

Yaz Sıcak Gececek

“Eğer zihnimiz neyle karşı karşıya olduğumuz konusunda net değilse, kaçınılmaz olarak, bilinçli veya bilinçsiz olarak, ne yapacağımızı merak ederek eylemsizliğe düşeriz. Bize ne yapacağımızı söyleyecek binlerce insan var: uzmanlar ve tuhaf kişiler. Sorunun muazzam karmaşıklığını anlamadan önce, ona müdahale etmek istiyoruz. Sorunun tamamını görmekten çok, harekete geçmekle ilgileniyoruz. Asıl mesele zihnimizin kalitesidir; bilgisi değil, bilgiyle buluşan zihnin derinliğidir. Zihin sonsuzdur, evrenin doğasıdır, kendi düzenine, kendi muazzam enerjisine sahiptir. Sonsuza dek özgürdür. Beyin, şu anki haliyle, bilginin kölesidir ve bu nedenle sınırlı, sonlu, parçalıdır. Beyin koşullanmasından kurtulduğunda, beyin sonsuz olur. Ancak o zaman zihin ve beyin arasında bir ayırım kalmaz.”

- J. Krishnamurti

Önceki yazılarımızda piyasalarda Mayıs ayının ikinci yarısında sert düşüşler beklediğimizi ifade etmiştik. Bizim borsamızda bu düşüş gerçekleşti ve BIST yüzde 15'e yakın geriledi. Global piyasalarda ise gerileme değil, bilakis yükseliş yaşandı.

Dolayısıyla tahminimizin bu kısmında yanıldık. Peki önümüzdeki haftalarda ne olabilir, hala bir düşüş olabilir mi yoksa bu görüşümüzden vaz mı geçtik?

İkinci aşama diye nitelendirdiğimiz piyasa geri çekilmesini görmedik ve piyasa hala 1. aşamada diye düşünüyoruz. Bununla birlikte, önümüzdeki haftalarda 2. aşamaya girme olasılığı artık bizce önemli ölçüde daha yüksek görünüyor. Neden böyle düşünüyoruz ve Haziran'da piyasa seyri nasıl olabilir?

Şu anki görüşümüze göre, SPX'in 7700 ile 7800 arasında Haziran ayında veya Temmuz başında nihai zirvesine ulaşacağını tahmin ediyoruz. Bundan sonra, ikinci aşama ile Haziran-Temmuz'dan Ekim'e kadar yüzde 10'dan fazla bir düzeltme bekliyoruz. Bu geri çekilme alım fırsatı verecek ve 2027'ye kadar sürecek patlayıcı bir son ralli yaşanacak diye düşünüyoruz.

Bu rallinin sona ermesinden sonra, değerlemeleri daha makul seviyelere indirecek bir ya da iki yıllık bir ayı piyasası öngörüyoruz. Tarihsel olarak, hisse senedi piyasası her zaman yüksek ve düşük değerlendirme dönemleri arasında dalgalanmıştır. Bu sefer de farklı olmayacağı kanaatindeyiz.

Piyasaları aslında son dönem sürükleyen ana etkenler arasında; para akımları (flowlar) ve özellikle büyük teknoloji şirketlerinde beklenen kar büyümesi olduğunu görüyoruz. Yine de bu değerlemelerin anlamsız olduğu şeklinde algılanmama sadece vade olarak daha uzun döngüleri kapsıyor.

Nitekim değerlendirme açısından baktığımızda çoğu önemli değerlendirme ölçütüne göre, piyasa şu anda son derece pahalı. Örneğin Buffett Indicator, CAPE Ratio, S&P 500 Trailing P/E Ratio, S&P 500 Forward P/E Ratio, S&P 500 Price-to-Book Ratio ve Tobin's Q Ratio gibi değerlendirme metriklerine göre piyasa tarihsel olarak epey yüksek seviyelerde. Ayrıca, lokomotif diyeceğimiz büyük teknoloji şirketlerine indirgenmiş nakit akımıyla baktığımızda ise değerlemelerin önemli bir kısmının terminal değerden geldiğini görüyoruz. Yakın zaman değer/serbest nakit akımı ise birçoğunda yüzün üzerinde ancak daha önce de belirttiğimiz gibi, bu aşırılıkların hâlâ genişleme potansiyeline sahip olduğuna ve aşırılıkların da aşırı hale gelebileceğine dair görüşlerimizle çelişmiyor. 1999 senesini örnek vermiştik. Esasında 1929 ve 2007'de de benzer aşırılıklar vardı.

