



Ekonomide 2022 Yılı Gelişmeleri ve 2023 Beklentileri

İçerik

Yönetici Özeti

Küresel Ekonomik Görünüm

- Yükselen Enflasyon Göstergeleri ve Merkez Bankası Kararları
- Ekonomik Aktivite Göstergeleri
- Küresel Piyasalara Dair 2023 Beklentilerimiz

Türkiye’de Ekonomik Görünüm

- Ekonomik Aktivite ve Büyüme Göstergeleri
- Para Politikası Kararları ve Yansımaları
- Enflasyon Göstergeleri
- Dış Ticaret ve Ödemeler Dengesi
- İstihdam Göstergeleri
- Finansal Piyasalar ve Yatırım Araçları
- Bütçe Dengesi
- Sektörel Görünüm
- Türkiye Ekonomisine Dair 2023 Yılı Beklentilerimiz

2023 Yılı Yatırım Temaları

- Türkiye Hisse Senedi Piyasası ve Sektörlere İlişkin Beklentiler
- Yurtdışı Hisse Senedi Piyasaları
- Kıymetli Madenler ve Endüstriyel Metaller

Vartlık Dağılımı Stratejileri

Risk Gruplarına Yönelik Genel Yatırım Tavsiyesi

Yönetici Özeti

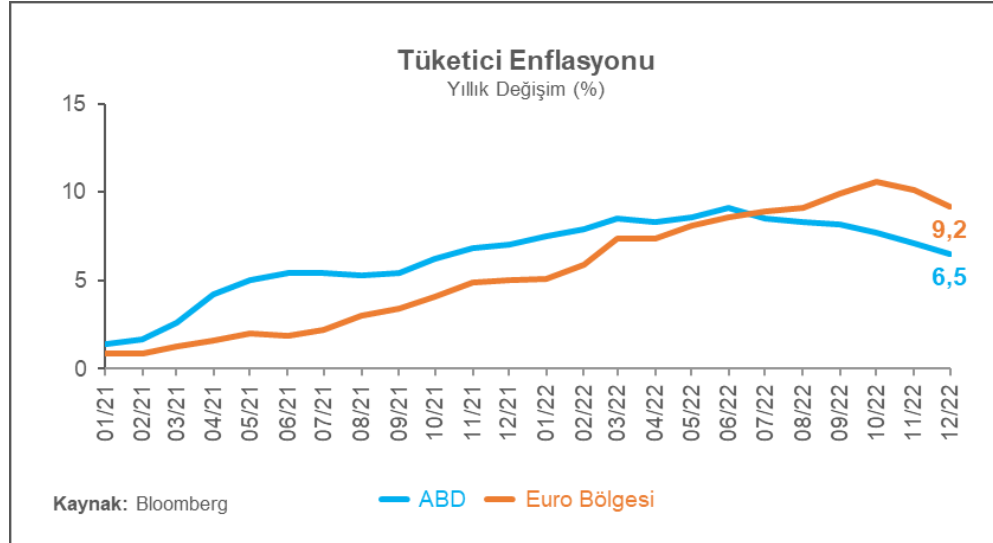
- **2022 yılında küresel enflasyon yüksek seyrini devam ettirdi.** ABD’de tüketici enflasyonu son 41 yılın zirvesine çıktı. Benzer şekilde Euro Bölgesi’nde tüketici enflasyonu bölgede kaydedilen en yüksek yıllık enflasyon olarak tarihe geçti.
- **2022 yılında Fed başta olmak üzere merkez bankaları sıkı para politikası uyguladı.** Fed yükselen enflasyona karşı politika faizini sert şekilde artırdı. Yılsonunda federal fonlama faizinin üst sınırı yüzde 4,50 seviyesine yükseldi.
- **İşgücü piyasasındaki olumlu görünüm, Fed’in elini güçlendirdi.** İstihdam verilerinin güçlü gelmesi merkez bankasına agresif faiz artışları için alan sağladı.
- **Rusya’nın Ukrayna’ya saldırması enflasyon göstergelerini oldukça negatif etkiledi.** Avrupa’nın doğusunda patlak veren silahlı gerginlik, halihazırda devam eden yüksek enflasyonun daha negatif bir patikaya girmesine sebep oldu. Emtia fiyatlarında sert yükselişler kaydedildi. Sonrasında Fed’in faiz artışlarıyla kademeli düşüş görüldü.
- **2023 kışının ılıman geçmesi doğalgaz vadelerinde düşüşe sebep oldu.** 2023 yılındaki olumlu seyre rağmen, 2024 kışı için depoların doldurulması gerekecek ve bu durumun fiyatlara etkisi yakından takip edilmeli.
- **Küresel büyüme görünümü yıl içerisinde kötüleşti.** Tüketici güvenleri düşerken PMI endeksleri eşik değerinin altında kaldı.
- **Çin, dünyanın geri kalanından ayrıştı.** Çin pandemi tedbirlerinde “sıfır vaka” politikası izleyerek dünyanın geri kalanından oldukça ayrışan bir görüntü çizdi. Bu durum ülkedeki ekonomik aktiviteyi önemli ölçüde baskıladı ve küresel büyümeyi de negatif etkiledi.
- **2023 yılının sonuna doğru Fed’den gevşeme yönlü hareketler bekliyoruz.** Bu durumun ekonomik aktiviteyi ve piyasa algısını pozitif yönde destekleyeceği düşüncesindeyiz.
- **Türkiye’de 2023 yılı ilk yarısında ekonomik aktivite görece olumlu seyretse de yılın ikinci yarısında ivme kaybı yaşandı.** Yılın üçüncü çeyreğinde çeyreklik büyüme, pandeminin patlak verdiği 2020 yılının ikinci çeyreğinden bu yana ilk kez negatife döndü.
- **Enflasyon son 24 yılın en yüksek seviyesine çıktı.** Kurdaki sert yükselişlerin sebep olduğu birikimli etki/geçişkenlik ve geçtiğimiz senelere kıyasla başta enerji grubu olmak üzere emtia fiyatlarındaki yukarı yönlü seyir bu durumda etkili oldu.
- **TCMB, para politikasını ticari firmalar için dolaylı yoldan sıkılaştırdı.** Merkez bankası, son tüketici nezdinde alım gücünü canlı tutmaya çalışırken ticari firmalar için şartları sıkılaştırdı.
- **Dış ticaret dengesinde rekor açıklar kaydedildi.** Ağustos ayında dış ticaret açığı 11 milyar doları aştı. Bu durumda başta enerji olmak üzere emtia fiyatlarındaki artış etkili oldu.
- **Reel efektif kur ÜFE tarafında değerlendirildi.** Enflasyonun yükselmesi ancak kurların yataylaşması, ÜFE bazlı reel efektif döviz kurunda anlamlı artışlara sebep oldu.
- **Hisse senetleri yüksek getiri sundu.** Negatif reel faiz ortamında yatırımcıların getiri arayışı ve şirketlerin karlarında anlamlı yükselişlerin yaşanması (marjların tarihsel ortalamalara kıyasla genişlemesi) gibi faktörler hisse senetlerini destekledi.
- **2023 yılının seçime kadar olan periyodunda son tüketicinin harcama yapma eğiliminin güçlendirileceğini düşünüyoruz.** Bu durum, ekonomik aktiviteyi destekleyecektir.
- **Enflasyonun yıl sonunda yüzde 35 seviyesinde bulunmasını bekliyoruz.** Yüksek oranlı asgari ücret zammı, EYT düzenlemesi ve atalet (inertia) gibi faktörler ışığında enflasyonun yüzde 35 seviyesinde kalacağını tahmin ediyoruz.
- **Düşen enerji maliyetleri cari açığı yıllık bazda iyileştirebilir.** Ancak enerji fiyatlarındaki düşüşün kalıcılığı önemli olacak.

Küresel Ekonomik Görünüm

○ Yükselen Enflasyon Göstergeleri ve Merkez Bankası Kararları

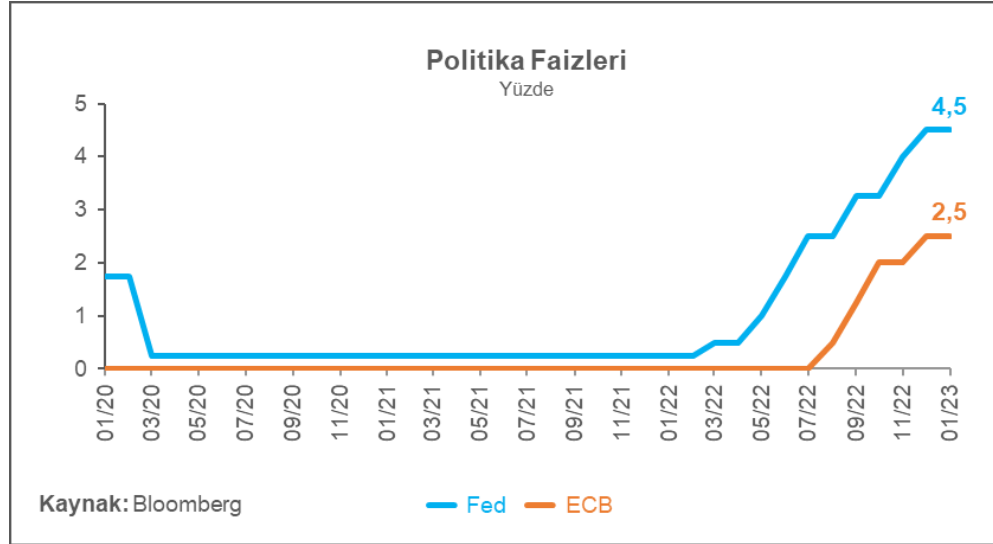
ABD’de tüketici enflasyonu haziran ayında yıllık bazda yüzde 9,1 seviyesine çıkarak son 41 yılın zirvesine çıktı.

2022 yılının küresel olarak en önemli gündem maddelerinden biri yükselmeye devam eden enflasyon göstergeleri ve merkez bankalarının bu yükselişi dizginlemek için attığı adımlar oldu. ABD’de tüketici enflasyonu haziran ayında yıllık bazda yüzde 9,1 seviyesine çıkarak son 41 yılın zirvesine çıktı. Benzer şekilde Euro Bölgesi’nde tüketici enflasyonu ekim ayında yıllık bazda yüzde 10,6 seviyesine çıkarak Euro Bölgesi’nde kaydedilen en yüksek yıllık enflasyon olarak tarihe geçti. ABD’de enflasyon yılı yüzde 6,5 seviyesine gerileyerek bitirirken Euro Bölgesi enflasyonu yılı yüzde 9,2 seviyesinde kapattı. Üretici enflasyonu cephesinde de benzer rekor seviyeler görüldü. 2020 yılında koronavirüs salgınının ortaya çıkmasıyla birlikte küresel merkez bankaları durma noktasına gelen ekonomik aktivitenin negatif etkilerini hafifletmek ve finansal piyasalarda oluşan paniğin önüne geçmek için bazı adımlar atmıştı. Bir yandan faiz indirimleri yapan merkez bankaları, diğer yandan niceliksel genişlemeye (QE) giderek finansal koşulları gevşetici hamleler yaptı. Gevşek finansal koşullara ek olarak, pandemi döneminde tedarik zincirlerinin pandemi tedbirlerinden negatif etkilenmesi ve birçok sektörün temel hammadde tedarikinde problemler yaşaması hem talep hem arz yönlü olmak üzere enflasyonist bir etki yaptı. 2021 yılı boyunca Fed dahil olmak üzere birçok merkez bankası, enflasyonun daha çok arz yönlü problemlerden kaynaklandığını ve geçici bir niteliğe sahip olduğunu düşünüyordu. Bu durum 2021 yılı boyunca Fed başta olmak üzere merkez bankalarının faiz artışlarından ve finansal koşulları sıkılaştırıcı adımlardan kaçınmasına sebep oldu. Henüz pandemiye dair endişeler devam ederken sıkılaştırıcı adımların ekonomik aktivite üzerindeki negatif etkilerinden çekinildi.



