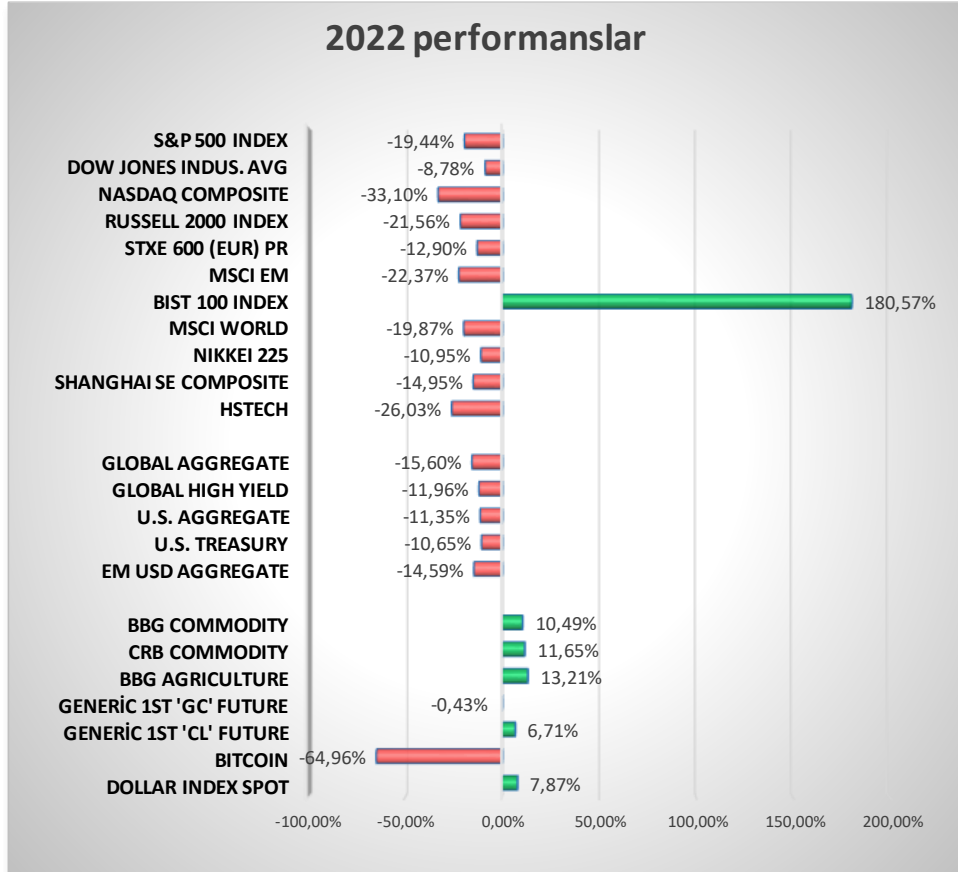


2022'de yatırımcılar getiri arayışından, kapitali koruma çabasına geçtiler...

2008 büyük finansal krizinden bu yana portföyleri en çok hırpalayan sene 2022 senesi olurken, yatırımcılar varlıklarının değerini korumak için güvenli bir liman bulmakta zorlandılar.

Tahvil ve bono endekslerindeki tarihi kötü performans, hisse senetlerinin ayı piyasasına savrulması, bir çok sektöre ve hisse grubunda genele yayılan sert satışlar, kriptopara piyasasındaki çöküş, sıkılaştırılan finansal koşulların ve daralan likiditenin sistemde yaratmaya başladığı stres ve bu stresin yarattığı kırılmalıklar, altın gibi korku ve kaygının arttığı ortamlarda sığınılan varlıkların isteksiz performansı, geçtiğimiz seneyi yatırımcılar için getiri isteğini bir kenara koyarak kapitalerini korumaya çalıştıkları bir sene haline getirdi.

- ✓ **Put opsiyonları ile alınan hedge pozisyonları dahi portföylere yeterince koruma sağlamazken**, S&P 500 put korumalı endeksi de %20'ye yakın bir düşüş gösterdi. Opsiyonlarla alınan hedge'lerin dahi kötü performans göstermesinde, düşüşlerin düzenli ve düşük volatilité ile gerçekleşmesi ana etkeni.
- ✓ **Yüksek enflasyon yatırımcıları emtia gibi fiziki varlıklara yöneltirken**, bir çok emtianın arz/talep dengesindeki sıkışıklık ve pandemi sonrası devam eden talep, arz itişli ve talep çekişli fiyat artışlarıyla bu grubun çok güçlü relatif performans göstermesine neden oldu.
- ✓ Geçtiğimiz senelerde bir enflasyon hedge'i olduğu ileri sürülen ve emtia sınıfında altınla kıyaslanan Bitcoin'in ise, daha çok bol likidite etkisi ile şişen spekülative bir menkul kıymet sınıfına yakın olduğu, 2022 performansı ile ortaya çıktı.



Hisse senedi yatırımcılarının unutmak istedikleri bir sene oldu...

Artan faizler, yavaşlayan büyüme, sıkılaştan finansal koşullar, daralan marjlar ve gerileyen şirket karları hisse senedi yatırımcıları için toksik bir ortam yaratırken, yüksek çarpanlarla işlem gören büyüme odaklı hisse senetleri ve spekülative gelecek beklentileri ile fiyatlanan ve kar üretmekte zorlanan şirketlerin hisselerinde özellikle çok sert düşüşler yaşandı. Reel faizlerdeki yükseliş hisse senetlerindeki aşağı hareketi tetikleyen ana faktör olarak şekillenirken, artıya geçen reel tahvil faizleri hisselerin artık yatırımcılar için tek seçenek olmadığını gösterdi.



Hisseler artık alternatifsiz değil... Hisse senetlerinin kar getirisi aşağıda gösterildiği gibi giderek aşağıya inerken, faizlerin hızla yukarı tırmanması hisselerin cazibesini azaltırken, daha önce getiri arayışı ile daha riskli varlıklara yönelen emeklilik fonları gibi dev yatırımcılar bono piyasasında tekrar aradıkları getirileri bulmaya başladılar. 2023 senesinde de yüksek kalan faizlerin sabit getiri odaklı yatırımcıları cezbetmeye devam ettiğini ve hisselerden fon çıkışlarını tetiklediğini görmeye devam edebiliriz.

