

# Küresel Ekonomik Görünüm: Kusursuz Fırtınadan sonrası?

Yılın ilk yarısı itibariyle birçok finansal varlıkta yılbaşından itibaren çift haneli kayıplar gördük. Teknoloji hisseleri başta olmak üzere küresel hisse senetlerindeki düşüş dikkat çekerken güvenli liman olarak ABD tahvilleri de 1980'den bu yana en kötü performansını gösterdi.

## 2022 Yılı'nın İlk Yarısına Genel Bakış:

2022 yılının ilk yarısına baktığımızda ekonomilerin ve piyasaların olağanüstü bir dönem geçirdiğini söylemenin abartılı olduğunu düşünmüyorum. Makro ekonomik tarafta yılın başından itibaren Rusya-Ukrayna savaşı ile başta Avrupa olmak üzere tüm dünyaya yayılan ekonomik bozulma ; Çin'de devam eden Covid-19 krizi ve hepsinden önemlisi şahin bir ABD Merkez Bankası FED.

FED Başkanı Powell başta olmak üzere FED yetkileri 75 baz puanlık bir faiz artışı düşünmediklerini belirtmesinden sadece 6 ay sonra 15 Haziran'da FOMC toplantısında tam 75 baz puanlık bir faiz

arttırma kararı aldı. FED Haziran ayında birkaç gün önce piyasalara şifreli bir şekilde bunu piyasaya anlatmaya çalışsa da enflasyonu dizginlemek için atılan bu büyük adımın ekonomik büyüme de yavaşlama etkisi yaratacağını düşünmediğini söylemek zor. Fakat FED bunu göze alarak fiyat istikrarını ilk amacı olarak belirlemişe benziyor. Haziran toplantısında 75 bp faiz artışına giderek politika faizin 1,50-175 seviyesine çıkarak 1994 yılından bu yana en sert faiz artışını gerçekleştirmiş oldu.

Yılın ilk yarısı itibariyle birçok finansal varlıkta yılbaşından itibaren çift haneli kayıplar gördük. Teknoloji hisseleri başta olmak üzere küresel hisse senetlerindeki

düşüş dikkat çekerken güvenli liman olarak ABD tahvilleri de 1980'den bu yana en kötü performansını gösterdi. Hatta bu dönemde yatırımcıların risk almadan likit (nakit) olarak durmaları bile onların birikimlerinin enflasyon nedeniyle zarar görmesine neden oldu.

Bu noktada ABD Doları ve emtia/emtiaya dayalı varlıklar yatırımcılara bu fırtınadan korunma sağlayan araçlar olarak karşımıza çıktı. USD ile emtia arasındaki pozitif korelasyonun da tarihsel normların dışında olağanüstü bir durum olduğunu belirtmekte fayda var. Yılın ilk yarısı itibariyle de emtia performanslarına bakacak olursak emtia fiyatlarının MSCI Tüm Ülkeler Dünya En-

deksi'nden üst üste ikinci yıl da daha iyi performans gösterme yolunda olduğunu gösterdi. 1970'den bu yana yalnızca üç kez (1972/74, 1976/1979, 2007/2008) meydana gelen bir durum.

## 2022 Yılı'nın İkinci Yarısına Genel Bakış

Peki bu durumda birçok yatırımcının sorduğu soru, küresel piyasalar için on yıllar sonra görülen en kötü başlangıcın geride kalıp kalmadığıdır? Geride kalan bu sürede mevcut durumdan bazı kuvvetli dönüş sinyalleri alıyoruz. Başta Wall Street olmak üzere küresel dünya endekslerinde %30'lara yakın primlenmeler görülürken emtia fiyatlarında ise (buğday, petrol gibi) yılın başlangıcındaki

(savaş öncesi) seviyelere geri çekilmeler görüyoruz.

Tüm dönüş sinyallerinin yanı sıra yüksek enflasyon, daha zayıf ekonomik büyüme ve daha sıkı finansal koşullar ile karakterize edilen makroekonomik görünüm son derece zorlu olmaya devam ediyor. Temel beklentimiz, küresel enflasyonun 2023'e kadar kademeli gevşeyeceği yönünde olsa da, bu görüşe yönelik ortaya çıkan riskleri göz ardı etmemeye çalışıyoruz.