Ancak enflasyonun geçici olduğu ve müdahale edilmesine gerek olmadığı yönündeki inanç giderek mevzi kaybetti. 2022 yılına girdiğimizde pandemiye dair endişeler önemli ölçüde azalmışken enflasyon halen oldukça yüksek bir seviyede bulunuyordu. Fed, mart ayı toplantısında yüksek enflasyona karşı önlem olarak politika faizinde 25 baz puan artışa gitti ve 2018 yılından bu yana ilk kez faiz artırmış oldu. Fed, yıl boyunca 425 baz puan faiz artırarak tarihin en hızlı sıkılaştırma döngülerinden birini uyguladı ve federal fonlama faiz aralığının üst sınırını yüzde 4,50 seviyesine kadar yükseltti. Bu durum, 2022 yılında finansal piyasalardaki seyrin en belirleyici unsurlarından biri oldu. Fed, bu yıl 28 yıl aranın ardından ilk kez tek seferde 75 baz puanlık faiz artırımları yaptı ve beklentileri çıplamak için yoğun çaba sarfetti. Avrupa Merkez Bankası (AMB) da 2022 yılında 250 baz puan faiz artırarak

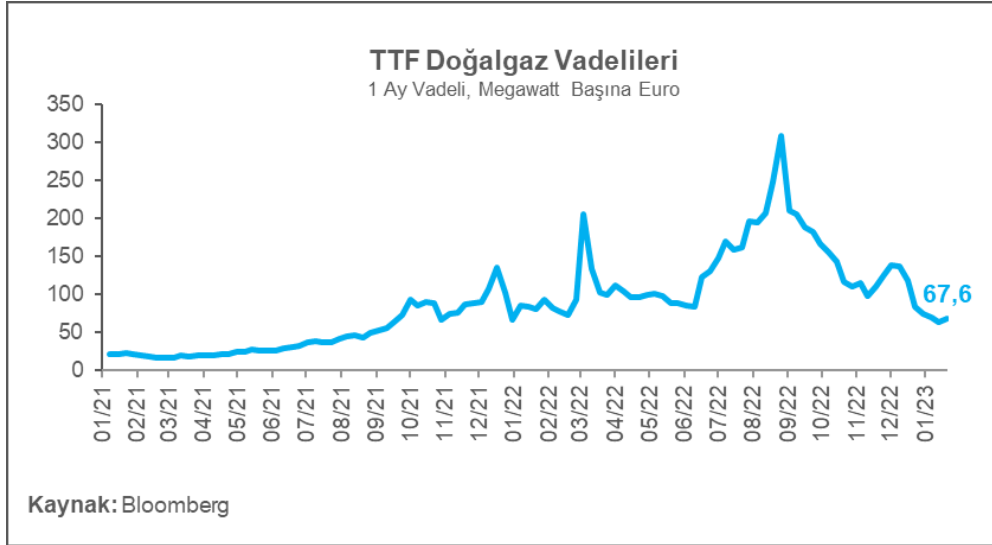
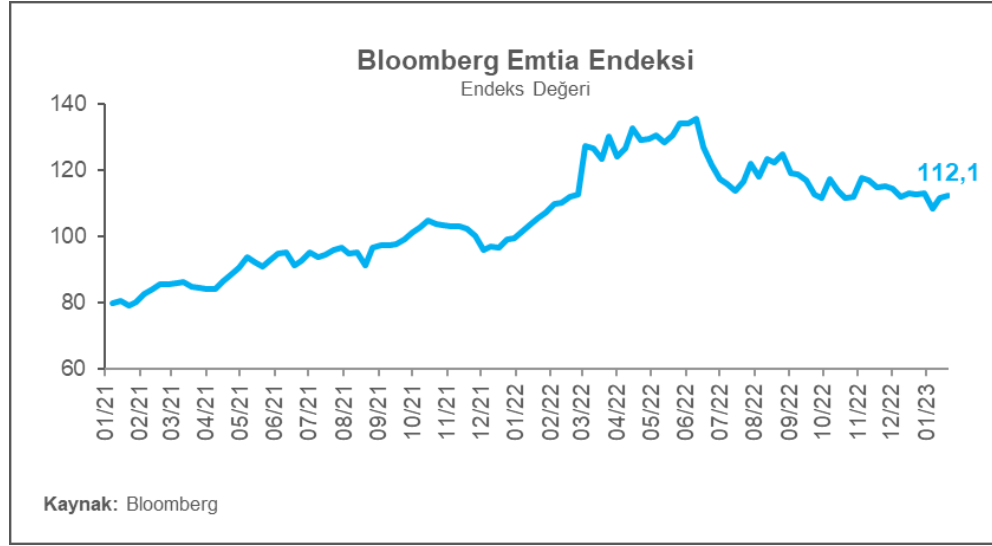
politika faizini yüzde 2,50 seviyesine çıkardı. Faizlerdeki artış, hisse ve kıymetli maden piyasalarını baskımlarken tahvil faizlerinde ve dolar endeksinde (DXY) sert yükselişlere sebep oldu. Dolardaki ve tahvil faizlerindeki yükseliş gelişmekte olan ülkelerin borçlanma maliyetlerini derinden etkiledi.



Petrol fiyatları yıl içerisinde varil başına 139 dolar seviyesine yükselerek son 14 yılın en yüksek seviyesine tırmandı.

2021 yılından gelen kümülatif enflasyon etkisine ek olarak, 2022 yılının şubat ayında Ukrayna ile Rusya arasında sıcak çatışmaya dönen gerilim enflasyonda yukarı yönlü baskıyı artırdı. Rusya, 24 Şubat'ta Ukrayna'ya yönelik bir askeri operasyon başlattı. Saldırı sonrası ABD ve Avrupa ülkeleri tarafından bir dizi yaptırım açıklandı ve Rusya'nın finansal sistemden ve ticari ilişkilerden tamamen soyutlanması hedeflendi. Ancak bölgenin petrol, petrol ürünleri, tarımsal emtia ve endüstriyel metallerde önemli bir üretici ve ihracatçı olması, bu ürünlerin fiyatlarında ciddi yükselişleri beraberinde getirdi. Petrol fiyatları yıl içerisinde varil başına 139 dolar seviyesine yükselerek son 14 yılın en yüksek seviyesine tırmandı. Altın fiyatları jeopolitik gerginliğin etkisiyle dönemsel bir yükseliş gösterdi. Emtia fiyatlarındaki yükseliş, birçok kalemden küresel maliyetleri önemli oranda yükseltti ve ülkelerin alım gücünü sınırlandırdı. Avrupa'nın doğalgaz tedarikinde Rusya'ya yüksek derecede bağımlı olması kıtada büyük bir enerji krizine sebep oldu ve üretimde aksamalara yol açtı. 2023 yılına girdiğimizde Rusya ile Ukrayna arasındaki gerilim halen devam ediyor ve kısa dönem için kalıcı bir barış yapılması da beklenmiyor. Ancak mevsim normalerinden daha sıcak geçen sonbahar ve kış aylarının etkisiyle Avrupa'nın doğalgaz depolarını doldurması geleceğe dair endişeleri bir miktar azalttı. Mevcut koşullar altında 2023 kışını görece sorunsuz geçirmesi beklenen Avrupa'nın önündeki diğer bir meydan okuma, 2024 kışına hazırlık kapsamında önümüzdeki yaz doğalgaz depolarını doldurmanın fiyatlar üzerinde nasıl bir etki ortaya çıkaracağı olacak. Geçen senenin aksine Rusya boru gazını alamayacak olan Avrupa'nın LNG talebi spot doğalgaz fiyatlarının ve küresel maliyetlerin seyrini belirleyecek. TTF doğalgaz vadeli depolardaki doluluk oranlarının yüksek olması sebebiyle sert bir geri çekilme yaşadı ancak kalıcı olup olmayacağı belirsizliğini koruyor.

Enerji emtiaları, Fed'in faiz artışlarına rağmen savaş nedeniyle yılın önemli bir bölümünü yüksek seviyelerde geçirse de yılsonuna doğru anlamlı düşüşler gösterdi. Endüstriyel metaller, tarımsal emtialar, kıymetli madenler ise daha erken bir düşüş trendine girdi. Bloomberg emtia endeksi şubat ayı sonrasındaki yükselişinin ardından gördüğü zirveden geri çekildi. Ancak Fed'e dair beklentiler sebebiyle son iki aydır emtialarda yükselişler görüldü.

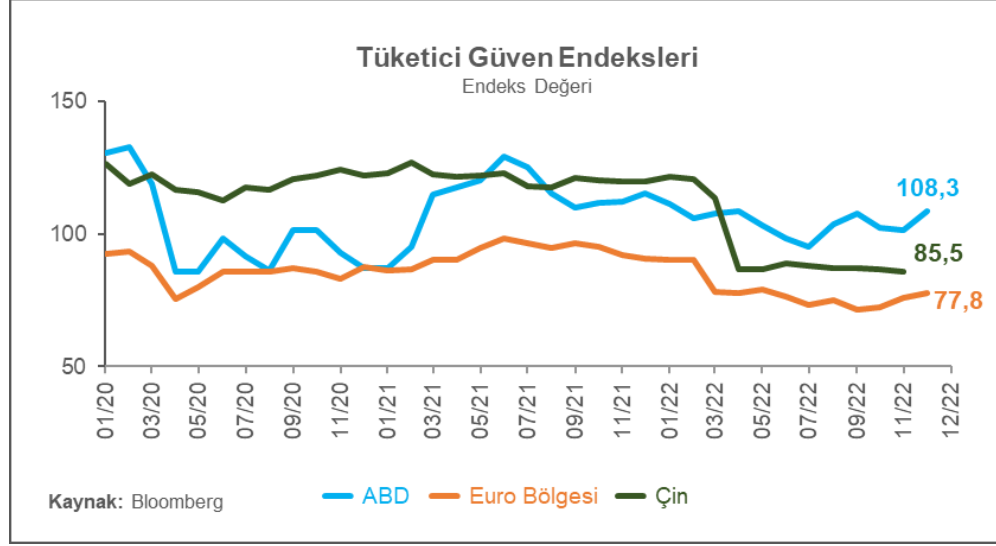


Çin'deki sert karantina tedbirlerinin tedarik zincirinde aksamalara sebep olması da enflasyon konusunda 2022 yılının diğer önemli gündem maddesi oldu. Dünyanın diğer bölgelerinde virüse dair tedbirler ve karantinalar sona ererken Çin, daha önce açıklamış olduğu "sıfır COVID" politikasını uygulamaya devam etti. Bu tedbirler Çin çıkışlı ürünlerde tedarik sorunları yaşanmasına ve fiyat artışlarına sebep oldu. Ekonomik aktivitenin yılsonuna doğru oldukça yavaşlaması sonrasında Çin uyguladığı tedbirlerde gevşemeye gitti ve 2023 yılında ekonomik aktiviteyi canlandırmak adına gerekli adımların atılacağını açıkladı. "Sıfır vaka" politikasının ne zaman tamamen terk edileceği küresel ekonomi için oldukça önemli olacak.

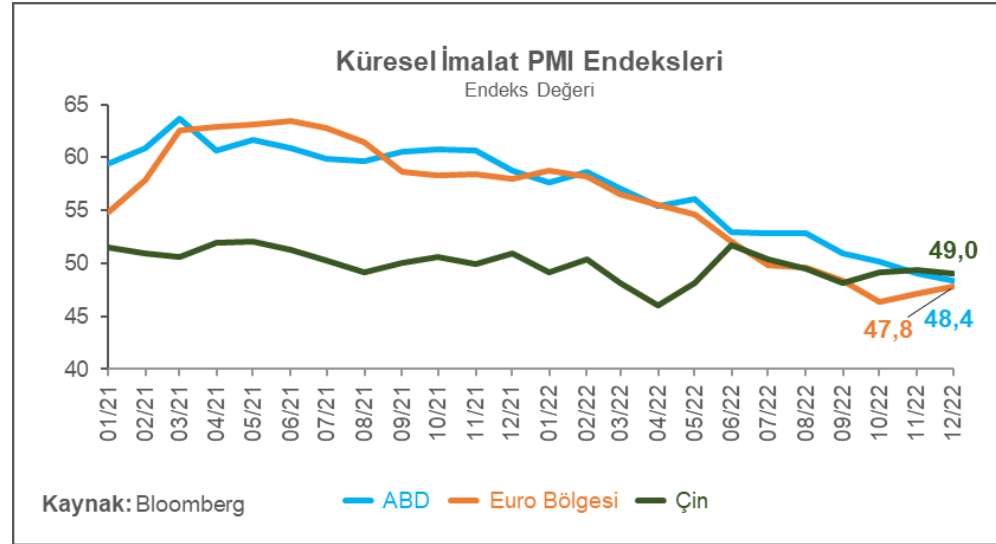
- **Ekonomik Aktivite Göstergeleri**

2022 yılına küresel ölçekte zayıf bir büyüme görünümüyle girildi. Yüksek seyreden enflasyon, şubat ayında patlak veren savaşla birlikte yükselen emtia fiyatları, tedarik zincirlerindeki darboğaz ve küresel merkez bankalarının faiz artışları ekonomik aktiviteye dair beklentilerin

Yıl içinde giderek kötüleşmesine sebep oldu. Bu ortamda tüketici güven endeksleri aşağı yönlü hareket etti.



Küresel PMI endeksleri de bu görünümü teyit eder şekilde eşik değer olan 50'nin altında seyretti.



Şu an için merkez bankalarının elini güçlendiren işgücü piyasası görünümünün 2023 yılında ne yöne evrileceği yakından takip edilecek.