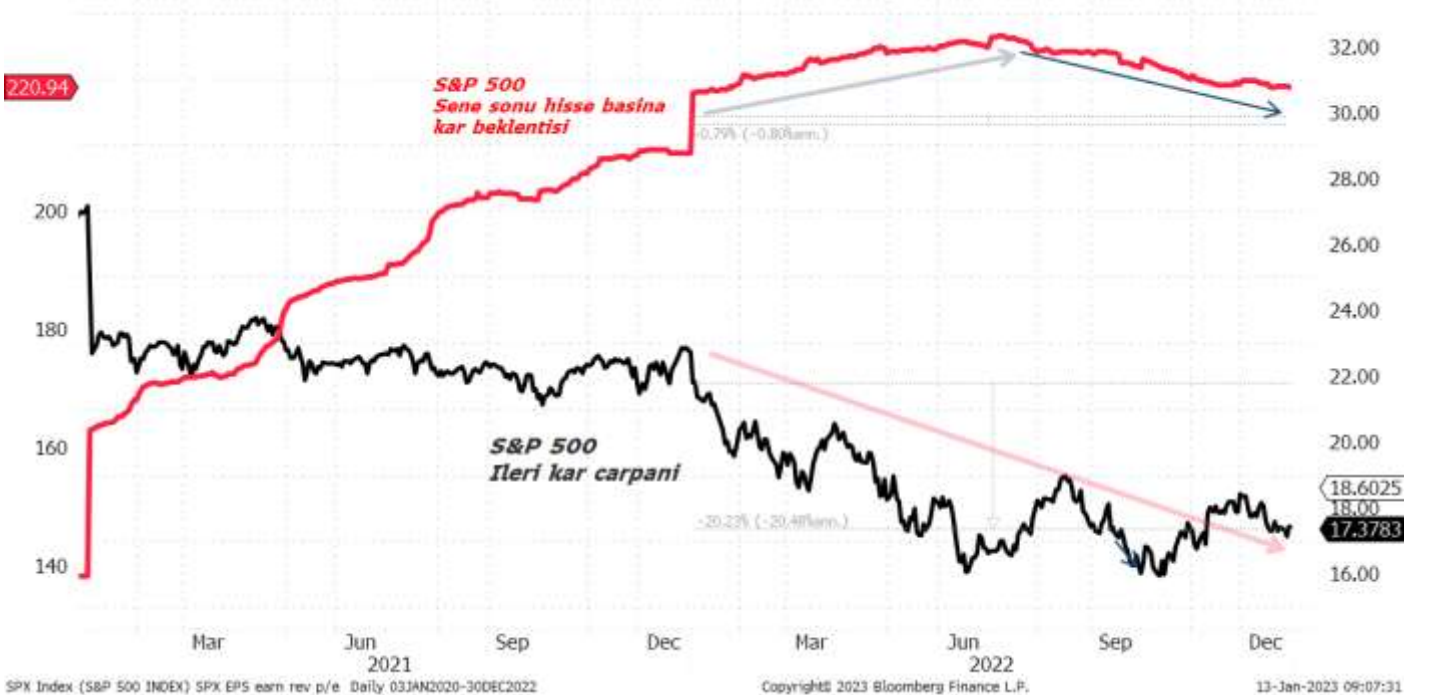


Daralan çarpanlar ve gerileyen kar rakamları..

Artan faizler hisse senetlerinin cazibesini azaltarak fon akımlarının alternatif varlıklara kaymasına neden olurken, finansal koşulların sıkılaşması çarpanların daralmasına yol açtı. Sene boyunca S&P 500 endeksinin ileri kar çarpanının daralmaya devam ettiğini ve 22 seviyelerinden 17 seviyelerine kadar gerilediğini takip ettik. Biz burada diplerle oldukça yakın olduğumuzu ve senenin ilk yarısında 16-17 bandında endeksin sene sonu kar beklentilerine göre hesaplanan kar çarpanının dip yapacağını ve sonrasında resesyondan çıkış fiyatlamaları ve merkez bankasının vereceği güvercin sinyallerle 18 seviyelerine doğru tekrar yükseleceğini düşünüyoruz.

Şirket karları tarafında geçtiğimiz sene artan faizlerin reel ekonomiye ve şirket karlarına olan etkisini, sene ilerledikçe daha belirgin bir şekilde hissettik. Sene ortasına kadar FED'in şahin tutumuna ara verebileceği umutları büyüme beklentilerini canlı tutmuş ve hatta Haziran-Ağustos ayları arasında para politikasında güvercin bir pivotun geleceği umutları bir ralliye neden olmuştu. Ancak Ağustos ortasında merkez bankasının enflasyonla savaşının kararlı bir şekilde devam edeceğinin anlaşılması ile beraber aşağıdaki grafikte de görüldüğü gibi kar beklentileri aşağıya çekildi. FED'in faiz artışları, bilanço küçülmesi ve sözlü yönlendirme yoluyla ekonomiye yaptığı sert fren büyüme beklentilerine yansırken, endekste senenin ikinci yarısında sert düşüşler takip ettik.

2022 senesi için %4,7 kar büyümesi gerçekleşirse, bu son 10 sene ortalamasının (%8,5) oldukça altında kalacak. Geçtiğimiz sene S&P 500 şirketlerinin kar büyümesi her çeyrek küçülürken, ekonomideki ivme kaybı kar rakamlarına yansıdı. Birinci çeyrekte %9,4, ikinci çeyrekte %5,8, üçüncü çeyrekte %2,5 kar büyümesi kaydedilirken, açıklanmaya başlanan son çeyrek kar rakamlarının %4,1 daralması bekleniyor. 2023 senesi için biz, S&P 500'de tek haneli bir kar düşüşü öngörüyoruz.



2023 senesi için S&P 500 endeks beklentileri...

İlk yarıdaki satışlar alım fırsatı... S&P 500 endeksinde ileri yönelik beklentilerimize bir süredir değiniyoruz. Biz 2023 senesinin ilk yarısında bir satış dalgasının daha yaşanacağını, endeksin Ekim ayı diplerinin de altına sarkabileceğini, ayı piyasası dibinin senenin ilk yarısında muhtemelen ikinci çeyrekte görüleceğini ve önümüzdeki dönemde yaşanacak düşüşlerin özellikle büyüme odaklı hisselerde bir alım fırsatı yaratacağını düşünüyoruz.

Baz senaryo: S&P 500'de ilk yarıda 3,500 altında bir dip, sene sonunda ise 3,900 civarı kapanış... 2023 senesi kar büyümesi anlamında geçtiğimiz seneyi de aratacaktır. Beklentimiz hafif bir resesyon ile S&P 500'ün seneyi tek haneli, %3-%7 arasında bir kar düşüşü ile (YKY:\$204-\$213, konsensus:\$230) tamamlaması yönünde. Böylelikle senenin ilk çeyreğinde 3,200 seviyelerine kadar geri çekilebilme potansiyeli olan endeksin, sene sonunda tekrar 3,900 seviyelerine doğru tırmanarak seneyi bu seviye etrafında kapattığını görebiliriz. Daha düşük ihtimal(%25) verdiğimiz bir diğer senaryo ise bir resesyonun olmaması ve endeksin kar büyümesinin %0-%5 bandında kalması. Biz bu durumda da sene içerisinde 3,500 seviyelerinin tekrar deneneceğini ve endeksin seneyi 4,100 civarında tamamlayabileceğini düşünüyoruz. Bu daha düşük ihtimalli senaryoda bazı teknoloji hisselerinde dip seviyeler Ekim ayında görülmüş olabilir.



Kısa vadeye bakarsak, Ocak ayında endeks tutunmak istiyor... Son dönemde 2023 senesine yönelik aşırı pesimizmin birikmesi, yatırımcıların Ocak etkisiyle vergisel nedenlerle sattıkları pozisyonları geri alması ve ucuzlayan büyüme odaklı hisselerin kenardaki nakdi çekmesi, seneye olumlu bir başlangıca neden oldu. İlimli gelen enflasyon verisi de olumlu havayı perçinlese de, bu hafta başlayan 4.ç bilanço sezonu kısa vadede belirleyici olacaktır. Bizim önümüzdeki haftalarda bir satış baskısı beklentimiz devam ediyor.