Taktiksel bir bakış açısı ile daha kısa vadeli bakacak olursak, kısa vadede 7200-7300 arasında bir yerde son bulabilecek bir geri çekilme görebiliriz. Bu geri çekilme tamamlandıktan sonra ise 7700-7800 seviyelerine kadar bir yükseliş bekliyoruz. Ardından ise başta bahsettiğimiz ikinci aşamanın yani Mayıs ayında bizdeki duruma benzer sert bir satış dalgası (yüzde 10 civarı) bekliyoruz. Bu, birkaç nedenden dolayı temel senaryomuz olmaya devam ediyor. En önemlisi, tarihin en büyük üç halka arzı olan SpaceX, Anthropic ve OpenAI'nin önümüzdeki haftalarda halka arz edilmeleri planlanıyor. Bu mega halka arzlar, mevcut hisse senetleri üzerinde iki temel şekilde satış baskısı yaratabilir: Halka arz

öncesi nakit toplama: Fonlar, halka arz tahsisleri için nakit serbest bırakmak amacıyla (çoğunlukla büyük teknoloji ve Mag7 şirketlerinin hisselerini) satabilir. Hızlı endeks dahil etme: Nasdaq-100 ve S&P 500'e eklendikten sonra, pasif fonlar ve ETF'ler yeni devleri satın almak zorunda kalıyor; bu da onları endekslerdeki diğer tüm hisse senetlerinin orantılı miktarlarını satmaya zorluyor.

Sonuç, kısa vadeli bir geri çekilmeyi tetikleyebilecek geçici bir likidite kaybıdır; bu da beklediğimiz ikinci aşama zamanlamasına uyuyor. Ayrıca, taktiksel anlamda risklerin arttığına dair birçok emare var. Yapay zekâ "darboğazından" pozitif etkilenmesi beklenen birçok hisse bizce kırılğan bir zeminde ilerliyor. Özellikle büyük teknolojilerdeki pozisyonlar o kadar kalabalık ve korelasyonlu ki, herhangi bir momentum kaybı bir zincirleme reaksiyonu tetikleyebilir.

Bizce buna odaklanmak ve riski buna göre ayarlamak mantıklı bir seçenek. En kırılğan savunmasız alanlar da bellek, yarı iletkenler ve Güney Kore piyasası olarak öne çıkıyor. İkinci aşamada teminat çağrılarını hızlanabilir çünkü kalabalık ve kaldıraçlı pozisyonlar çözülmeye başlar, belki de ilk olarak Güney Kore'de bu durum yaşanabilir. Daha sonra korelasyonlar devreye girer çünkü hisse senedi portföyleri bu aynı işlemlerin hepsini tutmaktadır.

Güney Kore'ye tekrar değinirsek, orada riskleri daha da artıran, Hong Kong'da listelenen çift kaldıraçlı SK Hynix ETF'si ki bu yıl 10 kat büyüdü ve HK piyasasındaki tüm ETF varlıklarının neredeyse yüzde 10'unu elinde tutuyor. Şu anda Hong Kong'daki üçüncü en büyük ETF ve şu anda dünyanın en büyük tek hisse senedi ETF'si. SK Hynix ve Samsung'un yükselişi nedeniyle, birçok fon Güney Kore'nin katı yüzde 10'luk tek hisse senedi tutma sınırlarını aştı. Bu sınırlar, bu hisseler için yerel kurumsal bir talep sınırı oluşturuyor. Marjinal olarak buradan net satıcı konumundalar. Konsantrasyon sınırlarını ihlal etmeden yarı iletkenlere maruz kalmayı sürdürmek için kurumlar "gölge hisseler" yöneliyor. Örneğin, SK Hynix'te yüzde 20'lik büyük bir hisseye sahip olan SK Square, yatırımcıların alternatif olarak kullanmasıyla yükselişe geçti. Bunların hepsi de spekülasyon işlemlerinin arttığına dair sinyaller. G. Kore'de enflasyonun yükselmekte olduğunu bunun da faizlerde yükseliş getirmesi ve borsaları etkilemesi de göz önünde bulundurulması gereken bir detay.

Global özellikle ABD piyasaları için önemli bir nokta da son iki ayda, agresif bir "gama sıkışması", hisse senedi piyasasının ilk çeyrekteki satış dalgasından hızlı bir şekilde toparlanmasına katkıda bulunduğu gerçeği. Bana göre, agresif pozisyon değişiklikleri ve opsiyonlar, ETF'ler ve bireysel hisse senetleri genelinde yoğun kaldıraç kullanımı, piyasanın yükselişini hızlandırmaya yardımcı oldu. Dolayısıyla da bir momentum piyasasının çoğu niteliğini gösteriyor. O an için ortada bariz sebep yokken bile yükseliş kendi kendine de momentum kaybedebilir. Yatırımcılar, özellikle alım opsiyonlarındaki işlem faaliyetlerini yakından takip etmelidir bence. Piyasa değeri yüksek büyük teknoloji şirketleri ve yarı iletken şirketleriyle bağlantılı call opsiyonlara olan talep azalmaya başladığında, bu bir satış dalgasının yakın olduğunun işareti olabilir.

VIXEQ/VIX rasyosu tarihi yüksek seviyelerde. Opsiyon spekülasyonu tarihi bir aşırı seviyede: Bireysel hisse senetlerinde alım opsiyonu alımı o kadar agresif ki, S&P bileşen hisse senetlerinin oynaklığı VIX'e göre rekor bir primle işlem görüyor.