Merkez bankaları sıkı para politikası uygulamayı tercih ederken işgücü piyasasındaki güçlü duruş dikkat çekti ve karar alıcıların elini güçlendirdi. ABD'de aralık ayı itibarıyla tarım dışı istihdam beklentilerin üzerinde gerçekleşerek işgücü piyasasında sıkılığa işaret etti. İşsizlik oranı yüzde 3,7 olan beklentilerin altında yüzde 3,5 olarak gerçekleşti. Öte yandan, merkez bankalarını endişelendiren hizmetler sektöründeki maaş artışları da aralık ayında beklentilerin altında kaldı ve daha kalıcı bir niteliğe sahip hizmetler enflasyonu açısından pozitif sinyaller verdi. Şu an için merkez bankalarının elini güçlendiren işgücü piyasası görünümünün 2023 yılında ne yöne evrileceği yakından takip edilecek.

- Küresel Piyasalara Dair 2023 Beklentilerimiz

2023 yılsonunda federal fonlama faizinin yüzde 5,1 seviyesinde olması tahmin edilmektedir.

Fed her ne kadar sıkılaştırma döngüsünü yavaşlatma sinyalleri verse de baz senaryomuzda, yüksek faiz ortamının hem ABD’de hem Euro Bölgesi’nde 2023 yılının önemli bir kısmında devam etmesini bekliyoruz. Faiz artış hızı kadar faizin yüksek seviyelerde ne kadar kalacağını da önemli olduğunu vurgulamak istiyoruz. Merkez bankalarının, enflasyon göstergelerinde kalıcı düşüşe ikna olana kadar finansal koşulları gevşetmek istemeyeceği kanaatindeyiz. Fed’in aralık ayı toplantısının ardından yayımladığı noktasal grafikteki (dot plot) yönlendirmelerini dikkate aldığımızda 2023 yılsonunda federal fonlama faizinin yüzde 5,1 seviyesinde olması tahmin edilmektedir. Eylül ayı beklentisinin yüzde 4,6 olduğu düşünüldüğünde eğilimin daha sıkı bir para politikası tarafına doğru kaydığı görülmektedir. Aralık ayında yapılan son tahmin, bu haliyle 2023 yılı içerisinde ek faiz artışı anlamına gelmektedir. Henüz 2022 yılı içerisinde yapılan faiz artışlarının etkisinin tam olarak görülmediğini ve bu etkinin gecikmeli olacağını da eklemeliyiz. Noktasal grafikte büyüme tahminlerinin eylül ayı beklentilerine göre aşağı yönlü, işsizlik tahminlerinin ise yukarı yönlü revize edildiği görülmektedir. Bu durum piyasa katılımcılarının endişelerinin Fed üyeleri tarafından da paylaşıldığını göstermektedir. Faiz artışının gecikmeli etkisinin ekonomik aktivite ve işgücü piyasası üzerindeki yansımaları 2023 yılında yakından takip edilecek.

Sıkı para politikasının ekonomik aktivite ve işsizlik üzerindeki etkileri belirginleştikçe merkez bankalarının yılsonuna doğru daha güvercin bir tavır ve söyleme kayabileceğini düşünüyoruz.

Sıkı para politikasının ekonomik aktivite ve işsizlik üzerindeki etkileri belirginleştikçe merkez bankalarının yılsonuna doğru daha güvercin bir tavır ve söyleme kayabileceğini düşünüyoruz. Ancak enflasyon cephesinde kalıcı düşüş olduğuna dair kanıtların artmasını bu duruma bir ön koşul olarak zikredebiliriz. Piyasa fiyatlamalarının oldukça şahin olduğu göz önünde bulundurulursa yaşanabilecek olumlu sürprizlerin piyasa fiyatlamaları üzerinde kuvvetli etkileri olabileceğini de not etmek lazım. Rusya ve Ukrayna arasındaki gerilimin çözülmesi ve emtia fiyatlarının düşmesi, küresel enflasyondaki seyir açısından ekstra pozitif bir unsur olacaktır. Ancak baz senaryomuzda anlaşmazlık halinin devam etmesini bekliyoruz. Uzlaşının sağlanması başta Euro Bölgesi olmak üzere küresel ekonomik aktivite beklentilerimizi olumlu yönde değiştirir. Avrupa Birliği özelinde bakarsak, doğalgaz depolama tesislerindeki seviyenin önemli olduğunu da not düşmeliyiz. Avrupa ülkelerinin yüksek derecede bağımlı olduğu Rus gazına karşı 2023 yılında sonbahar ve kış dönemlerinin mevsim normallerinin üzerinde geçmesinin de etkisiyle bir nebze çözüm üretebildiğini görüyoruz. Ancak 2024 yılı hazırlıklarının ne kadar başarılı olacağı önemli olacaktır.

2023 yılında bir diğer önemli gündem maddesi Çin ekonomisinin seyri olacaktır. 2022 yılını sert COVID tedbirleri ve ülke için önemli bir performans barometresi olan gayrimenkul sektöründeki sorunların gölgesinde geçiren Çin 2023 yılında ekonomik aktiviteyi canlandırmak istiyor. Çin’in ülkedeki ekonomik aktiviteyi canlandırmayı başarması küresel ekonominin seyrini de etkileyebilir. [Yakın zamanda yapılan bir araştırmaya göre](#)¹, Çin’de ekonomik büyüme güçlendikçe küresel büyüme beklentileri güçlenmekte, risk iştahı artmakta ve varlık sınıflarında anlamlı yükselişler söz konusu olmaktadır. Böyle bir durumda Çin’in artan talebi sebebiyle başta enerji ve endüstriyel metaller olmak üzere emtia fiyatlarında da yükselişler görülebilir. Tedarik zincirlerine dair beklentimiz ise, sıfır COVID tedbirlerine son verilmesi ihtimali sebebiyle Çin çıkışlı ürünlere dair kısıtlı olumluysen savaş durumunun çözülmesini beklemediğimiz için Rusya ve Ukrayna ilintili ürünlerde kısıtlı olumsuz olarak öne çıkıyor. Çin’de ekonomik aktivitenin hızlanmasının Baltık Kuru Yük Endeksi’nde yükselişlere sebep olabileceğini de değerlendiriyoruz.

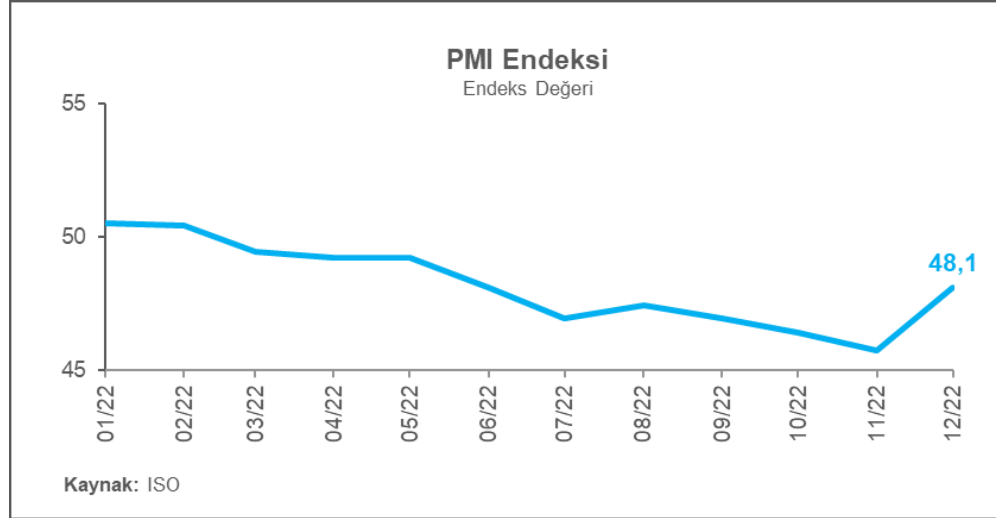
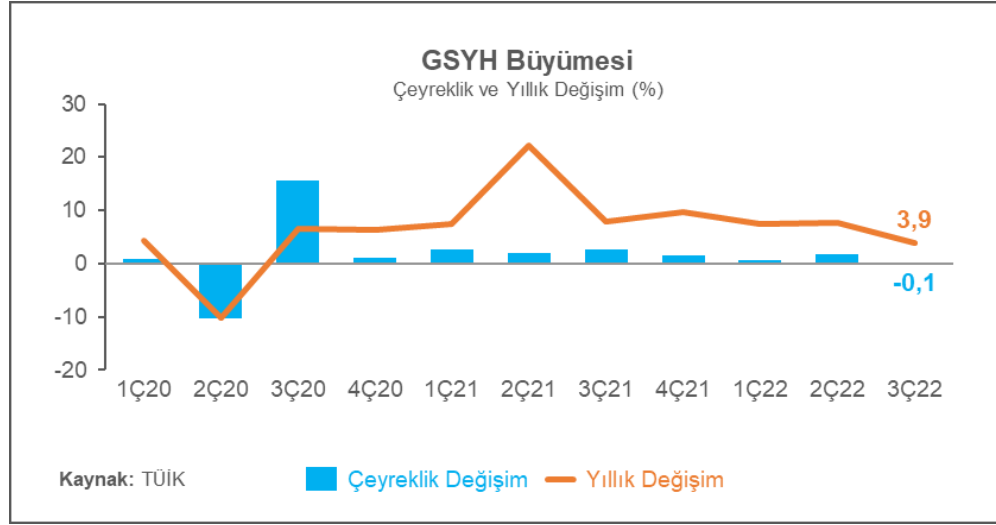
¹ Barcelona, William, et al. "What Happens in China Does Not Stay in China." International Finance Discussion Paper 1360 (2022).

Türkiye’de Ekonomik Görünüm

○ Ekonomik Aktivite ve Büyüme Göstergeleri

Özel tüketim harcamaları yıl boyu güçlü seyredirken net ihracatın toplam büyümeye katkısı giderek azalış gösterdi.

Türkiye’de 2022 yılının ilk yarısında ekonomik aktivite görece güçlü seyretse de yılın ikinci yarısında bazı alanlarda ivme kaybı görüldü. Ekonomi ilk çeyrekte yıllık bazda yüzde 7,5, ikinci çeyrekte yüzde 7,7 büyürken yılın üçüncü çeyreğinde büyüme oranı yüzde 3,9 seviyesine kadar geriledi. Yılın üçüncü çeyreğinde çeyreklik büyüme, pandeminin patlak verdiği 2020 yılının ikinci çeyreğinden bu yana ilk kez negatife döndü. Özel tüketim harcamaları yıl boyu güçlü seyredirken net ihracatın toplam büyümeye katkısı giderek azalış gösterdi. Stoklar, yıl boyunca büyümeyi aşağıya çeken en önemli faktör oldu. Özel tüketim harcamaları ise büyüme içerisinde önemli bir yer tuttu. Tüketicilerin enflasyona karşı korunmak için taleplerini öne çekmesi iç tüketimde canlılığın yıl boyu devam etmesini sağladı ve harcamaları destekledi.



PMI göstergeleri, ekonomideki ivme kaybını teyit eden bir diğer gösterge oldu. Manşet PMI, 2022 yılının mart ayından itibaren eşik değer olan 50 seviyesinin altında kaldı. Endekste takip edilen 10 sektörün önemli bir kısmı yılın çoğunluğunu daralma bölgesinde geçirdi. Manşet PMI endeksi, aralık ayında dipten toparlanma hareketi yapsa da daralma bölgesinde kalmaya

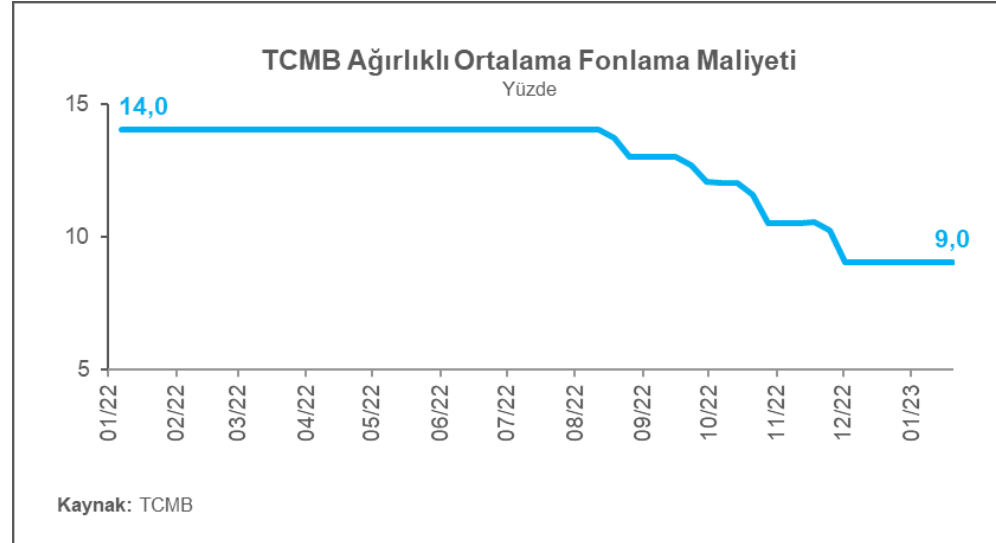
devam etti. Sanayi üretimi de yılın ikinci yarısında belirgin şekilde ivme kaybetti. Dördüncü çeyreğe dair büyüme oranı henüz netleşmese de ekonomik aktivitenin önemli öncü göstergelerinden biri olan elektrik üretimi 2022 yılının ikinci yarısındaki genel seyrine paralel olarak yılın son aylarında bir önceki yıla kıyasla daha düşük seyretti ve dördüncü çeyrek büyüme verilerine dair olumlu bir sinyal vermedi.