Dolayısıyla yatırımcıların büyük resme bakarak, hisselerde kar düşüşünün henüz fiyatlanmadığını unutmamaları ve sene başındaki yükselişleri trade amaçlı değerlendirmeleri doğru olacaktır. **FED halen dikiz aynasına bakarak şahin tutumunu sürdürme çabasında** iken, piyasa oyuncuları ekonomideki sert freni göz önüne alarak, FED'in yakında güvercin politikalara döneceğini fiyatlama eğilimindedir. Bu fiyatlamalar FED üyelerini rahatsız ediyor ve

her ne kadar politika alanı daralmış olsa da, riskli varlıklardaki yükselişleri finansal koşulların gevşemesi olarak gören merkez bankası, hisselerdeki yükselişlere şahin para politikası yorumları ile sözlü müdahalede bulunuyorlar.

Kar marjlarındaki baskı daha net hissedilecek... Bu sene şirketlerin maliyet artışlarını fiyatlara yansıtamaması ile beraber marjlardaki baskının etkilerini daha net bir şekilde göreceğiz. Son çeyreklerde aşağıya gelmeye başlayan kar marjlarındaki düşüş ivmelenecektir, senenin ikinci yarısında bir stabilizasyon görebiliriz.



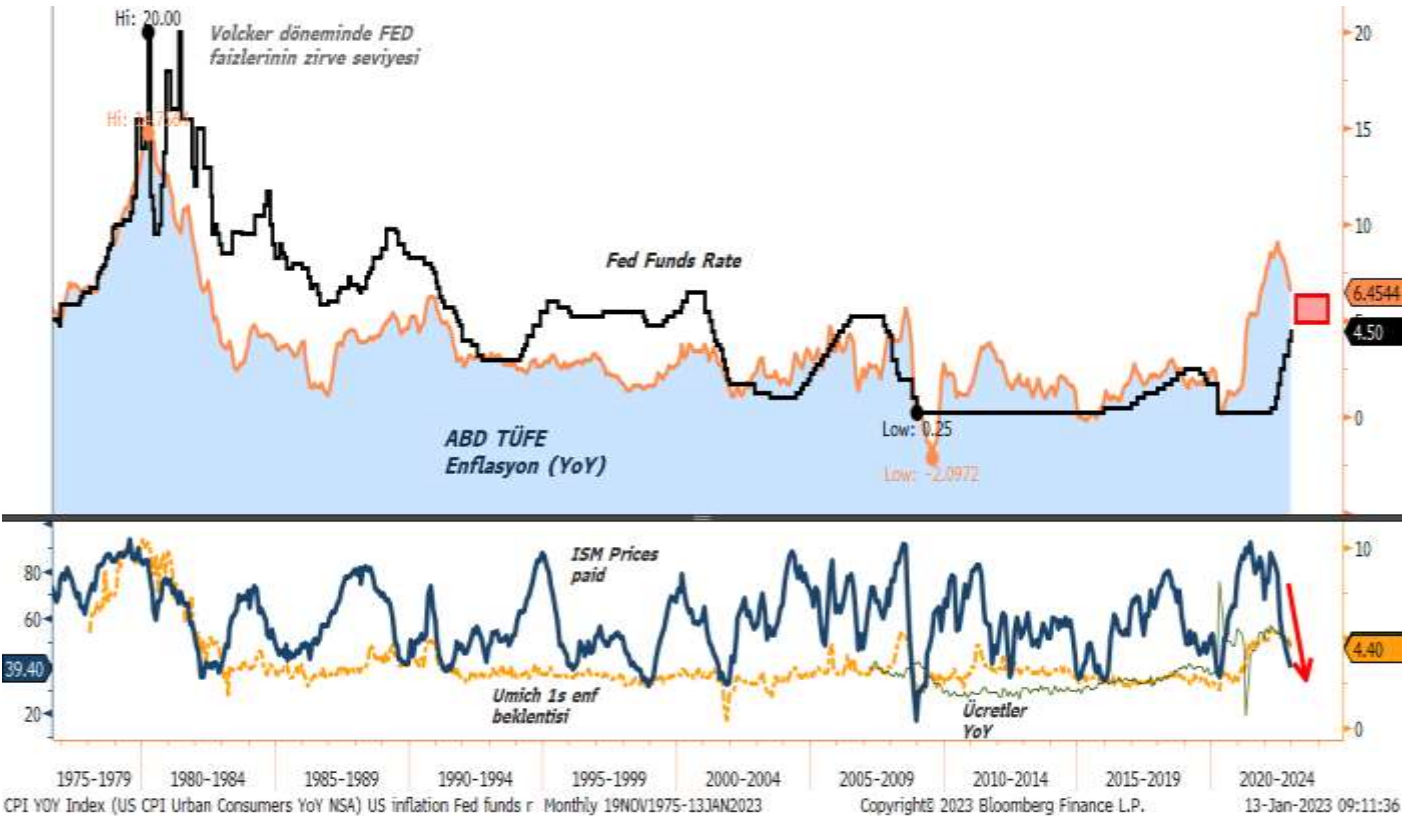
Cirolarda büyük düşüşler görmeyebiliriz... Satışlar tarafında yüksek enflasyon ve derin olmayacağını tahmin ettiğimiz resesyonun etkisi ile hafif ekside yataya yakın bir seyir görebiliriz. Son resesyon dönemlerinde **Fiyat/Satış** çarpanındaki daralma ortalamasına baktığımızda, 1,8x gibi bir seviye dip olabilir, bu da endekste 3,200 seviyesi civarına işaret ediyor.



Hisse senetlerinde dip, resesyon içerisinde gerçekleşiyor... Geçtiğimiz seneden farklı olarak 2023 senesinin ilk yarısında beklediğimiz düşüş hareketini tetikleyen faktör; artan faizlerin değerlemelere etkisi değil, ekonomideki yavaşlamanın şirket karlarını aşağıya çekmesi olacaktır. Buna yönelik geçtiğimiz ay yayınladığımız **“1973 ve 2022 ayı piyasaları arasındaki benzerlikler”** raporunda yaptığımız aşağıdaki değerlendirmeler büyük oranda geçerliliğini koruyor:

“2023 senesinde potansiyel bir düşüşün ana sebebi ise, FED’in 2022 senesindeki ucu açık sıkılaştırma politikalarının yarattığı çarpan daralmasından çok, artık finansal koşullardaki daralmanın reel ekonomiye ve şirket karlarına gecikmeli etkisinin olacağını düşünüyoruz. Önümüzdeki sene ilk iki çeyrek bilançolarında göreceğimiz kar resesyonunun derinliği, hisse senetlerinin yönü ve göreceği dip seviyeler konusunda belirleyici olacaktır. Dolayısıyla özellikle 2023 Nisan ayındaki bilanço sezonunun çok kritik bir dönem olacağını düşünüyoruz. Biz 2022 senesi için S&P 500’de 3,500 seviyesini önemli bir çıpa ve hedef olarak görüyorduk (16x 2022s F/K ve 220 EPS), önümüzdeki sene için ise ilk yarıda 3,200 civarı bir dibin şekillendiği seviyeler olabilir.”

