açıklanacak enflasyon verileri olacağını da söyleyelim. ABD'ye ek olarak Asya, Doğu Avrupa, Latin Amerika ve İskandinavya'da bir çok ülkede TÜFE açıklanacak. Meksika, Tayland ve Peru merkez bankalarının artan enflasyon nedeniyle faiz artırımlarına devam etmeleri, Brezilya Merkez Bankasının toplantı tutanaklarının sürecin devamına dair sinyal vermesi bekleniyor. Elbette, beklenenden yüksek bir ABD enflasyonu, bu hafta konuşma yapacak Fed üyelerinin de Eylül ayında bir 75 baz puanlık faiz artışına daha yeşil ışık yakmalarına yol açabilir.

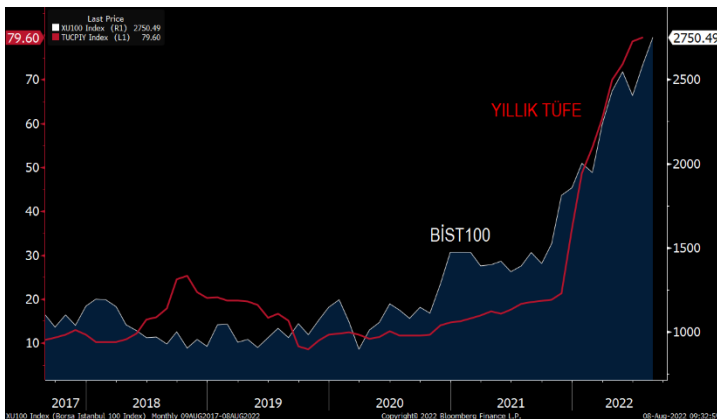
	2022	2023	2024
Median	71.1	36.8	18.9
Mean	67.9	36.5	22.5
Bloomberg Weighted Average	68.3	36.3	22.5
High	75.4	57.1	51.2
Low	25.0	18.0	9.0
Responses	23	23	8
Jul. Survey	71.2	37.2	21.4
Jun. Survey	68.2	33.0	20.0

gerileme göreceğiz, bu gerileme yine aynı sebeplerden yılın ilk yarısında da devam edecek. Ancak hatırlatayım: Yıllık enflasyonun düşmesi, fiyatların düşmesi demek değil, fiyat artış hızının yavaşlaması. Yani şu anda 80kmh ile giden arabanın 40kmh ile gittiğini göreceğiz. Yanda yer alan tabloda (kaynak: Bloomberg) piyasanın bu ve sonraki 2 yıl için enflasyon tahminlerini görüyorsunuz.

TCMB net bir şekilde faiz politikasında değişiklik yapmayacağını söylemeye devam ediyor. Buradan hareketle Türkiye'de enflasyonla mücadelenin makroihtiyati önlemlere ek olarak, baz etkisi ve küresel piyasalarda rahatlatma beklentisine dayanacağı açık. Burada daha önce de bahsettiğim gibi ciddi riskler var elbette. Tahvil piyasamızdaki fiyatlamalar ise ne bu kaygıları, ne de ABD'de olduğu gibi enflasyonun geçici olacağını göz önüne alıyor. Buradaki fiyatlamalar tamamen makroihtiyati önlemlerle bankaların teminat olarak kullanmak üzere uzun vadeli tahvilleri satın almaya teşvik edilmesinden kaynaklı. Dolayısıyla burada zaman içinde regülasyonun değişmesi bambaşka fiyatlamalar görmemize yol açabilir.



yurtiçi kaynaklı kurumsal döviz ihtiyacının süreceğini işaret ediyor (yandaki grafik, yıllıklandırılmış rakamlar).



beklentileri bazında endekste Ocak 2023'e kadar geçecek süreçte 2979-3156 potansiyel seviye olarak izlenebilir. Öte yandan BİST adına sadece enflasyonu baz almadığımızı, i)negatif reel faiz ortamı, ii)şirket hisse geri alımları, iii)enflasyon bazında BİST'in öne çıkan alternatif yatırım adresi konumunu sürdürmesi, iv)Rusya'nın küresel endekslerden çıkarılması nedeniyle sınırlı da olsa BİST adına oluşan potansiyel, v)gelişen piyasalara göre iskontonun

Enflasyon konusunun dünyada bir süre daha başımızı ağrıatacağı, çenemizi de bayağı bir yoracağı sanırım net, ancak burada en azından tünelin sonunda bir ışık var. Türkiye için de benzer bir görüntü yok değil: Bu yıl sonunda baz etkisi ile enflasyonda

TL konusunda ise söylenecek yeni bir şey yok. Yabancıların hemen hemen hiç olmadığı, daha çok yerli kurumsal talep ile şekillenen piyasada, geçen hafta Rusya kaynaklı döviz girişi olacağı haberi heyecan yarattıysa da burada hafif abartılı bir durum var: Rusya bu meblağı TCMB'ye park etmiyor, bir swap anlaşması vs söz konusu değil. Nükleer santral inşaatı nedeniyle oluşacak harcama bedeli şimdiden sisteme giriyor. Buradan Türk bankaları aracılığıyla TCMB'de swap yapılması söz konusu olabilir, ancak yine de bu tek başına kuru hızla ve kalıcı olarak aşağıda tutacak bir sebep değil. Mevcut durumda artan dış ticaret açığımız,

Yurtdışında borsalarda görülen havaya benzer şekilde BİST'te de Ağustos ayına gayet güzel bir başlangıç gördük. Burada küresel risk iştahındaki toparlanma ve 2.çeyrek bilanço fiyatlamalarının katkısı ana sebepler. Glokal Barometre [raporumuzdan](#) özetliyorum: "Yıla başlarken ilerleyen dönemlerde enflasyon faktörünün BİST'i desteklemesini beklediğimizi söylemiştik. Endekste ki fiyatlamaların, yılbaşından bu yana %45,7'ye ulaşan enflasyon verisi ile paralel gerçekleştiğini görüyoruz. TCMB'nin yıl sonu enflasyon beklentisi %60,4, piyasa katılımcıları anketine göre aynı beklenti ise %69,9. Bu paralelde enflasyon

korunduğu, vi)söz konusu iskontonun şirket karlılıklarıyla sürdüğu genel görünümün Türk hisse piyasası açısından destekleyici olarak değerdendirildiğimizi hatırlatalım”.

Hırs bazen iyi, bazen kötüdür. Ekonomik teoriye göre piyasa kendi haline bırakılırsa, hırsın hakim olması ile ekonomik refaha giden yol da açılır. Gerçekler ise pek böyle değil. Kişisel anlamda içimizdeki Gordon Gekko'ları serbest bırakmak daha iyi belki de, madem her konuda önümüz açılacak!

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 değerdendirilerek 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 değiştii anlamına gelmemektedir. Model Portföy, sanal bir portföy olup; piyasa beklentimiz ve de içerisinde yer alan hisselerin beklentileri doğrultusunda ağırlıklandırılarak kümülatif performansı ile değerdendirilmektedir. 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 güvenilirliğine 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.