Ekonomik aktivitedeki gerilemenin en önemli sebepleri arasında a) TCMB'nin kredi büyümesini makroihtiyati tedbirlerle sıkılaştırması ve finansmana erişimi zorlaştırması, b) Türkiye'nin ihracat pazarlarındaki ekonomik durgunluk, c) enerji başta olmak üzere girdi maliyetlerindeki yükselişin bazı sektörlerde üretimi yavaşlatması sayılabilir. Bu konulara detaylı olarak aşağıda değineceğiz:

○ Para Politikası Kararları ve Yansımaları

Türkiye'nin 2022 yılında en önemli gündem maddelerinden biri, uygulanan para politikası ve ekonomiye olan yansımalarıydı. Küresel merkez bankalarının sıkı para politikası uyguladığı bir dönemde Türkiye'de benzer bir politika tercih edilmedi. TCMB, yılbaşında yüzde 14 seviyesinde bulunan politika faizini yılı kapatırken 500 baz puan indirmiş ve yüzde 9 seviyesine çekmişti. Ancak TCMB bir yandan politika faizinde indirmeye giderken diğer yandan bankacılık sistemine yönelik geliştirdiği makro-ihtiyati tedbirlerle kredi büyümesini yavaşlatmak ve enflasyonla mücadele doğrultusunda finansal koşulları sıkılaştırmak istedi. Bankalara kredi kullandırımında kredinin türüne göre menkul kıymet tesisi zorunluluğu getirilmesi gibi adımlar bankaların kredi verme iştahını azalttı. Ayrıca kredi oranlarının enflasyonla kıyaslandığında düşük kalması bankacılık sistemini kredi vadelerini kısaltmaya yönlendirdi. Tüm bu faktörler finansmana erişimi kısıtladı ve kredilerin yılın önemli bir kısmında enflasyon üstü bir hızda büyümesini engelledi. Para politikasının dolaylı yoldan icra edilmesi son tüketici nezdinde (kredi kartı oranlarının düşük kalması gibi sebeplerle) gevşek koşullar sağlayarak tüketim iştahını güçlü tutarken ticari tarafta koşulların özellikle finansmana erişim kanalıyla sıkılaştırılmasını sağladı. 2022 yılında hem gerçekleşen hem de beklenen enflasyona kıyasla rekor seviyede negatif reel faiz ortamı söz konusu oldu.

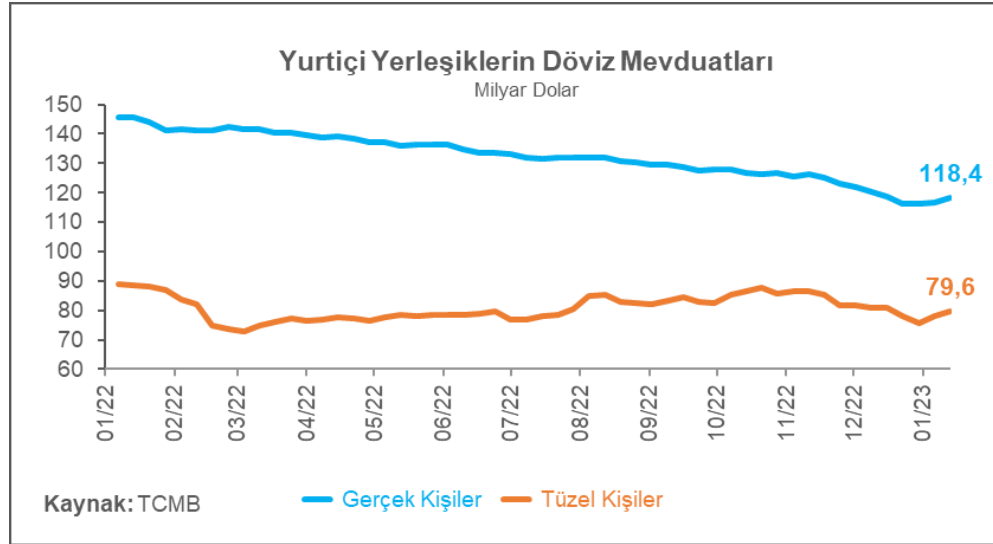
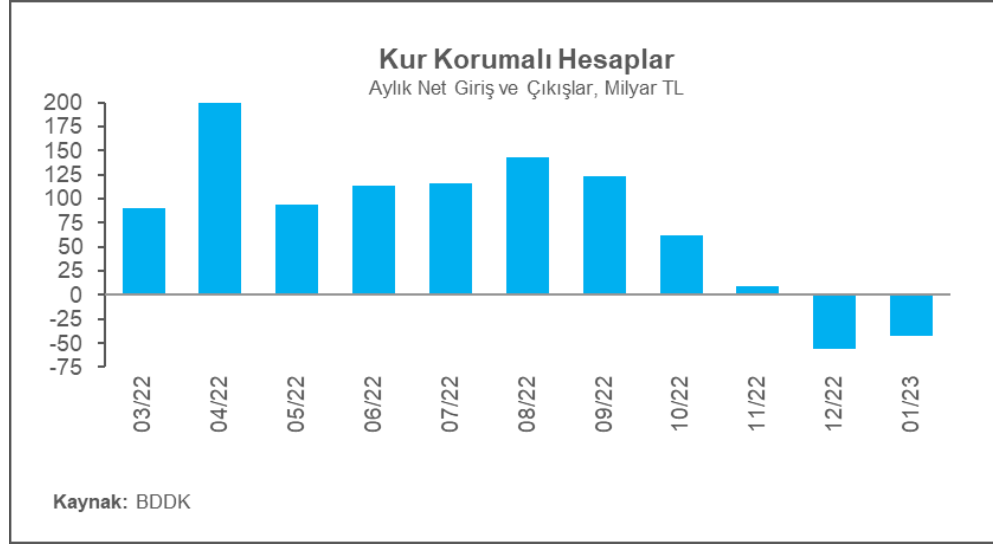
Küresel merkez bankalarının sıkı para politikası uyguladığı bir dönemde Türkiye'de benzer bir politika tercih edilmedi.



TCMB'nin 2022 yılında en önemli para politikası araçlarından birisi de kur korumalı mevduat ve katılma hesapları oldu. 2021 yılının aralık ayında yalnızca gerçek kişiler için açıklanan daha sonra tüzel kişilerin de dahil edildiği sisteme göre müşteriler eğer bu sisteme dahil olurlarsa mevduatlarını/katılma hesaplarını TL olarak tutarken döviz riskine karşı opsiyon

satın almış oldular. Dövizdeki yükseliş, hesabın getirisini geçerse dövizdeki yükselişin TL karşılığı müşteriye ödenirken dövizdeki yükselişin hesabın getirisinin altında kaldığı durumda ise müşteri hesabın getirisini almakta, herhangi bir kur farkı almamaktadır. KKM sistemine girişler yılın son birkaç ayı hariç güçlü seyretti ancak yılsonuna yaklaşırken kurdan kaynaklanan gelirlerin azalmasıyla hesaplarda büyüme durdu ve yer yer çıkışlar görüldü. Yılın son çeyreğinde döviz kuru yatay bir görüntü çizdi. KKM ile birlikte yurtiçi yerleşiklerin dövize olan talebinin kesilmesi ve TL varlıklarda yabancıların düşük exposure'u bulunması gibi faktörler döviz kurundaki yataylaşmada temel faktörler oldu. Öte yandan, döviz kurundaki yatay seyir, yurtiçi yerleşiklerin döviz mevduatlarında da azalışı beraberinde getirdi. Yıl boyunca aşağı yönlü bir trend takip edildi.

KKM sistemine girişler yılın son birkaç ayı hariç güçlü seyretti ancak yılsonuna yaklaşırken kurdan kaynaklanan gelirlerin azalmasıyla hesaplarda büyüme durdu ve yer yer çıkışlar görüldü.

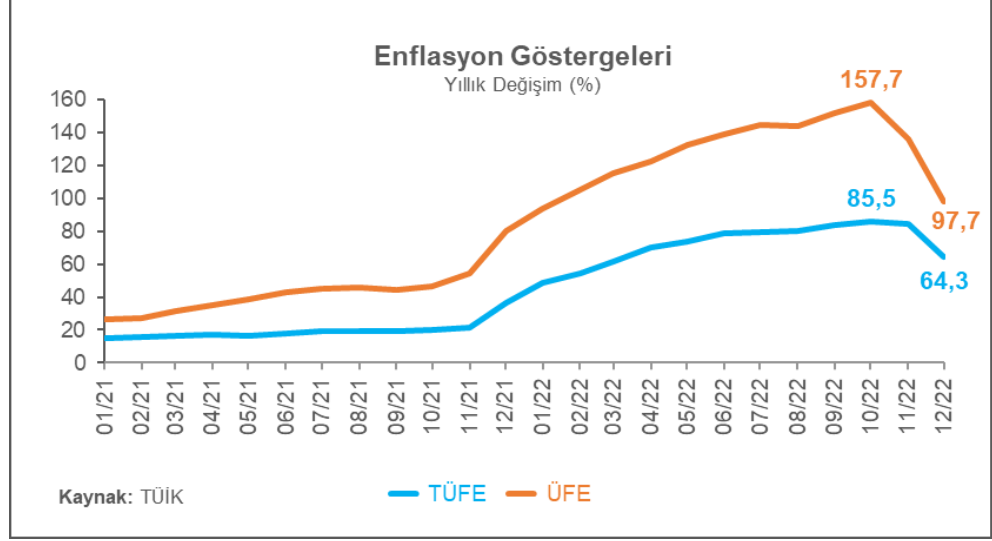


○ Enflasyon Göstergeleri

2022 yılı Türkiye’de enflasyonun son yılların en yüksek seviyesine çıktığı bir yıl oldu. Tüketici fiyat endeksi ekim ayında yüzde 85,5 ile son 24 yılın en yüksek seviyesine tırmandı. Üretici fiyat endeksi ise yine ekim ayında yüzde 157,7 seviyesini gördü. ÜFE ile TÜFE arasındaki fark, yıl içerisinde 72 puan kadar açılarak tarihi bir rekor kırdı. 2022 yılında enflasyonun

ÜFE ile TÜFE arasındaki fark, yıl içerisinde 72 puan kadar açılarak tarihi bir rekor kırdı.

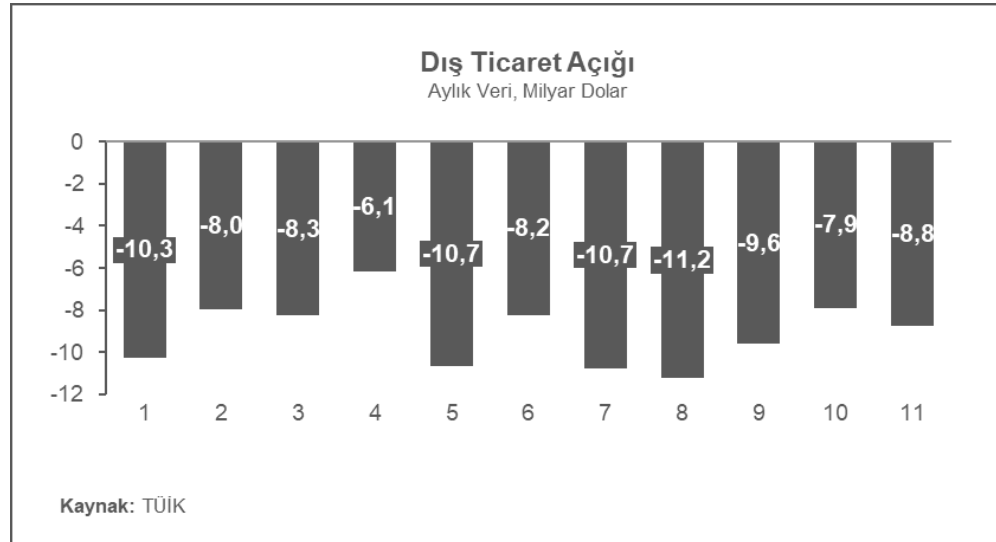
yükselmesinde, dolar/TL kurundaki sert yükselişlerin sebep olduğu geçişkenlik ve geçtiğimiz senelere kıyasla başta enerji grubu olmak üzere emtia fiyatlarındaki yukarı yönlü seyir etkili oldu. Tüketici enflasyonunun alt kırılımlarına bakıldığında, gıda ve alkolsüz içecekler, ulaştırma ve konut gruplarının yüksek seyirde daha çok etkili olduğu görüldü. Ancak tüketici enflasyonunda dikkat çeken unsur, yayılımın yüksek olması oldu. Endekste kapsanan madde sepetinin tamamına yakınında yukarı yönlü bir seyir izlendi. Üretici enflasyonuna bakıldığında ise enerji grubundaki yükselişlerin başat faktör olduğu görüldü.