Faizler ve enflasyonun yakınsadığı yerlerde dip seviyeleri göreceğiz... Bu raporda endekste dip seviyelerin, resesyonun içerisinde olduğumuza dair emarelerin ekonomik veriler ve şirket karlarındaki düşüşle daha belirgin bir şekilde hissedildiği bir dönemde gerçekleşebileceğine değinmiştik. Nitekim geçmişte de hemen her resesyon döneminde endekste dip seviyesi, resesyon içerisine girdikten sonra yaşandı. Dolayısıyla önümüzdeki aylarda resesyonun belirginleştiği ve FED faizleri ile enflasyonun yakınsadığı bir dönemde, hisse senedi endekslerinde dip seviyelerin görüldüğünü takip edebiliriz. Mevcut dinamiklerle bunun da ikinci çeyrekte gerçekleşmesi muhtemel gibi görünüyor.



Büyüme odaklı hisselerden defansif hisseler rotasyon, senenin ikinci yarısında terse dönebilir...

2022 senesinde kar beklentileri stabil kalabilen, daha defansif karakterli hisseler ön plana geldi ve kar çarpanları çok talepkar olmayan daha ucuz hisselerin relatif güçlü kaldığını takip ettik. Yani büyüme profiline göre pahalı çarpanlarla değerlendirilen hisse senetlerinden, değer odaklı daha stabil ve yavaş büyüme dinamiklerine sahip hisseler doğru rotasyon hız kazandı. Bu da Nasdaq Composite gibi teknoloji ağırlıklı endekslerin geride kalmasına, Dow Jones Sanayi gibi daha stabil temel dinamiklere ve tahmin edilebilir kar beklentilerine sahip endekslerin ön plana gelmesine ve relatif güçlü performans göstermesine neden oldu.

İlk yarıda değer hisseleri, ikinci yarıda büyüme hisseleri... 2023 senesinin ilk yarısında bir süre daha bu dinamiklerin devam ettiğini görebiliriz. Her ne kadar Ocak ayında 2022 sonunda satılan senenin kaybettirenlerinin geri alınması sınırlı bir yukarı harekete neden olabilse de, değer hisselerinin senenin ilk yarısı genelinde yine relatif güçlü kaldıklarını görebiliriz. Dolayısıyla orta/uzun vadeli yatırımcıların halen portföylerinde defansif ağırlıklı kalmaları, önümüzdeki dönemde ortaya çıkabilecek fırsatları değerlendirmek için nakitlerini ve kısa vadeli tahviller gibi düşük riskli likit varlıkların oranını yüksek tutmaları mantıklı olacaktır.

Burada özellikle altın odaklı üretim yapan madencilik hisseleri, sağlık hisseleri, defansif karaktere sahip zorunlu tüketim hisse ve ETF'leri ilk etapta güçlü kalmaya devam edebilir. Ancak önümüzdeki aylarda defansif alanlardan ucuzlamış seküler büyüme hikayelerine rotasyon ve teknoloji hisselerinde yapılacak kademeli alımlar mantıklı olacaktır. Özellikle mega-cap teknoloji hisseleri arasında oldukça cazip değerlemelere gerilemiş, faaliyet gösterdikleri alanları domine eden ve kar beklentilerinde yüksek vizibilite olan hisseler mevcut. Önümüzdeki bir kaç ayı yatırımcıların bu hisseler arasında bir izleme listesi yaparak geçirmeleri ve alımları kademeli olarak yapmaları mantıklı olacaktır.



ilk çeyrekte ağırlıklı olduğumuz üç sektör; enerji, sağlık ve maden şirketleri olmaya devam ediyor...

2022 senesini defansif bir duruşla, düşük değerlendirme çarpanlarına sahip, yüksek nakit akımı yaratan, güçlü bilanço ve görece düşük borç oranlarına sahip hisselerin olduğu gruplarda ağırlıklı olarak geçmiştik. 2023 senesine de benzer bir stratejik dağılımla başlıyoruz. Aşağıda gösterildiği gibi Bloomberg rakamlarına göre S&P 500 içerisindeki hisse gruplarını incelediğimizde, **defansif karakterde, makul borçluluk ve kar çarpanlarına sahip ve en önemlisi yatırılmış sermaye getirisini son bir senede 5 senelik ortalamasının üzerine çeken hisse grupları** arasında da enerji, temel materyaller ve sağlık hisseleri geliyor.

Sektör	Satış Büyümesi (S12A)	FD/FAVÖK	52h düşükten uzaklık	Toplam Borç/Özkaynaklar	Yatırılmış sermaye getirisi	Yatırılmış sermaye getirisi (S12A - 5S ort)
Enerji	41,9	7,84	54,41	52,19	18,25	15,7
Teknoloji	9,8	16,93	15,24	96,67	29,43	6,1
Temel Materyaller	14,4	10,42	35,71	62,3	13,7	4,9
Sağlık	6,4	14,86	25,93	122,17	16,45	3,9
Zorunlu Tüketim	5,8	15,1	21,45	341,39	16,57	2,5
İsteğe Dayalı Tüketim	12	19,7	26,71	417,77	15,2	0,4
Emlak	14,4	23,74	20,06	187,17	5,69	0,1
Elektrik,su, gaz dağıtım	10,8	15,49	25,07	152,89	4,85	0
Sanayi	8,8	13,86	29,4	126,66	17,63	-0,5
Telekom	0,8	8,71	30,52	161,24	9,9	-0,6
Finansallar	3,4	10,01	25,66	130,5	5,76	-2,4

Sağlık hisselerinin hem defansif, hem ofansif tarafları var... Büyük farma şirketleri; defansif karakterleri, yüksek temettüleri ve gerek kendi pipeline'larındaki yeni ilaç araştırmaları, gerekse de ufak ölçekli biyoteknoloji şirketleriyle yaptıkları anlaşmalarla yaratabilecekleri büyüme potansiyeli dolayısıyla bizim bir süredir beğendiğimiz bir hisse grubu. 2022'de genel sağlık sektörü hisseleri ve dev farma şirketleri, aşağıda gösterildiği gibi relatif güçlü performans gösterdiler ve piyasadaki çalkantılardan nispeten korunaklı kaldılar. Sektörün güçlü performansı ile beraber kar çarpanları uzun zaman sonra S&P 500'e yakınsamış olsa da, hala pahalı seviyelerde değiliz.