Enflasyon, özellikle manşet enflasyon, yüksek seviyelerde daha uzun süre yapışkan kalabilir. En önemli risk de Rusya-Ukrayna savaşı ile karşımıza çıkan gıda fiyatları enflasyonu ve gıda maddelerinin en büyük girdi kalemi olan gübre fiyatlarındaki artış (Son 1,5 yıldır %50-200 arasındaki yükseliş) Ek olarak savaş nedeniyle lojistik konularda yaşanan sıkıntılar da manşet enflasyon üzerindeki yapışkanlığı arttırabilir. Bu noktada bir parantez açmak gerekirse son dönemde atılan adımlar ile ( gıda koridoru açılması, buğday gemilerinin çıkışı) bir miktar gevşemeyi de gözden kaçırmamakta fayda var.

Yılın ikinci yarısı birçok ekonomi için büyüme yönelik soru artık, ekonomik bir yavaşlama olup olmayacağı değil, bunun ne kadar derin ve ne kadar uzun olacağı olarak değişmişe benziyor.

Resesyonlar reel olarak ölçüldüğü için, resesyondan kaçınmanın önündeki en büyük engel, yüksek enflasyon olarak görülebilir. Ayrıca, daha önce bahsettiğim yukarı yönlü enflasyon risklerinin 2022'de de devam etmesi halinde, toplam enflasyonu düşürmek için daha büyük ölçekli talep yıkımının gerekli olabileceğini göz ardı etmemekte fayda var.

Bu çerçevede, küresel politika yapıcılarının yılın ikinci yarısında eşzamanlı olarak arz kaynaklı enflasyonun belini kırmak ve birçok haneyi saran yaşam maliyeti krizini ele almak için baskı altına girmelerini bekliyorum ki bu noktada ilk adımı 75 bp faiz arttırımı ile ABD Merkez Bankası FED'in yaptığını gördük.