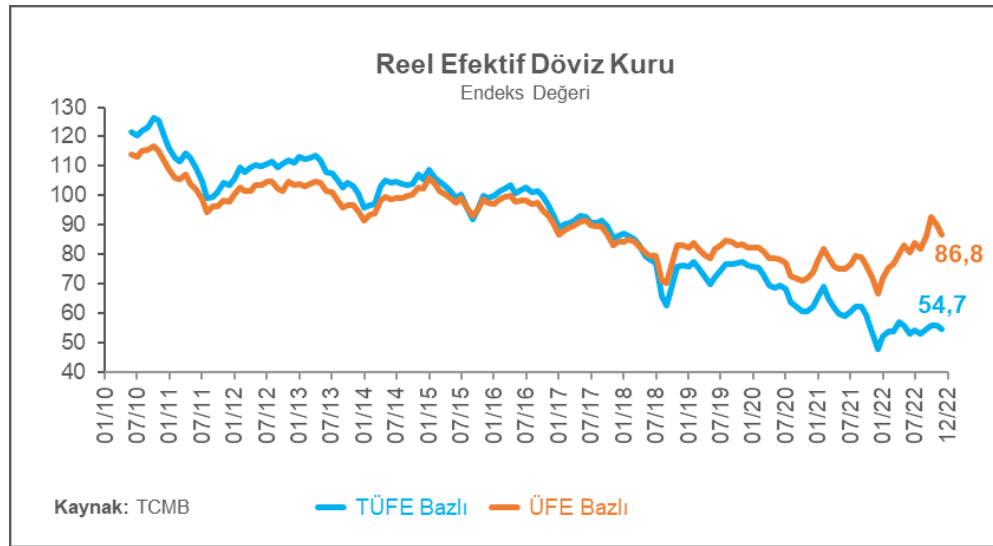
o Dış Ticaret ve Ödemeler Dengesi

İthalat tarafında yükselen enerji maliyetlerinin ihracat tarafında ise talepteki yavaşlamanın etkileri görüldü.

2022 yılında dış ticaret dengesi, en büyük ihracat pazarımız Avrupa Birliği ülkelerinde yaşanan ekonomik durgunluk ve enerji grubu başta olmak üzere emtia maliyetlerinin oldukça yüksek bir seviyeye çıkması sebebiyle rekor seviyede açık verdi. Dış ticaret açığı, ağustos ayında 11,2 milyar dolar seviyesine kadar çıktı. İthalat tarafında yükselen enerji maliyetlerinin ihracat tarafında ise talepteki yavaşlamanın etkileri görüldü. İki etkinin birleşmesi dış ticaret dengesi üzerinde baskı oluşturdu.



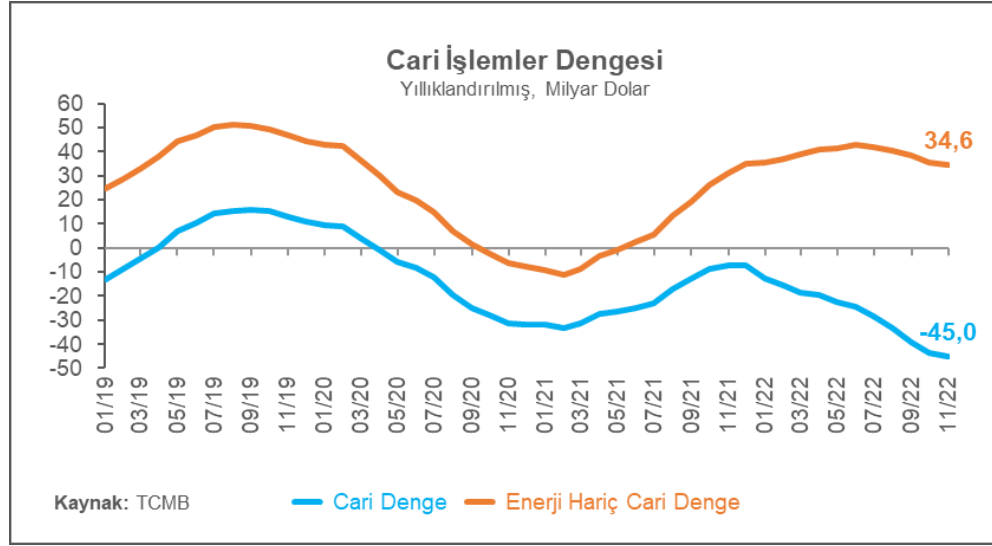
Öte yandan, ihracat tarafındaki problemlerde Avrupa'daki ekonomik aktivite yavaşlamasına ek olarak Türkiye üretimi ihracat mallarının yakın geçmişe kıyasla görece pahalılaşması da etkili oldu. Döviz kurunun görece yatay seyir izlediği bir ortamda enflasyon yükselmeye devam edince TÜFE ve ÜFE bazlı reel efektif döviz kurlarında da yükseliş görüldü. Özellikle ÜFE bazlı reel efektif döviz kurunda anlamlı bir yükseliş gerçekleşti ve endeks 2017 seviyelerine geri döndü. TÜFE bazlı reel efektif döviz kuru ise TÜFE'nin ÜFE'ye kıyasla daha düşük seyretmesi sebebiyle son yılların ortalamasına yakın seyretti. ÜFE bazlı kurdaki değerlendirme, Türkiye'nin ara mallarının ihracat pazarlarında değerlendirilmesi anlamına geldi. Bu durumun dış ticaret dengesini kısmi negatif etkilediğini ve eğer dinamikler bu yönde gelişmeye devam ederse negatif etkilemeye devam edeceğini değerlendiriyoruz. Bu durum özellikle tekstil sektörü gibi yurtdışına ara mal tedarik eden ve yurtiçi talep seviyesinin oldukça üzerinde kapasiteye sahip olan sektörler üzerinde daha fazla etkili oldu. Türkiye'nin dış ticaret dengesinde önemli bir yeri olan tekstil ve hazır giyim sektörünün ihracatında yavaşlama gözlemlendi.



2022 yılının kasım ayı itibarıyla yıllıklandırılmış bazda 45 milyar dolar cari açık verilmişken enerji hariç cari dengeye bakıldığında 35 milyar dolarlık cari fazla verildiği görüldü.

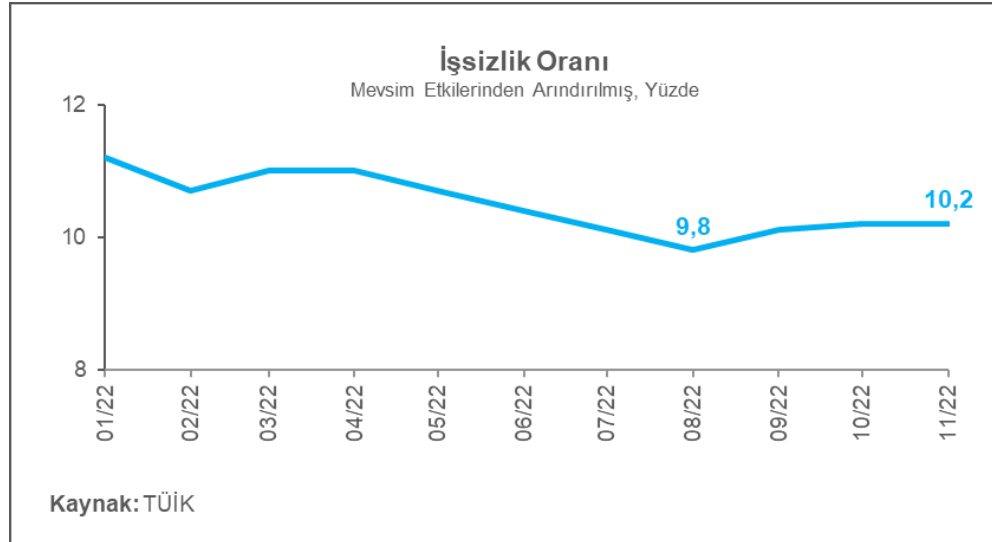
Ödemeler dengesi tarafında ise, yukarıda anlattığımız dış ticaret dengesindeki bozulmanın etkisiyle 2022 yılı boyunca cari açık verildiğini gördük. Rusya ile Ukrayna arasında patlak veren savaşın etkisiyle yükselişe geçen emtia fiyatları ve özellikle petrol fiyatları, Türkiye gibi yoğun emtia ithalatçısı bir ülke için maliyetleri oldukça yükseltti. Ancak 2022 yılında yükselen aşılama oranları ve toplumsal bağlılıkla birlikte bitme aşamasına gelen pandemi süreci, Türkiye'nin hizmetler dengesini oldukça olumlu etkiledi. Geçen seneye göre oldukça güçlü şekilde yükselen ve hatta 2019 seviyelerine kıyasla güçlü bir toparlanma yaşayan turist sayıları, seyahat gelirlerini ve hizmetler dengesini oldukça olumlu etkileyerek cari işlemler hesabında daha büyük açıkları engellemiş oldu. 2022 yılının kasım ayı itibarıyla yıllıklandırılmış bazda 45 milyar dolar cari açık verilmişken enerji hariç cari dengeye bakıldığında 35 milyar dolarlık cari fazla verildiği görüldü. Türkiye ihtiyacı olan enerjinin ciddi bir kısmını ithal etmek zorunda olan bir ülke olduğu için enerji fiyatlarındaki dalgalanmalardan önemli şekilde etkileniyor. 2021 yılının ilk 11 ayında 43,5 milyar dolarlık enerji ithalatı yapan Türkiye, yüzde 103'lük bir artışla 2022 yılının ilk 11 ayında 88,4 milyar dolarlık enerji ithalatı yaptı.

Cari açığın finanse edilmesi konusunda ise net hata ve noksan kalemi önemli bir yer tuttu. 2021 yılının ilk 11 ayında 12,0 milyar dolar olan net hata ve noksan 2022 yılının aynı döneminde yüzde 86'lük artışla 22,3 milyar dolara yükseldi.



İstihdam Göstergeleri

2022 yılında işgücü piyasası görece sıkı bir görüntü sergiledi. Sanayi sektöründe ivme kaybının yaşandığı bir dönemde hizmet sektöründe ekonomik aktivitenin güçlü seyretmesi istihdam göstergelerini pozitif etkiledi. Yıl genelinde işsizlik yüzde 10-11 bandında gerçekleşti. Sanayi sektörünün toplam istihdam içerisindeki payı gerileyerek yüzde 22 seviyesinin altına inerken hizmetler sektörünün payında artış görüldü ve yüzde 57 seviyesine yaklaştı.