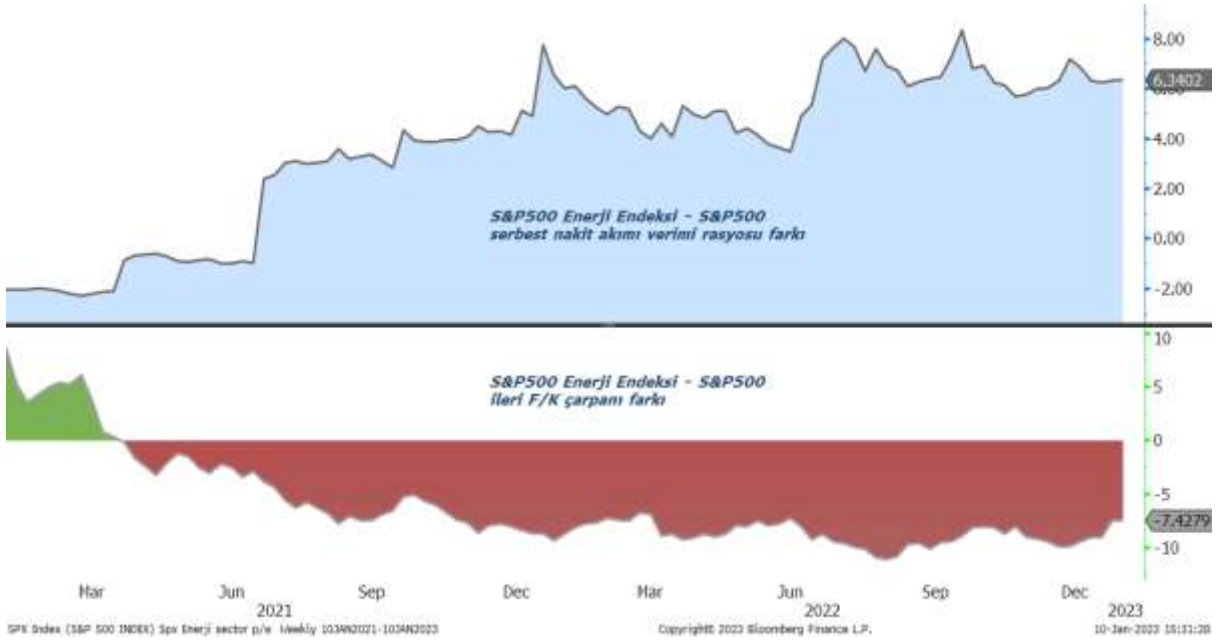
Her ne kadar 2023 senesine daha pahalı değerlendirme çarpanları ile giriyor olsak da, biz bu senenin ilk yarısında olası düşüşlerde daha güçlü kalabilecek, yukarı yönlü hareketlerde de ralliye katılabilecek bir hisse grubu olarak gördüğümüz ilaç şirketlerini cazip buluyoruz. Bunun yanı sıra pandemi sonrasında artan isteğe dayalı sağlık harcamaları ve check-up'lar, medikal cihaz üreticileri için de olumlu bir dinamikti ve özellikle yenilikçi, teknolojiye bağlı olarak ürün gamını genişleten ve robotik, yapay zeka, nesnelerin interneti gibi teknolojileri ürünlerine yansıtan bazı medikal teknoloji şirketlerinde de yüksek değerlemelere rağmen uzun vadeli fırsatlar olduğunu düşünüyoruz. Aynı zamanda beğendiğimiz hisseler arasında uzun zamandır yer verdiğimiz ve ilaç tedariği alanından genişleyerek entegre sağlık zincirleri haline gelen bazı şirketler de sektör içerisinde değerlendirilebilecek fırsatlar arasında. Biyoteknoloji ve genomik alanları da her ne kadar ciddi gelecek vaad etse de, faizlerin halen bu kadar yüksek olduğu bir ortamda dev farma şirketleri üzerinden bu trendleri değerlendirmenin bu aşamada daha mantıklı olduğunu düşünüyoruz.

Maden hisselerinde bakır ve altın odaklı üreticiler ağırlıklıyız... Eylül ayındaki altın raporumuzda **"Altında tepki hareketi"** değindiğimiz gibi 2023 senesinin altın için iyi bir sene olacağına inandığımız için altın üreticilerine ağırlık veriyoruz. Bakır ise uzun vadede ciddi potansiyel gördüğümüz ve güçlü performans beklediğimiz bir metal. Her ne kadar resesyon beklentilerinin senenin ilk yarısında bakır fiyatında ve üreticilerde baskı yaratma potansiyeli olsa da, 2023 senesinin Çin'deki açılmanın da etkisi ile bakır için iyi bir sene olacağını düşünüyoruz.



Dolayısıyla altın ve bakırı beraber üreten ve hem defansif, hem ofansif metallere hassasiyeti olan, güçlü bilançolu, son senelerde emtiadaki yükseliş ile yaratılan nakit akımını borçlarını azaltıp sonrasında yatırımcılara hisse geri alımları ve temettü yoluyla nakit döndüren, işletmeleri politik anlamda düşük riskli bölgelerde bulunan madencileri ön planda tutuyoruz. Halen de bu tanımlara uyan, maliyetlerini de makul ölçülerde kontrol altında tutabilen maden şirketleri bulabiliyoruz. Bu grubun temel anlamda cazip olmasının yanı sıra, S&P 500 endeksi içerisinde enerji hisseleri gibi çok küçük bir ağırlığının olması (~%2) ve pasif fon akımlarından sınırlı yararlanmamaları dolayısıyla halen düşük sahiplikte olmaları da bize göre olumlu bir başka faktör.

Enerji hisseleri yaratmaya devam ettikleri yüksek nakitle halen cazip... Enerji hisseleri her ne kadar geçtiğimiz senenin kazandıran grubu olsa ve relatif çok güçlü performans göstermiş olsalar da, biz halen temel anlamda bu hisseleri makul buluyoruz ve emtia raporumuzda belirttiğimiz gibi petrol fiyatlarının senenin ilk yarısında da belli seviyelerin üzerinde kalmaya devam etmesiyle, bu hisselerin yatırımcılara ciddi miktar nakit geri döndürmeyi sürdüreceklerini düşünüyoruz. Nitekim 2022 senesinin yaz ayları başında yayınladığımız **“ABD Enerji sektörü ve beğendiğimiz hisseler”** raporunda bizim sektörü neden beğendiğimize dair daha detaylı açıklamalar bulunuyor. Bu dinamikler halen büyük ölçüde devam ediyor ve biz özellikle Amerika’da makul maliyetlerle şeyl üretimi yapan, pandemi dönemindeki durgunluğu ucuzlamış yeni sahalar olarak değerlendiren bazı bağımsız petrol/gaz şirketlerini beğenmeye devam ediyoruz.



Pasif yatırımcılar için Russell 1000 değer endeksinin ana endekslere göre bizim beğendiğimiz sektörlerin yüksek, teknolojinin düşük ağırlıklı olduğu ve 2023’ün ilk yarısı için defansif kalmayı düşünen yatırımcılar için ETF’ler vasıtasıyla değerlendirilebilecek, daha dengeli dağılıma sahip bir endeks olduğuna da değinelim.