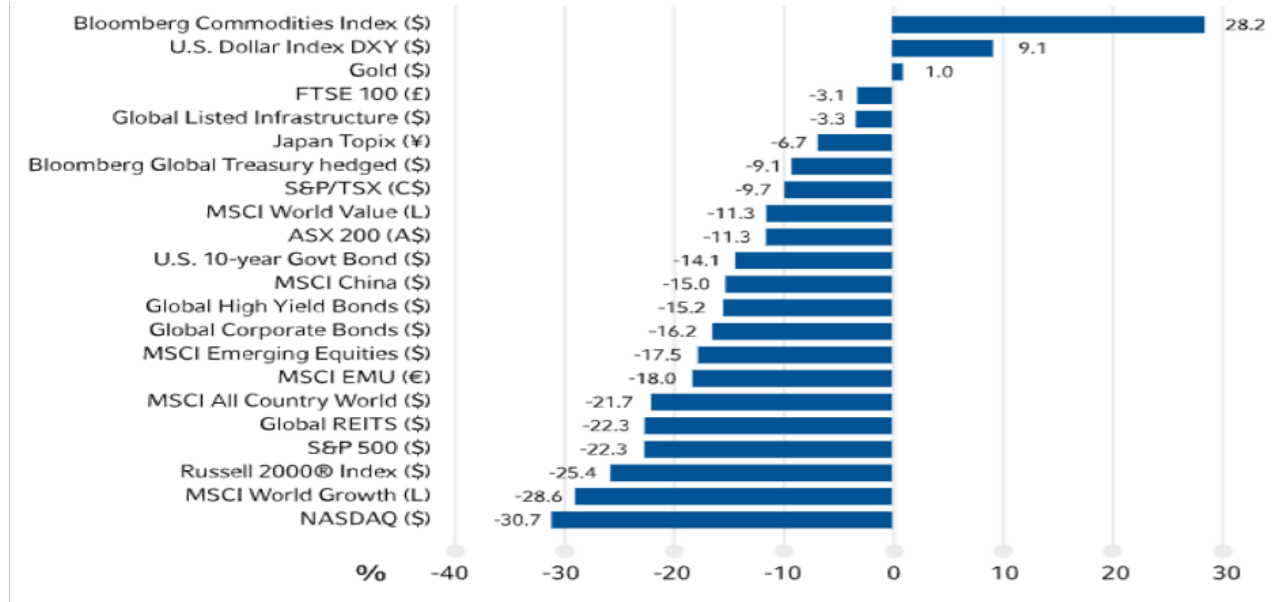
Halim Çun 77

halim.cun@inveoportfoy.com

## Yatırım ve Portföy Yönetimi sektöründe yönetici

Halim Çun 1977 yılında Maarif Koleji'nden mezun olduktan sonra, Boğaziçi Üniversitesi İdari Bilimler Fakültesi İşletme Bölümü'nde lisans, Kamu Yönetimi ve Siyaset Bölümlerinde lisansüstü ve doktora eğitimleri aldı. İş hayatına 1984 yılında Dünya Gazetesi Dış Haberler Bölüm Yöneticisi Servis şefi olarak başlayan Çun, 1986 yılında finans sektörüne geçerek Dışbank'ta (daha sonra isim Fortis BNP Paribas Bank olarak değişti) Araştırma bölümünde kıdemli uzman olarak çalıştı. Ardından 1987 yılında Türkiye'nin önde gelen sanayi kuruluşlarından Sabancı Holding'in Planlama ve Yatırımlar bölümüne geçerek, çeşitli projelerde farklı pozisyonlarda yer aldı. 1998 yılında yeniden finans sektörüne geçerek Ak Yatırım Ortaklığı ve Ak Portföy Yönetimi'nin kuruluşunda Genel Müdür olarak görev aldı. 2006 yılına kadar göreve devam ettiği Akbank Grubu'nda 2002-2003 yıllarında Ak Emeklilik Şirketi'nin ve emeklilik fonlarının kuruluşu çalışmalarında bulundu. 2006 yılında katıldığı Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 'de yatırım fonları ve portföy hizmetlerinin yeniden yapılandırılması alanında çalıştı ve 2008 yılında Inveo Portföy Yönetimi A.Ş.'nin (eski adıyla Gedik Portföy Yönetimi A.Ş.) kuruluşunda Genel Müdür olarak görev aldı. Son on dört yıldır Inveo Portföy Yönetimi Şirketi'nde Genel Müdür ve Yönetim Kurulu Üyeliği görevini sürdürmektedir. Inveo Portföy bünyesinde 30 yatırım fonunun ve Boğaziçi Ventures Grubu ile ortaklaşa kurulan, Türkiye'deki ilk örneklerden olan Girişim Sermayesi Yatırım Fonu'nun yönetmektedir. Ayrıca Inveo Yatırım Bankası A.Ş. ve Novel Scala şirketlerinde yönetim kurulu üyeliği görevini sürdürmektedir.

## 2022 yılının ilk yarısı itibariyle Getiriler



Kaynak: Refinitiv® DataStream®

Politika yapıcılar bu çabada ciddi şekilde adımlar atmaya devam ederlerse, emtia fiyatlarında bir düşüşe ve reel GSYİH'nın yüzde payı olarak ifade edilen ücretlerde bir artışa tanık olabiliriz. Bu noktada merkez bankalarının bir güvercin ekseni oluşturması zor olacaktır.

Dünya Bankası, 2022 için küresel GSYİH büyüme tahminini 2021'de %5,7'den %2,9'a indirerek, Ocak 2022 tahminini (%4,1) yaklaşık üçte bir oranında azalttı. Daha da önemlisi, Dünya Bankası "birçok ülke için durgunluktan kaçınmanın zor olacağı, küresel bir durgunluk önlenirse bile, stagflasyonun acısının birkaç yıl sürebileceğini" kaydetmiş olmalıdır. Ayrıca aynı raporda Dünya Bankası "bastırılmış büyümenin muhtemelen on yıl boyunca devam edeceğini" kaydetti. Son olarak da talep artışında bir ılımlılık ve tedarik zinciri ile emtia fiyat baskılarında bir azalma beklentilerine dahil olmasına rağmen, çekirdek enflasyonun muhtemelen "beklentinin üzerinde kalmaya devam edeceğini" de söyledi.