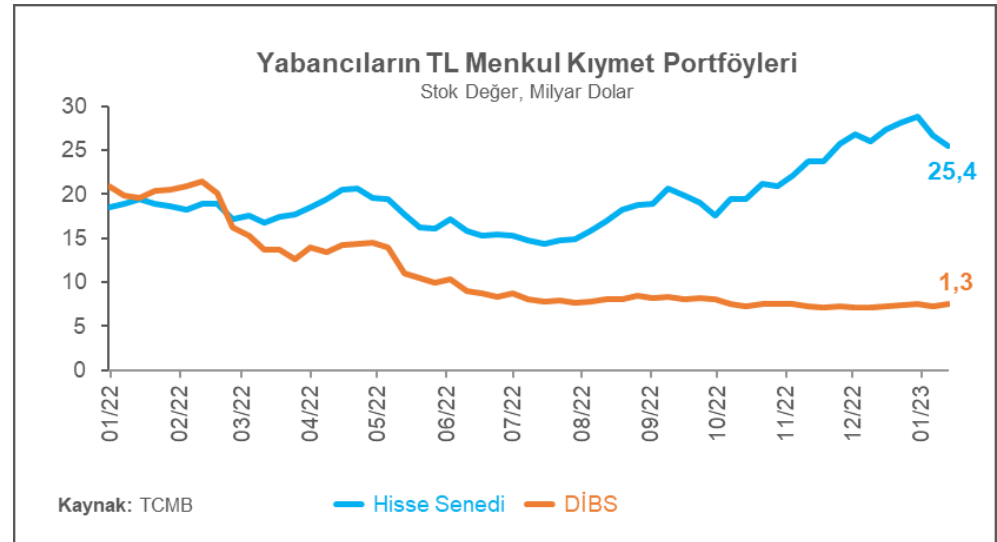
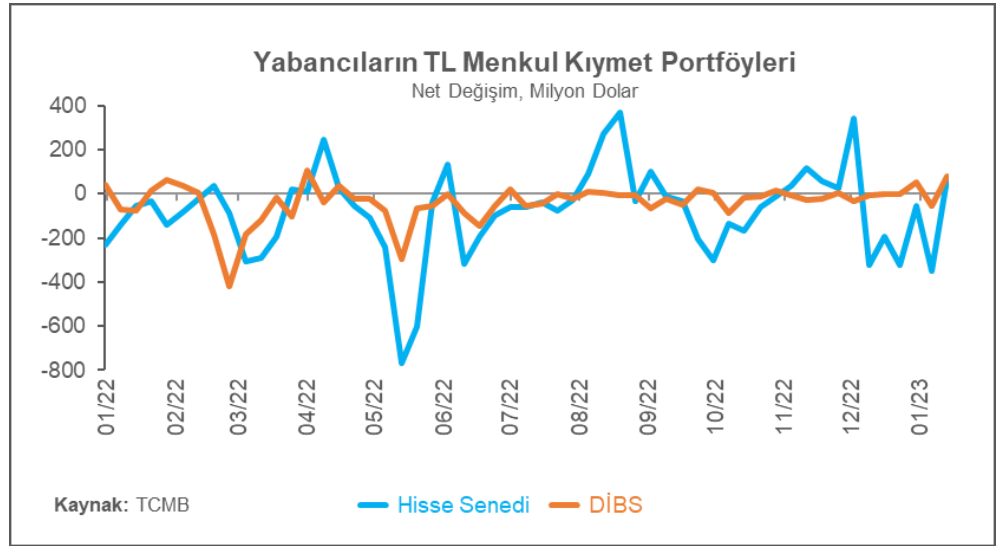
Bist100 endeksi
2022 yılında TL bazında yüzde 197 seviyesinde, dolar bazında ise yaklaşık yüzde 112 seviyesinde yükseliş kaydetti.

Finansal Piyasalar ve Yatırım Araçları

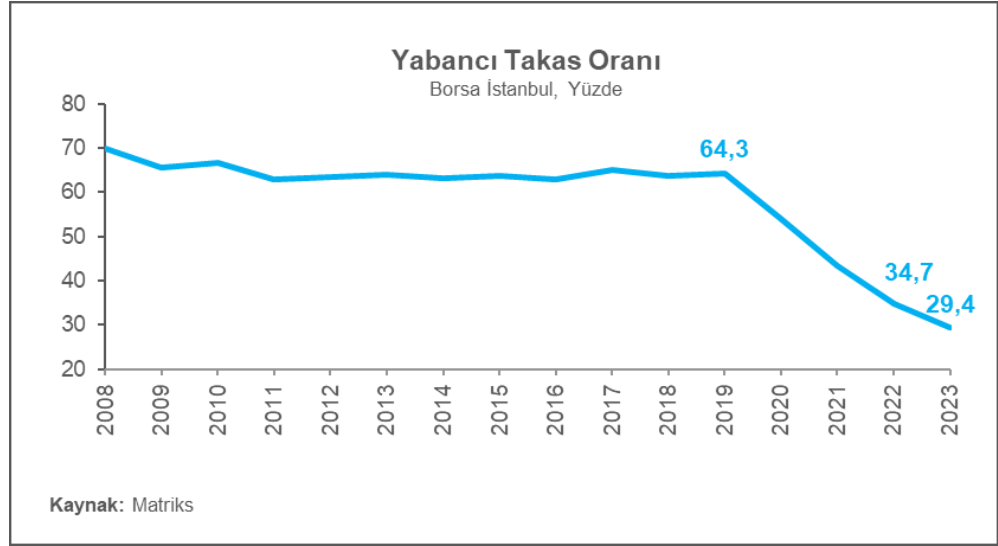
2022 yılında düşük negatif reel faiz ortamında yatırımcıların getiri arayışı ve şirketlerin karlarında anlamlı yükselişlerin yaşanması gibi faktörlerle hisse senetlerinde yüksek getiriler söz konusu oldu. Bist100 endeksi 2022 yılında TL bazında yüzde 197 seviyesinde, dolar bazında ise yaklaşık yüzde 112 seviyesinde yükseliş kaydetti. Yılın ikinci yarısında TL'nin dolar karşısında sert bir değer kaybı yaşamaması da dolar bazındaki güçlü getirileri mümkün kıldı. Küresel borsa endekslerinin sert kayıplar yaşadığı bir senede Borsa İstanbul'daki

şirketlerin dolar bazında güçlü getiriler sağlaması Türkiye hisse senedi exposure'una olan yerli ve yabancı fonları ön plana çıkardı.

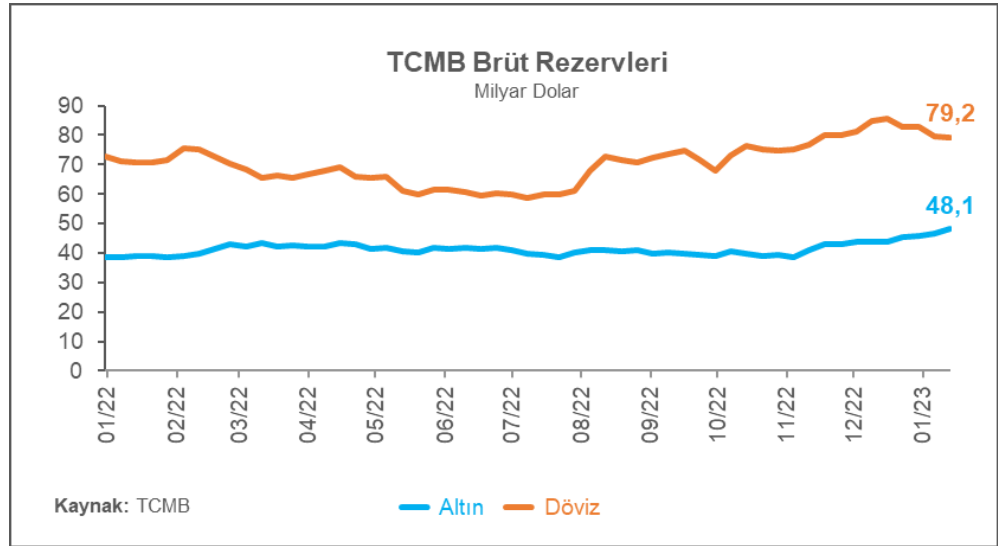
2022 yılında yabancı yatırımcılar Türkiye'deki menkul kıymet portföylerine güçlü girişler yapmadılar ancak hisse senetlerindeki değerlenme kıymetlerin dolar bazında stok değerini anlamlı şekilde yükseltti. Borsa İstanbul'da yabancı takas oranı 2022 yılında son yıllardaki seyirle benzer olarak tarihi ortalamaların oldukça altında seyretti. Devlet iç borçlanma senedi tarafında ise yabancıların exposure'u oldukça düşük seviyede kalmaya devam etti. 2022 yılının aralık ayında toplam iç borç stoku içerisinde yabancıların oranı yüzde 0,8 olarak gerçekleşti. Bu oran 2018 yılının başında yüzde 19,7 seviyesindeydi. 2022 aralık ayı itibarıyla devlet iç borçlanma senedi stokunun önemli bir kısmı (yüzde 76,9) bankacılık kesiminin elinde bulunuyor. Bankalar içerisinde de en yüksek payı yüzde 36,3 ile kamu bankaları almış durumda.



Borsa İstanbul'da yabancı takas oranı 2022 yılında son yıllardaki seyirle benzer olarak tarihi ortalamaların oldukça altında seyretti.



CDS priminde yılın ilk yarısı yüksek seviyeler görülse de yılın ikinci yarısında kademeli olarak düşüş gerçekleşti. Bu durumda küresel risk iştahının artmasıyla gelişmekte olan ülkelere dair finansal riskin azalması ve TCMB'nin rezervlerindeki görece iyileşmenin pozitif yansımaları etkili oldu. TCMB'nin brüt rezervleri yılbaşındaki seviyesine kıyasla yüzde 15 oranında artış gösterdi.

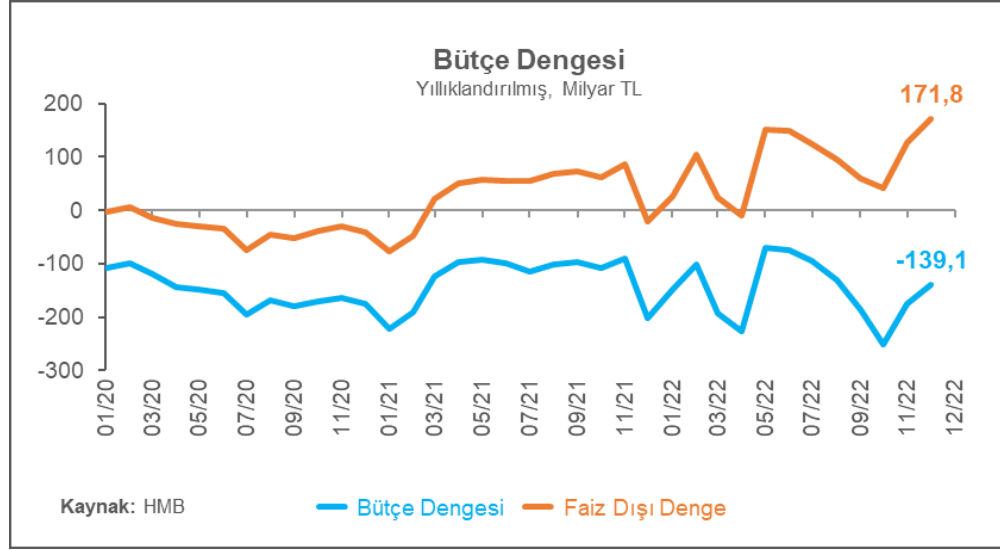


○ Bütçe Dengesi

Böylece merkezi yönetim bütçe açığı yıllık bazda yüzde 31 geriledi.

2022 yılında merkezi yönetim bütçe gelirleri yıllık bazda yüzde 99,9 artarken bütçe giderleri yüzde 83,4 artış gösterdi. Böylece merkezi yönetim bütçe açığı yıllık bazda yüzde 31 geriledi. Yıllık bazda vergi gelirleri yüzde 102 artarken faiz hariç bütçe giderleri yüzde 85, faiz giderleri ise yüzde 72 artış gösterdi. Bu sonuçlarla birlikte Türkiye'nin diğer gelişmekte olan ülkelere kıyasla merkezi yönetim bütçe dengesi/GSYH oranı olumlu seyrini devam ettirdi. 2022 yılında kur korumalı mevduat ve katılma hesaplarının bütçeye doğrudan toplam maliyeti

92,5 milyar TL oldu. Bu maliyet yılsonuna doğru kademeli olarak azaldı. Kasım ayında maliyet sıfırlanırken aralık ayında 1,0 milyar TL maliyet oluştu.



○ Sektörel Görünüm

Sektörler özelinde seyri görmek adına ihracatın sektörel dağılımının ve kredi kartı harcamalarının önemli göstergeler olduğunu düşünüyoruz.

İhracat verilerine baktığımızda döngüsel özellikleri yüksek olan ve küresel ekonomik aktivitenin seyrine daha fazla duyarlı olan çelik, tekstil, hazır giyim, otomotiv ve elektrik elektronik sektörlerinin yılı pozitif geçirmediğini görüyoruz. Bu sektörleri en büyük ihracat pazarımız olan Avrupa'daki yavaşlamanın derinden etkilediği söylenebilir. Diğer taraftan savunma ve havacılık, kimya, gıdyla bağlantılı hububat, bakliyat, meyve sebze mamulleri gibi sektörler bu sene ihracat verilerinde olumlu performans gösterdiler. Savunma ve havacılık tarafında taktik tekerlekli araçlar ve SIHA ihracatı önemli rol oynadı. Kimya sene boyunca güçlü bir performans gösterdi. Meyve sebze mamullerinde ise başta salça olmak üzere konserve ihracatı öne çıktı. Mobilya ve kâğıt sektörü de güçlü kalmayı başardı.