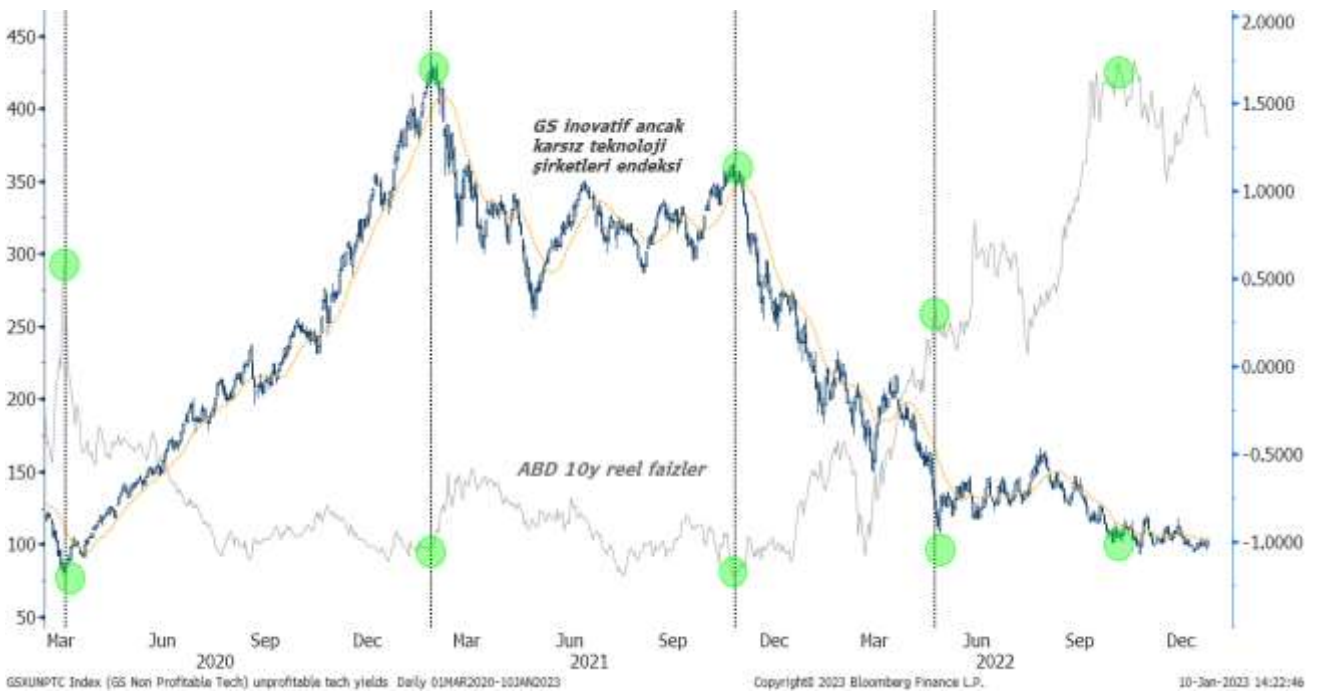
Önümüzdeki aylarda ağırlığımızı teknoloji hisselerine kaydıracağız...

Büyüme odaklı hisse senetleri için oldukça zor bir sene sonrasında, senenin ilk yarısında bu trendin hızla tersine dönmesini beklemiyoruz. Özellikle FED'in halen ek sıkılaştırma mesajları verdiği, resesyonun henüz karlarda yeterince hissedilmediği ve faizlerin yükselme eğilimine devam ettiği bir noktada, ucuzlanmış değerlemelere rağmen spekülasyon hisselere geçiş konusunda acele etmemek mantıklı olacaktır. Bu noktada çok ucuzlanmış olan bazı seküler büyüme hikayelerinde kademeli alımlar düşünülebilir ancak esas olarak pozisyonların yapılacağı dönemin, tahvil faizlerinin de gerilemesi ile önümüzdeki aylar olacağını düşünüyoruz.

Sürdürülebilir rekabet üstünlüğüne sahip olan ve bu üstünlüğü önümüzdeki senelerde devam ettirebilecek bazı teknoloji şirketleri, uzun vadeli risk/getiri dengesi göz önüne alındığında çok cazip seviyelere gerilemeye başladılar. Bu hisselerde önümüzdeki dönemde seçici olmak kaydı ile büyüme odaklı sektörlerde kademeli alımlara gitmek ve büyümenin kısıt olduğu bir ortamda seküler büyüyen hisselerle yatırım yapmak, 2023-24 senelerinin kazandıran yatırım stratejisi olabilir.

Negatif reel faizlerin geri gelmemesi, spekülasyon yatırımlar için önemli bir risk..

Negatif reel faizler, özellikle uzak gelecekteki spekülasyon beklentileriyle çok pahalı seviyelerde işlem gören hisselerin adeta oksijeniydi. Bu ortamın geçtiğimiz sene hızla değişmesi ve faizlerdeki sert yükselişler, bu hisselerle olan yatırım ilgisini azaltırken, tahvil faizlerinin geçmişe göre daha yüksek bir bandta dengelenmesi durumunda bir çok gelecek vaat eden alanda (metaverse, yapay zeka, genomik, uzay teknolojileri, otonom sürüş, blok zincir) faaliyet gösteren çok sayıda şirketin 2020-21 senelerinde gördükleri seviyelere uzun süre tekrar ulaşamayabilecekleri göz önüne alınmalı. Grafikte faizlerle olan ters yönde ilişkisi gösterilen endekste yer alan karsız teknoloji şirketlerinin önemli kısmı baskı altında kalmaya devam edebilir.



Bu gelecek vaad eden alanlarda, heyecan verici projeler üzerine kurulan ve bol likidite döneminde yüksek miktarda fonlama sağlayan bir çok şirketin geçtiğimiz sene gördüğü fiyatlara dönüşü çok zor olacaktır. Dolayısıyla her ne kadar faizlerde bir miktar gerileme yaşansa da, yatırımcılar bir çok büyüme odaklı şirkete önceki senelerde davrandıkları kadar toleranslı davranmayacaklar ve yatırım yapılacak şirketlerin yakın vadede kar ve nakit akımı yaratmasına odaklanacaklardır.

Büyüme odaklı hisse seçimlerinde ekstra dikkatli davranmak önemli... Dolayısıyla önümüzdeki aylarda biz teknoloji hisselerinde cazip fırsatlar ortaya çıkacak derken, geçtiğimiz senelerde çok uçuk değerlemelere ulaşan proje şirketlerinden çok, yakın gelecekte kar edebilecek, dışardan fonlama ihtiyaçları sınırlı olan ve de en önemlisi, faaliyet gösterdikleri alanda sürdürülebilir rekabet avantajları olan şirketlerden bahsediyoruz.2022 senesinde yaşanan sert düşüşlerle beraber mega-cap teknoloji hisselerinin de cazip değerlemelere gelmesi ve önümüzdeki dönemde potansiyel olarak daha da ucuzlama ihtimalleri, yatırımcılar açısından risk/getiri dengesi cazip hisseler seçebilmek anlamında önemli bir avantaj sağlıyor.

Aşağıda farklı hisse gruplarının son bir senelik performansları veriliyor. Burada büyüme hızına göre makul değerlendirme rasyolarına sahip hisselerden oluşturduğumuz (kar üretebilen, güçlü büyüme dinamiklerine ve sağlıklı marjlara sahip, ileri yönelik büyüme patikasında daha az tümsek olan ve relatif ucuz değerlemelere sahip şirketler) "YKY Garp" endeksi relatif güçlü kalırken, çok hızlı büyüyen, kar üretmekte zorlanan ve spekülative beklentilerle fiyatlanan şirketlerin oldukça geride kaldıklarını görüyoruz.



Amazon, Nvidia, Meta, Microsoft, Tesla gibi geçmişte pahalı değerlemelerle işlem gören ve orta vadede faaliyet gösterdikleri alanları domine etmeye devam edecek olan bazı şirketlerde orta vadeli pozisyonlar almak için cazip alım fırsatları çıkacaktır. Bu şirketlerin aşağıda gösterildiği gibi yüksek kar marjlarını, sağlıklı büyüme profillerini devam ettirdikleri ve buna karşılık giderek ucuzlayarak, çok daha zayıf temel dinamiklere ve büyüme profillerine sahip hisseleri de içerisinde barındıran bazı teknoloji endekslerinin değerlendirme seviyelerine doğru yakınsadığını görüyoruz, ki bu da risk/getiri dengesi açısından cazip yatırım fırsatları ortaya çıkarıyor.