Bizler de 2022'nin ikinci yarısında, euro bölgesinde bir durgunluk, Çin'de bekle-

nenden daha zayıf bir ekonomik toparlanma ve Amerika Birleşik Devletleri'nde maddi bir ekonomik yavaşlama görmeyi bekliyoruz. Yılın ikinci yarısında birçok yükselen ekonominin azalan küresel ticaret

ret hacimleri ve artan sermaye çıkışları ile karşı karşıya kalması muhtemeldir.

Yine de trendin altındaki ekonomik büyüme, ve ondan daha güçlü ele alınan



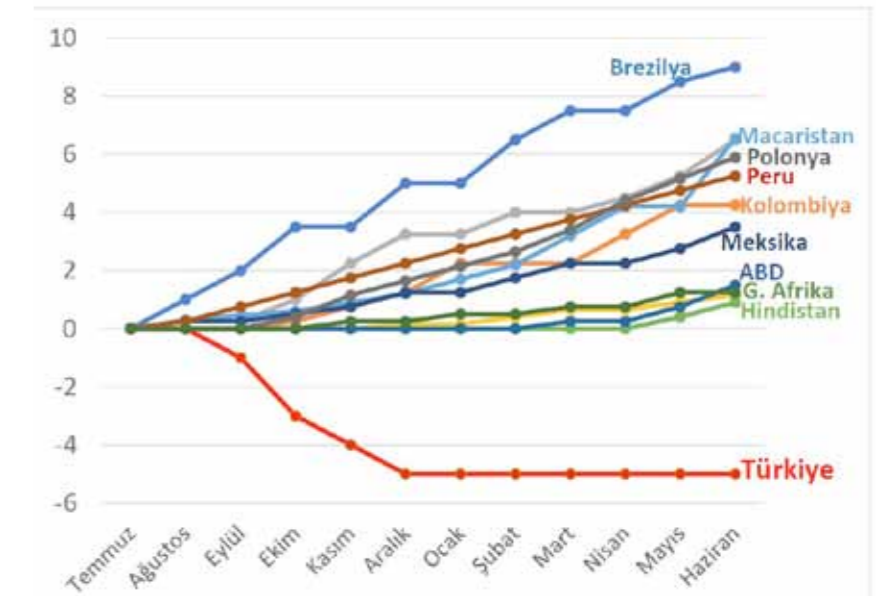
fiyat baskıları sıkılaştırma döngüsünün sonunu geciktirebilir. Bu da şirket kazançlarının büyümesinin analistler için yüksek beklentilerini hayal kırıklığına uğratması anlamına gelecektir. Başta Wall Street olmak üzere küresel piyasalarda Temmuz ayında %20-30 arası primlenmeler dikkatimizi çekse de FED tarafında şahinleşen tutumun devamını bunu bir miktar sektöre uğratabilir. Ayrıca, ABD Hazine kağıdı getirilerinin, genellikle FED'in sıkılaştırma döngülerinin sona ermesinden hemen önce zirveye ulaşmadığını görüyoruz. Bu noktada yılın ikinci yarısı %3'ün altında %2,80 seviyelerinde bir dengeleme görülse de önümüzdeki dönem de atılacak adımları yakından takip etmemiz gerekiyor.

## Yurt içi Gelişmeler

Her ne kadar makro açıdan benzer bir dönem geçirdiğimizden bahsetsek de 2021 yılının son çeyreği itibariyle küresel merkez bankaları tarafından sıkılaştırma adımları atılmasına rağmen TCMB bunun aksi yönünde politika faizinde düşüşe gitme kararı aldı.