Tüketicilerin enflasyona karşı korunmak amacıyla harcamalarını öne çektikleri görüldü.

Kredi kartı harcamalarına bakıldığında ise yıl boyu güçlü seyrin devam ettiği söylenebilir. Tüketicilerin enflasyona karşı korunmak amacıyla harcamalarını öne çektikleri görüldü. Giyim aksesuar, elektrik elektronik, mobilya dekorasyon, sigorta gibi sektörlerde harcamalar öne çıktı.

TRY Bazında YoY Değişim (27 Ocak itibarıyla)	Son 52 Hafta	Son 13 Hafta	Son 4 Hafta	Son Hafta
TOPLAM	122%	133%	148%	151%
Araba Kiralama	140%	138%	150%	188%
Araç Kiralama-Satış/Servis/Yedek Parça	106%	120%	143%	154%
Benzin ve Yakıt İstasyonları	176%	131%	107%	150%
Çeşitli Gıda	111%	128%	154%	147%
Doğrudan Pazarlama	99%	84%	101%	79%
Eğitim/Kırtasiye/Ofis Malzemeleri	93%	106%	124%	178%
Elektrik-Elektronik Eşya, Bilgisayar	106%	148%	163%	169%
Giyim ve Aksesuar	133%	148%	171%	172%
Havayolları	167%	80%	98%	132%
Hizmet Sektörleri	127%	144%	179%	191%
Konaklama	166%	134%	146%	172%
Kulüp / Dernek /Sosyal Hizmetler	103%	86%	100%	100%
Kumarhane /Çikili Yerler	195%	139%	150%	165%
Kuyumcular	108%	105%	167%	117%
Market ve Alışveriş Merkezleri	114%	131%	135%	136%
Mobilya ve Dekorasyon	113%	150%	169%	189%
Müteahhit İşleri	129%	157%	216%	198%
Sağlık/Sağlık Ürünleri/Kozmetik	104%	129%	147%	166%
Seyahat Acenteleri/Taşımacılık	137%	131%	146%	149%
Sigorta	164%	242%	258%	260%
Telekomünikasyon	68%	75%	90%	91%
Yapı Malzemeleri, Hırdavat, Nalburiye	110%	113%	153%	142%
Yemek	163%	151%	171%	212%
Kamu/Vergi Ödemeleri	64%	68%	88%	56%
Bireysel Emeklilik	64%	86%	90%	78%
Diğer	138%	140%	185%	156%

○ Türkiye Ekonomisine Dair 2023 Yılı Beklentilerimiz

2023 yılını seçime kadar olan süre ve seçimden sonraki periyot olarak ikiye ayırmanın faydalı olabileceğini düşünüyoruz. Bu raporumuzda daha çok seçime kadar olan periyoda odaklanmayı tercih ediyoruz.

2023 yılında seçime kadarki periyotta ekonomik aktivitenin son tüketici nezdinde yüksek seyretmesini bekliyoruz. Yüksek oranlı asgari ücret zamları, EYT düzenlemesi ve diğer adımları göz önüne aldığımızda seçime kadarki periyotta harcamaların desteklenmesini muhtemel görüyoruz. Tüketicilerin enflasyona karşı korunmak amacıyla tüketimlerini öne çekip çekmeyeceği de önemli bir husus olacaktır. Ancak aynı zamanda sektörel ayrışmaların da derinleşeceğini düşünüyoruz. ÜFE bazlı reel efektif döviz kurundaki değerlenmenin aralıca ihracatı yapan sektörleri negatif etkilemesini bekliyoruz. Benzer şekilde ihracat odaklı çalışan dayanıklı tüketim malı üreticilerinin zorlanabileceğini değerlendiriyoruz. Seçim sonrası ekonomik aktiviteyi belirleyen en önemli faktörlerden biri, para politikası cephesinde alınacak önlemler ve yurtdışı piyasalardaki ekonomik aktivitenin seyri olacaktır.

2023 yılsonu enflasyon beklentimiz yüzde 35 seviyesinde seyrediyor. Bu tahminimizde yüksek oranlı asgari ücret zamları ve EYT düzenlemesi gibi talebi destekleyici faktörleri de göz

2023 yılsonu enflasyon beklentimiz yüzde 35 seviyesinde seyrediyor.

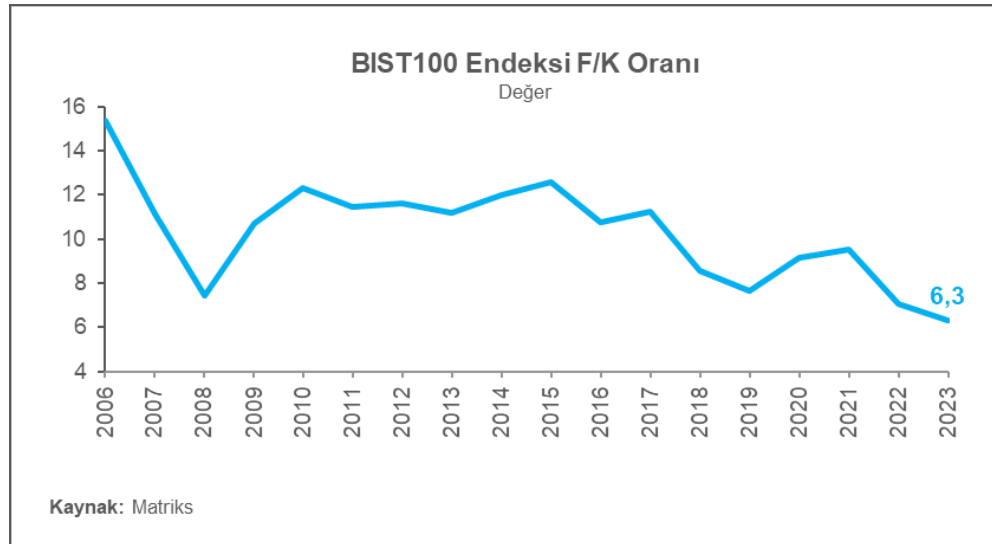
önünde bulunduruyoruz. Buna ek olarak, enflasyon beklentilerinin çıpalamaması (unanchored) sebebiyle ortaya çıkan “atalet” (inertia) olarak tabir ettiğimiz faktörün de enflasyonun düşüşü önünde önemli bir engel oluşturacağını değerlendiriyoruz. Öte yandan küresel enerji fiyatlarının seyri de enflasyon patikasının ne yöne doğru evrileceğini etkileyecektir.

2023 yılında cari açığın 2022 yılına kıyasla daha olumlu bir seyir göstermesini bekliyoruz. Bu durumda temel varsayımımızı, enerji maliyetlerinin Rusya-Ukrayna savaşıyla ulaştığı zirvelere tekrar yükselmemesi olarak belirliyoruz. Türkiye'nin doğalgaz ihtiyacının yüzde 70'ini petrole endeksli kontratlarla sağladığı göz önünde bulundurulursa petrol fiyatının seyri oldukça önemli olacak. Son dönemde düşüşe geçen petrol fiyatının olumlu etki göstermesini bekliyoruz. Ayrıca Karadeniz'de keşfedilen doğalgazın kullanıma alınması, Türkiye'nin LNG ithalatında kısmi azalışa sebep olacak ve cari denge üzerinde pozitif etki gösterecektir. LNG ithalatının an itibarıyla Türkiye'nin en maliyetli doğalgaz elde ettiği kanal olarak öne çıkması bu durumun önemini artırmaktadır. Öte yandan, kurdaki sabit seyrin devam etmesi ithal mallara olan talebi artırabilir ve ithalatı yükseltebilir. Ancak bu durumun enerji tarafındaki rahatlamaya kıyasla daha az etki göstermesini bekliyoruz.

2023 Yılı Yatırım Temaları

○ Türkiye Hisse Senedi Piyasası ve Sektörlere İlişkin Beklentiler

Türkiye'de hisse senedi piyasalarının seçime kadarki periyotta hala potansiyel barındırdığını düşünüyoruz. Bist100 endeksinin son dönemdeki tarihi F/K'sının altında fiyatlandığı söylenebilir. Ancak endekse dair olumlu görüşümüzü korumakla birlikte, sektörel ayrışmaların derinleşebileceğini düşünüyoruz. Bu yüzden özellikle bu sene seçici olmayı ve kıymet seçimini (security selection) önemsiyoruz. 2022 yılının aksine, 2023 yılında stokları düşük maliyetle finanse etmek daha zor, şirketlerin finansmana erişimi eskisi kadar kolay değil, stok kârı ya da kur farkı geliri yazmak daha zor. 2022 yılında birçok sektörde kâr marjlarının tarihi ortalamalarının üzerinde seyretmesi de hangilerinin sürdürülebilir olacağı sorusunu gündeme getirmekte. Bu faktörler ışığında seçici olmanın önemini vurguluyoruz.



Endekse dair olumlu görüşümüze destek veren bir faktör olarak, cari dengedeki düzelme trendinin finansal riskleri azaltarak CDS primlerini düşürebileceğini düşünüyoruz. CDS

primlerindeki düşüşün ise hisse senedi piyasasındaki F/K çarpanını yükseltebileceğini değerlendiriyoruz. Bunun olması için yabancı girişi de önem arz ediyor.

Sektörler açısından baktığımızda, son tüketiciye çalışan perakencileri 2023'ün seçime kadar olan periyodunda önemli bir yatırım teması olarak görüyoruz.

Sektörler açısından baktığımızda, son tüketiciye çalışan perakencileri 2023'ün seçime kadar olan periyodunda önemli bir yatırım teması olarak görüyoruz. Son tüketici nezdinde alım gücünün seçime kadar yüksek kalmasına çalışılması ve tüketicilerin enflasyon karşısında alımlarını öne çekmesi birçok perakencinin satış büyümesini desteklemeye devam edecektir. Öte yandan, küresel piyasalarda sıkı para politikasının etkisiyle düşüş gösteren emtia fiyatları perakencilerin maliyetlerini aşağıya çekerek kâr marjlarını korumasını sağlayabilir. Zira asgari ücret zamları perakencilerin maliyetlerini önemli ölçüde yükselten bir faktör olacak. Bu durumun emtia fiyatlarındaki düşüşle dengelenebileceğini değerlendiriyoruz. Perakenciler arasında giyim, elektrik elektronik ve mobilya perakencilerini öne çıkarıyoruz.

Kurun yatay seyrini devam ettirmesi durumunda TL maliyetleri yükselen ancak satış fiyatları TL bazında pek değişmeyen ihracat odaklı şirketlerin marjlarında problemler olabileceğini değerlendiriyoruz.

Öte yandan, 2023 yılında en beğendiğimiz sektörlerden biri yine havacılık olarak öne çıkıyor. Özellikle yurtdışı tarafta talebin hala oldukça güçlü seyrettiği ve şirketlerin de kapasitelerini o tarafta kullanarak bu durumu avantaja çevirdikleri söylenebilir. Kış aylarında dahi talep oldukça güçlü kaldı. Türkiye'nin 2023 yılında hala önemli bir turizm destinasyonu olacağını tahmin ediyoruz. TÜFE bazlı reel efektif kurun anlamlı bir yükseliş kaydetmemiş olması da bu pozisyonumuzu destekler niteliktedir. Ayrıca Çin'deki açılmanın küresel turizmde olumlu etkileri olacağını düşünüyoruz. Çin vatandaşlarının turizm amaçlı seyahatlerinin pandemi öncesinin çok uzağında olduğunu hatırlatmak isteriz.

Tekstil ve hazır giyim tarafında üretici olarak faaliyet gösteren ve çoğunlukla Avrupa ülkelerine çalışan şirketleri dezavantajlı görmeye devam ediyoruz. İhracat pazarlarındaki yavaşlamaya ek olarak, Türkiye çıkışlı ürünlerin pahalandığı görülüyor. Ancak perakencilerin farklı bir durumda olduğunu not ediyoruz. Plastik sektöründe de benzer bir şekilde yurtdışı talepteki yavaşlamanın sektörün satışlarını baskılayabileceğini düşünüyoruz. Zira tekstil sektörüne benzer şekilde, plastik sektörü de yurtiçi talebin üzerinde üretim kapasitesine sahip. Kimya sektörü hakkında ise ürünlerin ara mal olarak kullanılmalrı sebebiyle ihtiyatlı iyimserliğe sahibiz. Ara malların hangi sektörde kullanıldığının önemli bir faktör olduğunu düşünüyoruz.