Bu seviyede olduğu son üç zirve: (1) S&P'nin yüzde 11 düzeltmesinden hemen önce 2023, (2) S&P'nin yüzde 10 düzeltmesinden hemen önce 2024, (3) 2025 zirvesi öncesi ki bu aynı zamanda Nasdaq ve Teknoloji'de çok aylık bir zirveydi. Bu S&P düzeltmelerinde, SOX endeksi (1) 2023'te yüzde 19, (2) 2024'te yüzde 28 ve (3) 2025'in sonlarında yüzde 17 düştü. SOX'un S&P'ye göre aşağı yönlü betası sırasıyla 2x, 3x ve 3x'ti.

Geçmişteki olaylara nazaran, SOX bugün daha da kırılğan bizce. SOX, son günlerdeki bazı gün içi düşüşlerinde S&P'ye göre *8* Beta ile işlem gördü. Tarihsel örneklere bakarsak S&P'de standart yüzde 10'luk bir geri çekilme, SOX endeksinde yüzde 30'luk bir düşüşü tetikleyebilir. SOX yani yarı iletken endeksinin son iki aylık değişim oranlarına baktığımızda tüm zamanların en büyük teknoloji rallisinde bile, SOX bu değişim oranını son gün içi zirvesine kadar sadece altı gün boyunca sürdürebildi. Kapanış zirvesi ise bundan iki gün önce gerçekleşmişti. Bu görüşüm ışığında, daha önce bahsettiğimiz gibi yarı iletkenlerden yazılım sektörüne rotasyon fikrimizin arkasındayız. Rotasyon yapılacak diğer bir sektör olarak da sağlık sektörü makul olabilir.

Japonya Merkez Bankası Başkanı Kazuo Ueda'nın bu haftaki açıklamaları ve gelecek haftaki Japonya Merkez Bankası kararı sonrasında, USD/JPY kurunun 162 seviyesinin üzerine çıkmasını bekliyorum bu bir "olacak mı" değil, "ne zaman olacak" sorusu. Bu nedenle, USD/JPY psikolojik ve politik olarak uygun 160 seviyesini aşsa bile, bu durum Japonya Merkez Bankası faiz artırımını yapana kadar USD'nin yükselmesine/yen'in düşmesine neden olacaktır. Maliye Bakanlığı,

başarısız 74 milyar dolarlık müdahalenin getiri oranının azaldığını göstermiştir ve sorunun örtbas edilmesi, yapısal faiz açığı sorununu çözmez.

162'nin üzerine çıkmak, yenin düşüşünü hızlandıracaktır ta ki 16 Haziran veya daha sonraki bir Japonya Merkez Bankası toplantısı faiz artırımını zorunlu kılanaya kadar; ki bu da küresel carry trade'in çözülmesine yol açabilecek ve hisse sentlerine etki edecek başka bir tetikleyici olabilir. 16 Haziran'da FOMC toplantısı var ve FED'in de daha şahin bir tutum takınması muhtemel.

Yurt içine dönecek olursak piyasaların iç politika gelişmelerini takip etmeye devam etmesi olası görünüyor. Son açıklanan GSYH verilerinde Türkiye ekonomisinde büyümede momentum kaybının daha savaş başlamadan önce başladığını görüyoruz. Tüketim yine ana motor olurken net ihracatın eksi katkısı da göze çarpıyor. O günden bu yana açıklanan verilerde bu resimle büyük oranda uyumlu olduğunu düşünüyoruz.

Enflasyonun kısa vadede olumlu sürpriz yapma olasılığına rağmen piyasa bazlı faizlerin yüksek seviyelerinde kalması muhtemel diye düşünüyor, PPK toplantısında ise faiz artırımını beklemiyoruz.

Borsada Mayıs ayı ortasında gördüğümüz düşüşün ardından, BIST'in 13,000 üzerindeki taban oluşturma sürecinin devam ettirmesi ve 15 binli seviyelere geriye gelmeye çalışması muhtemel. Enflasyondan gelecek olumlu sinyaller ve petrol fiyatlarının 110 seviyelerinden gerilemesi kısa vadeli olumlu etkiler olarak karşımıza çıkıyor. Ancak bu olumlu gelişmelere rağmen borsamızın sert düşüş sonrası tekrar zirve bölgesini aşması çok da kolay olmayacaktır diye düşünüyorum. Muhtemelen bizim piyasalar da global piyasalara paralel bir seyir izleyecektir diye düşünüyorum. İran konusu da hala bir bilinmez olarak karşımıza çıkıyor ama yukarıdaki yorumların çoğu Haziran ayı içinde bir çözüme ulaşılacağını öngörüyor. Aksi durumda bizce petrol ve faizlerde yukarı, borsalarda aşağı yönlü baskı artacaktır.

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 getirin 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 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.