Çip hisseleri ekonomik döngüye hassasiyetleri dolayısıyla erken toparlanabilirler.. Çip hisseleri teknoloji içerisinde büyüme beklentilerine en hassas hareket eden, en döngüsel alanlardan bir tanesi. Grup hisseleri tedarik zincirindeki envanter birikimi ve yavaşlayan talep etkisi ile 2022 senesinde oldukça kötü performans göstermişlerdi. Resesyon kaygılarının yoğunlaşması, ekonomide hemen her alanda kullanılmayan başlayan çip talebi için de oldukça sıkıntılı bir dinamik. Ancak ekonomideki durğunluğun daha ılımlı geçmesi durumunda, Ekim ayında ilk dip yapan hisseler arasındaki çip hisselerinde en kötü geride kalmış olabilir. Biz sektör içerisinde üretime yoğunlaşan (foundry) şirketlerden çok, yenilikçi ürünler tasarlayarak, geleceği domine edebilecek alanlarda çözümler geliştiren ve yüksek katma değerli ürünler üreten/ürettiren şirketleri cazip buluyoruz.



Büyüme tarafında Çin, 2023 senesinin en önemli hikayesi olabilir...

Çin hükümetinin uzun zamandır uyguladığı "Sıfır Covid" politikasından ani ve kontrolsüz çıkışı her ne kadar sosyal anlamda kaygılara neden olsa da, ekonomik anlamda burada ciddi bir ivmelenme göreceğiz. Nitekim son bir kaç ayda ve özellikle de 2023'ün ilk haftalarında bu beklentilerin Çin hisselerine yansıdığını görüyoruz. Kısa sürede bazı endekslerde dip seviyelerden %70'e yaklaşan primler görsek de burada halen yukarı potansiyel devam ediyor. Büyük finansal kriz sonrasındaki döneme baktığımızda, Çin hisse senetlerinin politik risklerin de önemli etkisi ile 2000'lerin ortasında başlayan güçlü performanslarını sürdürmeyerek S&P 500 gibi endekslerin oldukça gerisinde kaldığını takip etmiştik. Ancak politik risklerin tekrar artmaması koşuluyla, teknik anlamda Çin hisselerinde tekrar bir relatif güçlü performans yaşanabileceği ve temel anlamda değerlendirme çarpanlarında genişleme görülebileceği döneme yaklaşıyor olabiliriz.



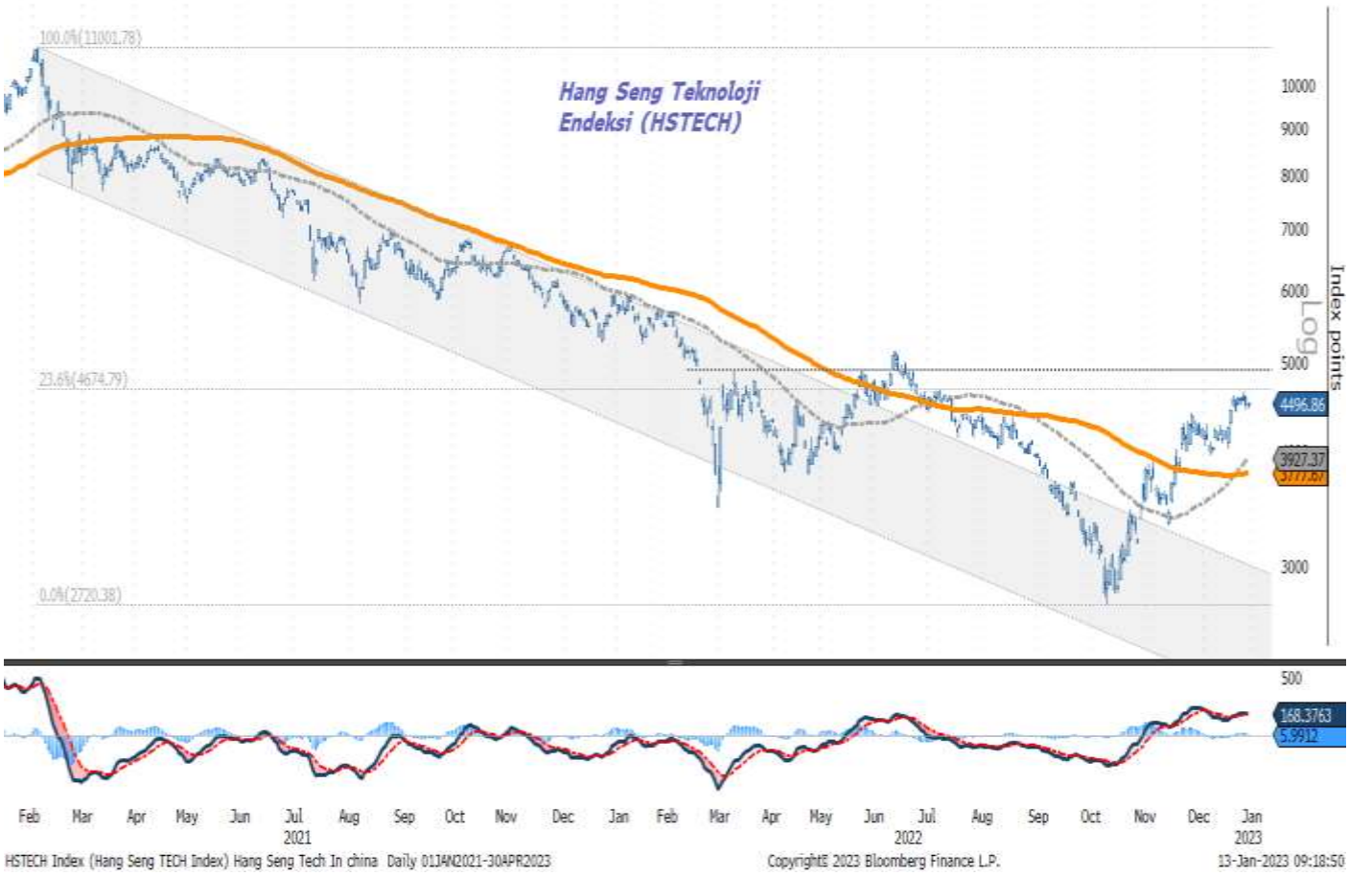
Büyüme beklentilerin de üzerinde gerçekleşebilir... Tasarruf etmeyi seven bir toplum olan Çin'de son dönemde kapanmaların etkisi ile tasarruflar pandemi döneminde ABD'de de yaşandığı gibi ciddi şekilde artmış durumda. McKinsey rakamlarına göre tüketicilerin %58'i bu dönemde tasarruflarını arttırmayı tercih ederlerken, banka mevduatları da RMB 14 trilyona şişmiş durumda. Ekonomi ve istihdam piyasasında önemli bir düşüşün yaşanmaması, işsizlik oranının ve enflasyonun düşük kalması ve yabancı yatırımların sürmesi Çin ekonomisi için olumlu faktörler. Her ne kadar konut sektörüne ve gölge bankacılığa yönelik kaygılar devam etse de, hükümet konut piyasasını kontrollü soğutma politikası ile buradaki potansiyel patlamaları kontrol altına almış olabilir.