İnşaat sektörüne ve ilintili sektörlerle (GYO, seramik ve çimento) baktığımızda, konut kampanyalarının sektörü hareketlendirebileceğini düşünüyoruz. Enerji maliyetlerinin düşmesi de sektörü pozitif etkileyecektir. Türkiye'de bir süredir konut arzının talebin altında seyretmesi sektör için uzun vadeli potansiyeli yüksek tutmaktadır. Ayrıca mobilya sektörü de hem bu dinamiklerden hem de tüketicilerin harcamalarını öne çekmesi trendinden faydalanmaktadır. Mobilya sektörü yeni hanehalkı oluşumunun yüksek seyretmesi ve sektörde konsolidasyonun düşük olması gibi sebeplerle her sene belli bir miktar asgari talebin muhatabı olmaktadır. Bu da sektörün satışlarını desteklemektedir. Ayrıca hammadde maliyetlerindeki düşüşün marjları pozitif etkilemesini beklemekteyiz. Ek olarak, mobilya sektörünün ihracat performansının diğer dayanıklı tüketim mallarına kıyasla güçlü kaldığı söylenebilir.

Gıda üreticilerinin zorunlu tüketim maddesi satması sebebiyle talep açısından avantajlı olduğunu değerlendiriyoruz. Benzer şekilde gıda perakende sektörünü de beğenmeye devam ediyoruz.

Ana metal sektöründe 2021 yılındaki ve 2022 yılının ilk yarısındaki kârlılığa en azından birkaç çeyrek ulaşılabileceğini düşünmüyoruz. Talep ortamı, maliyetler ve ürün satış fiyatlarının seyri gibi faktörler en azından şu an sektör hakkında olumlu bir görüşe sahip olmamızı engelliyor.

Otomotiv sektöründe satışların belli bir momentumu sahip olduğu görülüyor. Tüketicilerin otomotiv edinimini enflasyona karşı korunma aracı olarak tercih etmesi bu durumda etkili oldu. Ancak çip krizinin hala çözülmemesi araç tedarikindeki sorunların devam etmesine sebep oldu. Geçtiğimiz senelerde karşılanamayan ötelenmiş talebin önemli bir faktör olduğunu düşünüyoruz. 2023 yılsonuna doğru çip krizinin çözülebileceğini değerlendiriyoruz. Tüketiciler, enflasyonun altında kalan taşıt finansman oranlarını tercih edebilir.

Enerji şirketleri açısından küresel enerji fiyatlarının seyri önemli olacak. Çin açılmasının petrol fiyatlarına etkisi ve Avrupa'nın 2024 kışı için depoları doldurma girişiminin fiyatlar üzerindeki etkisi yakından takip edilmeli. Orta vadede yenilenebilir enerji şirketlerinin teşvik edileceğini ve avantajlı bir konumda olabileceğini düşünüyoruz.

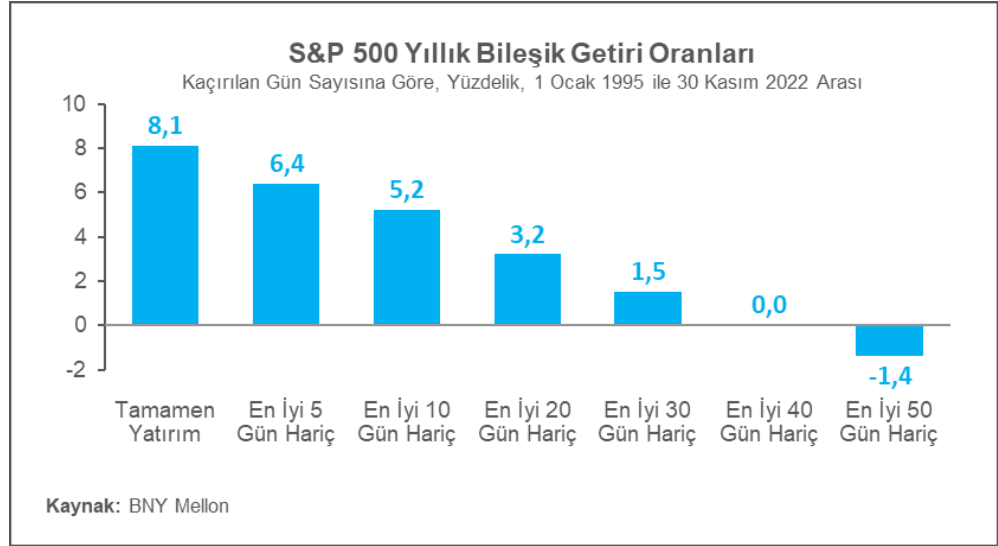
o Yurtdışı Hisse Senedi Piyasaları

Enflasyonun soğuma emareleri göstermesi, hizmetler sektöründeki maaş artışlarının hız kestiğine dair gelen sinyaller ve ekonomik aktivitede yavaşlama belirtileri, başta Fed olmak üzere küresel merkez bankalarını özellikle yılın ikinci yarısında faiz indirimlerine zorlayabilir. Piyasa beklentileri arasında faizlerin 2023 yılı boyunca indirilmeyeceği beklentisi de söz konusu ancak yılın ikinci yarısında indirimleri mümkün görüyoruz. Bu durumun gerçekleşmesi halinde ABD'deki hisse senedi piyasalarının olumlu etkilenmesini bekleriz. Öte yandan enerji fiyatlarında tekrar bir yükseliş yaşanmazsa bunun da ekonomik aktiviteyi ve finansal piyasaları destekleyeceğini düşünüyoruz. Fed'in faiz artışlarının etkisinin gecikmeli geleceğini göz önünde bulundursak da 2023 yılında ABD hisse senedi piyasalarına dair olumlu duruşumuzu koruyoruz. Piyasayı zamanlamaya çalışmanın makul bir strateji olduğunu düşünmüyor, halihazırda bir miktar yurtdışı hisse senedi exposure'u almanın faydalı olabileceğini değerlendiriyoruz.

BNY Mellon tarafından yapılan bir araştırmaya göre, 1 Ocak 1995 ile 30 Kasım 2022 arasındaki yıllık bileşik getiri oranlarına bakıldığında piyasa zamanlaması yapmanın maliyeti ortaya çıkmaktadır. Tüm süre boyunca yatırım yapmanın yüzde 8,1 getirisi olurken bu 10.000 günden fazla sürenin en iyi getiriye sahip 40 günü çıkarıldığında yıllık bileşik getiri sıfırlanmaktadır. Bu durum, bizi varlık dağılımı (asset allocation) kararlarının önemini yok sayan bir sonuca götürmemelidir ancak varlık dağılımı kararları verildikten sonra piyasa zamanlaması yapmanın maliyetli olabileceği sonucuna götürmelidir.

Yurtdışı hisse senedi piyasalarında yıl içinde düzeltmeler yaşanabileceği gerçeğini düşünmekle birlikte yılbaşına kıyasla anlamlı getiriler oluşabileceğini düşünüyoruz. 2023 yılının resesyon temasının 2022 yılında sert şekilde fiyatlandığını gördük. 2024 yılına dair optimizmin de 2023 yılında fiyatlanabileceğini değerlendirmekteyiz.

Piyasayı zamanlamaya çalışmanın makul bir strateji olduğunu düşünmüyor, halihazırda bir miktar yurtdışı hisse senedi exposure'u almanın faydalı olabileceğini değerlendiriyoruz.



o Kıymetli Madenler ve Endüstriyel Metaller

Yurtdışı hisse senedi piyasalarına dair olumlu görüşümüzle benzer şekilde kıymetli madenler hakkında da olumlu görüşe sahibiz. Fed'in sıkılaşma döngüsünü gevşetmesi kıymetli madenleri destekleyecektir. Endüstriyel kullanımı da olan gümüş, platin ve paladyum için de farklı dinamikler mevcut olduğu söylenebilir. Paladyumda Rusya'nın önemli bir üretici ve ihracatçı olması, 2022 yılında piyasalarda paladyum bulunabilirliğini azaltarak fiyat yükselişine sebep olduğu görüldü. Üreticilerin otomotiv sanayinde kullanılan paladyumun yerine alternatif olarak platine yönelmesi platin fiyatlarını destekleyebilir.

Varlık Dağılımı Stratejileri

Risk profillerinden bağımsız olarak varlık sınıflarını incelediğimizde hisse piyasasının (özellikle yurtiçi piyasalara çalışan, son tüketici talebinin yüksek olduğu, fiyatlama kabiliyeti yüksek olan sektörlerde) yüksek getiri sunma potansiyeli olduğunu değerlendiriyoruz. Hisse yatırımları için, bu dönemde daha çok bu türden şirketlerin hisselerini tercih eden KT Portföy Katılım Hisse Fonu (Fon Kodu: KPC) alınabilir.

Seçime kadarki süreçte USDTRY kurunda ciddi bir yükseliş beklemiyoruz. TL cinsi yatırımlarda da KT Portföy Para Piyasası Katılım Fonu (Fon Kodu: KLU) tercih edilebilir.

ABD'de sıkılaşma döngüsünün sonuna gelinmesi ve gevşeme kararlarının arifesinde olmamız sebebiyle yurtdışı hisse senedi fonlarının portföylere alınabileceğini düşünüyoruz. Bu amaçla KT Portföy Sürdürülebilirlik Katılım Fonu (Fon Kodu: KSR) alınabilir. Bu fonda ABD'de işlem gören sürdürülebilirlik temasına ve katılım finans kriterlerine uyan hisse senetleri de bulunmaktadır.

Portföylerde az da olsa kıymetli maden bulunması portföyün getirilerini desteklemekte, olumsuz senaryolarda koruyucu görevi üstlenmektedir. Ayrıca 2023 yılı yukarıda bahsettiğimiz sebeplerle kıymetli madenler için destekleyici olabilir. Portföylerde minimum yüzde 5-10 aralığında kıymetli maden bulundurulabilir. Böyle bir yatırım için KT Portföy Kıymetli Madenler Katılım Fonu (Fon Kodu: KUT) tercih edilebilir.

ABD'de sıkılaşma döngüsünün sonuna gelinmesi ve gevşeme kararlarının arifesinde olmamız sebebiyle yurtdışı hisse senedi fonlarının portföylere alınabileceğini düşünüyoruz.

Risk Gruplarına Yönelik Genel Yatırım Tavsiyesi

Genel yatırım tavsiyesi yatırımcıların risk toleransları bazında verilmektedir. Risk toleransı, yatırımcının hem risk alma isteğini hem de risk alabilme gücünü (kayıp halinde geride yeterli tasarrufunun ve devam eden gelirlerinin olması olarak tanımlanabilir) kapsamaktadır.

Düşük risk toleransı grubuna dâhil olan yatırımcılar anaparalarından kayıp yaşamak istemezler. Orta gruptakiler düşük tutarlarda kayıp yaşayarak daha yüksek getiri elde etmeyi kabul edebilirler. Yüksek gruptakiler ise yüksek getiri için anaparalarının önemli bir kısmını kaybetmeyi göze alabilirler. Bu sınıflandırmalar çerçevesinde, 3 farklı risk profili için portföy önerilerimiz aşağıdaki gibidir:

Düşük Riske Yakın (günlük bazda hiçbir zaman negatif getiri görmek istemeyen yatırımcılar yüzde 100 KLU taşıyabilir):

- %82,5 KLU (KT Portföy Para Piyasası Katılım Fonu)
- %10,0 KUT (KT Portföy Kıymetli Madenler Katılım Fonu)
- %7,5 KSR (KT Portföy Sürdürülebilirlik Katılım Fonu)

Orta:

- %40 KLU (KT Portföy Para Piyasası Katılım Fonu)
- %25 KUT (KT Portföy Kıymetli Madenler Katılım Fonu)
- %20 KPC (KT Portföy Katılım Hisse Senedi Fonu)
- %15 KSR (KT Portföy Sürdürülebilirlik Katılım Fonu)

Yüksek:

- %40 KPC (KT Portföy Katılım Hisse Senedi Fonu)
- %40 KUT (KT Portföy Kıymetli Madenler Katılım Fonu)
- %20 KSR (KT Portföy Sürdürülebilirlik Katılım Fonu)

Araştırma Departmanı

İletişim Bilgilerimiz:

Bayram Veli Salur, CFA

KT Portföy Araştırma Direktörü

Bayram.Salur@ktportfoy.com.tr

Emre Günbeyi

KT Portföy Araştırma Müdürü

Emre.Gunbeyi@ktportfoy.com.tr

Ahmet Bahadır Doğrul

KT Portföy Araştırma Uzmanı

Bahadir.Dogrul@ktportfoy.com.tr

Yasal Uyarı:

“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.

Bu içerikteki yorumlar KT PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.’nin görüşlerini yansıtmaktadır. Bu dokümanda sunulan materyal sağlam kaynaklardan derlenmiştir. Ancak Şirketimiz buradaki yorumların içeriği sonucu üçüncü şahıslara karşı doğabilecek sonuçlara karşı hiçbir sorumluluk kabul etmez. Buradaki içeriğin hiçbir bölümü KT PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.’nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, hiçbir şekil ve ortamda yayınlanamaz, alıntı yapılamaz ve kullanılamaz.”