Ayrıca yılın ilk yarısında Rusya-Ukrayna savaşı sonrası enerji ve emtia fiyatlarındaki artış, Türkiye ekonomisi üzerinde de enflasyon baskısının artmasına neden oldu. Yılın ilk yarısı aylık bazda ortalama %6 olarak gerçekleşen TÜFE, yılın ilk yarısında toplam %42,35 seviyelerinde gerçekleşti. Bu çerçevede yıllık enflasyonun da Haziran ayı itibariyle %78,62 seviyesinde gerçekleştiğini görüyoruz. Özellikle hammadde fiyatlarındaki keskin artış ve tedarik zincirindeki aksamalar üretici fiyatları üzerinde oluşturduğu baskıyla TÜFE ile üzerine geçişkenliğe neden oldu. Bu noktada yılın ikinci yarısı itibariyle başta petrol olmak üzere enerji fiyatlarındaki durulma ve düşüş de Türkiye gibi net enerji ithalatçısı ülkeler açısından olumlu olarak karşımıza çıkmaktadır ÜFE üzerindeki baskının azalması tüketici fiyatlarındaki artış ivmesinin de yavaşlamasını sağlayacaktır. Tabi burada en önemli risk TL'nin gereğinden fazla değer kaybetmesi olarak karşımıza çıkıyor. Başta FED olmak üzere

## SON BİR YIL İÇİNDE POLİTİKA FAİZİNDEKİ DEĞİŞİM (%)



Kaynak: BIS, Ülkeler: Brezilya, Kolombiya, Çekya, İngiltere, Macaristan, Hindistan, Meksika, Peru, Polonya, Türkiye, ABD, G. Afrika Brezilya, Kolombiya, Çekya, İngiltere, Macaristan, Hindistan, Meksika, Peru, Polonya, Türkiye, ABD, G. Afrika

Kaynak: Hakan Kara

global merkez bankalarının sıkılaştırma adımları TL üzerinde baskıyı artırabilir fakat 2021'in yılı ile hayatımıza giren Kur Korumalı Mevduat mekanizması ile dolarizasyonda görülen kırılmayı da göz ardı etmemek lazım. Bu dönemde TL'nin ortalama enflasyon kadar değer kaybetmesi piyasaları rahatsız etmeyecek olup üstünde bir değer kaybı tekrar enflasyon kaygılarını artırabilir.

Dışarıda artan jeopolitik riskler ; içeride yaşanan makro baskılar ile ülke risk primi 5 yıllık CDS yılın ilk yarısının sonunda 900 seviyelerinin üstüne çıktı. Bu durum hazine ve özel sektörün döviz cinsi borçlanma maliyetlerinde ciddi yükselişlere neden oldu. 10 yıllık hazine Eurobond getirileri %12 seviyelerine kadar yükselmiş oldu. Yılın ikinci yarısında ağırlıklı olarak dış etkenlerin yumuşaması ve iç tarafta Ağustos ayının başı ile artış trendine giren TCMB rezervleri ile risk primimizin de 700 seviyelerinin hemen altına kadar geri çekildiğini görüyoruz. Bunun önümüzdeki dönemde devamı hem yaklaşan dış borç ödemeleri hem de makro taraftaki toparlama sinyallerinin devamı için oldukça önemli olacaktır. Ayrıca Ağustos ayı ile beraber TCMB

rezervlerindeki yaklaşık %10-15 lik 2 haftalık artışın da altını çizmek gerekir. Bu noktada farklı spekülasyonlar olsa da bunlar için somut bir bilgi olmadan konuşmak yerine bu verinin piyasa ve kur cephesine etkisine bakmanın daha faydalı olacağına inanıyoruz.

Hisse senedi piyasaları açısından baktığımızda; 2.000 seviyelerinden yıla başlayan BIST 100 endeksi yılın ilk yarısının sonunda yaklaşık 2440 seviyelerine yükselerek yaklaşık %22 primlendi. Yılın ikinci yarısında ise global piyasalarda başlayan yükseliş trendine ayak uyduran BIST 100 endeksi yılın ikinci yarısının ilk beş haftasında 3000 puanı üzerine çıkarak 2022 getirisini % 60'ların üzerine attı. Yılın ikinci yarısında, nasıl bir yol haritası izleneceğini tahmin etmek zor olmakla birlikte, hisse senetlerinin yatırımcıların birikimlerini enflasyona ezdirmeme yönündeki arayışlarına cevap vermeye devam edeceğini düşünmekteyiz. İçinde bulunduğumuz dönemde, seçilmiş hisselerden oluşan Hisse Yoğun Fonlardan oluşan bir portföyün, orta uzun vade için öne çıkan ve dikkate alınması gereken seçeneklerin başında geldiğini düşünüyorum.