Hükümet politikaları riskli varlıklar için destekleyici...Uzun zaman sonra hükümet politikalarının da yatırımcılar lehine döndüğünü görüyoruz. ABD'de işlem gören dev teknoloji hisselerinin borsalardan çıkarılmaması için verilen denetim izni çok önemli bir adım. Hükümetin 2020'de yoğunlaşan, ülkedeki teknoloji şirketlerini kontrol altına alma ve regüle etme çabasında da geri adımlar görüyoruz. Büyümeyi destekleyeci politikalar ve gevşetilen covid önlemlerini de göz önüne aldığımızda, Çin 2023 senesinde dünyada büyümenin çok kıt olduğu bir dönemde %5-6 bandında büyüebilir. Aynı zamanda ekonomik büyümeye destek olacak maliye politika adımları anlamında da, genişleyici kalmaya devam edecek nadir ülkeler arasında. Nitekim aşağıdaki grafiği gösterilen artış trendindeki GSYH'ye göre yeni kredi aktivitesindeki değişim, ekonomi ve hatta hisse senedi piyasaları için öncü bir göstergedir. Dolayısıyla önemli bir politik risk daha ortaya çıkmazsa, şu anda oldukça sınırlı seviyede tutulan Çin odaklı pozisyonların bu sene artırıldığını ve kapitalin büyümenin yüksek olduğu bu bölgeye doğru sene içerisinde kaymaya devam ettiğini görebiliriz.



Hangi hisselerin ön planda kalabileceğini düşündüğümüzde, Çin'in mega-cap tech şirketleri Alibaba, Baidu, JD.com, Tencent, Meituan, Pinduoduo ilk etapta ön plana gelen senenin ilk haftalarında güçlü performans gösteren hisseler. Bu hisselerin ABD'de işlem gören ETF'lerde de ağırlıklarının yüksek olması, fon akımlarının güçlü kalmasına yardımcı olacaktır. Buna ek olarak Batı'da pandemiden çıkışta gördüğümüz hizmet sektöründe özellikle de seyahat, restoran, otel, eğlence parkları, sinemalar gibi alanlarda aktivitenin hızlı kalmaya devam ettiğini görebiliriz. Aşağıda gösterilen Hang Seng Teknoloji endeksinde 5,000 seviyesi önemli bir direnç ve bu seviyelerde bir miktar satış baskısı normal olsa da, önümüzdeki aylarda bu kritik dirençlerin de aşıldığını görebiliriz.

Özellikle bu sene Şubat başında kutlanacak yeni yıl tatili ile beraber, ciddi sayıda insan önümüzdeki haftalarda tüketime ve seyahat aktivitesine yönelebilir. Biraz daha orta vadeli baktığımızda önümüzdeki üç senede Çin'de 71 milyon insanın daha orta sınıf seviyesine çıkmasının beklenmesi, giderek ülkenin tüketim odaklı ve kendi markalarını yaratan ve tüketen bir toplum haline gelmesi ve her ne kadar kapalı bir ekonomi olsa da, hükümetin önümüzdeki dönemde de devam edecek büyümeyi destekleme çabaları, bir süre daha Çin'i büyüme odaklı yatırımcıların radarlarında tutmaya devam edecektir.



Çin ve Hindistan ağırlıklı endeksler relatif güçlü performans gösteriyorlar... Çin endeksinin yüksek ağırlığı(%32) dolayısıyla MSCI EM gibi gelişmekte olan ülke endeksleri güçlü performans gösterirken, bu endeksin aşağıdaki grafikte gösterildiği gibi S&P 500 ile korelasyonunun zayıflaması da yatırımcılara portföylerde çeşitlendirme için bir fırsat veriyor. Her ne kadar yüksek kalan enerji ve gıda fiyatları, endekste ağırlığı en yüksek iki ülke olan emtia ithalatçıları Çin ve Hindistan açısından olumsuz bir faktör olsa da, bu iki ülke endekslerinin son aylardaki relatif güçlü performansı endeksin de gelişmiş ülke piyasalarına göre iyi kalmasına yol açabilir.

2022 senesinde kazandıranlardan bir tanesi de, seneyi tek haneli de olsa artıda tamamlamayı başaran Hindistan hisse senedi endeksleriydi. MSCI EM endeksinde %15'e yakın önemli ağırlığı bulunan Hindistan, son senelerde Çin'e alternatif üretim bölgeleri arayışından olumlu faydalandı ve son olarak Aralık ayında imalat PMI rakamları son iki senenin en yükseğine tırmandı.

Önümüzdeki sene için de MSCI Hindistan endeksindeki şirketlerin kar rakamlarını %15 üzerinde büyütmesi beklenirken, Rus petrolünün Çin'den sonraki en büyük alıcısı olan Hindistan, Ural petrolündeki büyük iskontodan da faydalanıyor.2022 senesinde global bazda ekonomileri ve hükümet politikalarını en çok zorlayan konu olan enflasyonun da, Çin ve Hindistan'da ABD gibi gelişmiş ekonomilere göre çok daha hafif hissedilmesi, (Hindistan'da Kasım ayında enflasyon %5'li seviyelere geriledi, Çin'de geçtiğimiz sene ortalama %2 civarında seyretti) bu iki ülke için bir avantaj. Burada veriyi hesaplama yöntemleri ciddi bir fark yaratsa da, Batı ülkelerinde pandemi dönemindeki genişleyici maliye politikalarının da etkisi olabilir. Sonuç olarak ABD ve Avrupa'da önümüzdeki sene yaşanabilecek sert bir resesyon, gelişmekte olan ülkeleri de aşağıya çekecek ve özellikle kırılgan ekonomilerde krizlere neden olabilecektir. Ancak Batı'da olası bir resesyonunun daha ılımlı geçmesi durumunda, özellikle senenin ilk yarısında Çin ve Hindistan ağırlıklı MSCI EM gibi hisse senedi endeksleri, gelişmiş ülke endekslerine göre bir miktar daha güçlü kalabilirler.



UYARI NOTU:

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 dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Söz konusu rapor belli bir kişiye veya mali durumları, risk ve getiri tercihleri benzer nitelikteki bir gruba yönelik olarak hazırlanmamıştır. Belirli bir getirinin sağlanacağına dair herhangi bir vaat veya taahhütte bulunulmamaktadır. Tüm yorum ve tavsiyeler öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir. Size uygun olan yatırım araçlarının ve işlemlerin kapsam ve içeriği uygunluk testi neticesinde belirlenir. Uygunluk testi, yatırım kuruluşu tarafından pazarlanan ya da müşteri tarafından talep edilen ürün ya da hizmetin müşteriye uygun olup olmadığının değerlendirilmesi amacıyla, müşterilerin söz konusu ürün veya hizmetin taşıdığı riskleri anlayabilecek bilgi ve tecrübeye sahip olup olmadıklarının tespit edilmesidir. Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Bu nedenle, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanarak 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, iştiraklerini 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, yayımlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.