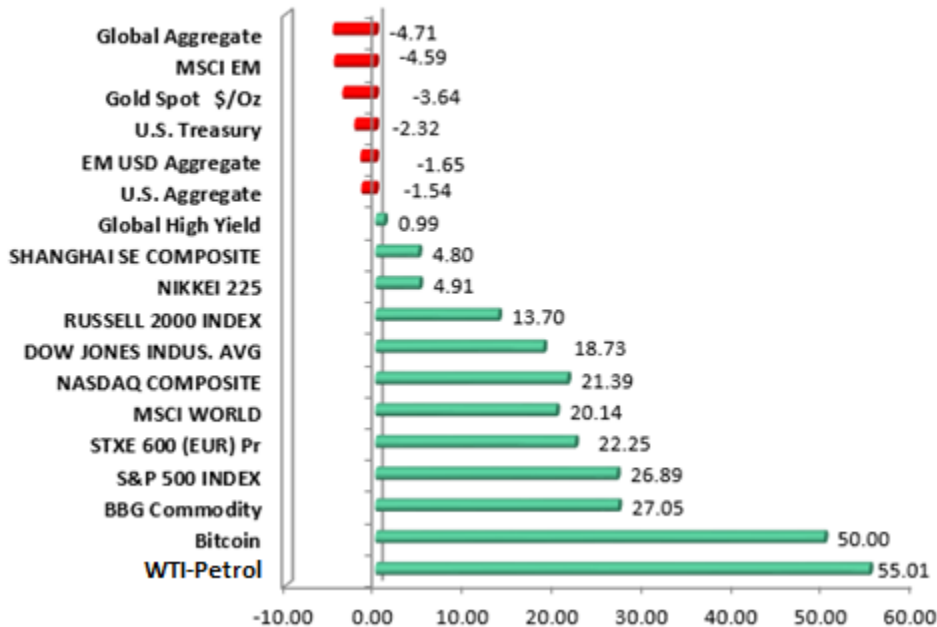


**2021 senesi**, Avrupa ve ABD hisse senedi endekslerinde tarihsel olarak en güçlü performanslardan bir tanesinin yaşandığı, gelişmekte olan ülke endekslerinin geride kaldığı, tahvil yatırımcılarının iyi getiri sağlayamadığı, emtia genelinde ise sert yükselişlerin ön plana geldiği bir sene oldu.

**Endeksler arasında S&P500 sene içerisinde 70 yeni rekor kapanış** yaparak (tarihsel olarak 1995'den sonra en çok rekor tazelenen ikinci sene) yükseliş momentumunu sene boyunca korurken, volatilitenin geçmişteki ortalamalarının altında seyretti, geri çekilmeler sığ kaldı, hisselerdeki düşüşler alım fırsatı olarak kullanıldı. Endekste yükselişler genele yayılırken, **ilk defa bütün sektörler çift haneli yükseldiler**. Ekonomilerin hızla açılması emtia genelinde yükselişlere neden olurken, **Bloomberg Emtia endeksi %27 yükselişle hisse senedi endekslerini geride bıraktı**. Petrol talebindeki ani artışa, arzın sınırlı cevap vermesiyle fiyatlar hızla yükselirken, değerli metaller emtia grubunun geride kalanı oldu. **Konut fiyatlarında** da global bazda yükselişler ön plandaydı.

- Salgın etkisinin geliştirilen aşı ve diğer terapilerin etkisi ile hafiflemesi, ekonomilerde açılmaya ve birikmiş talep patlamasına neden olurken, baz etkisinin de yardımı ile gerek şirket karlarında gerekse de ekonomik aktivitede senelik bazda rekor büyümeler takip ettik.
- Gerek maliye, gerekse de para politikalarının genişlemeci kalmaya devam etmesi, hükümetlerin arka arkaya açıkladıkları **destek paketleri ve hisse senetleri/konut fiyatlarındaki sert yükselişin yarattığı servet etkisi, hane halkının finansal sağlığının ve tüketim harcamalarının sene boyu güçlü seyretmesine yol açtı**. Tüketici talebinin hizmetlerden mallara kaymış olması ve tedarik zincirinde Covid19 kaynaklı sıkıntılarla fiyatlar sert şekilde yükselirken, sınırlı arzın ani artan talebi karşılayamaması enflasyonda hızlı sıçramalara neden oldu. **Sonuçta hızlı büyüme ve artan enflasyon emtia ve hisse senetlerine yararken, tahvil yatırımcılarının geride kalmasına neden oldu**.

### 2021 Kazandıranlar/ Kaybettirenler



### **S&P 500 diğer ana endekslere göre oldukça güçlü performans gösterdi...**

ABD’de S&P500 %26,8 yükselişle en güçlü performans gösteren endeks olurken, Nasdaq Composite %21,3, Dow Jones Sanayi %18,7, Russell 2000 %13,7 yükseldi.

- S&P500 endeksinin hem büyüme odaklı, hem de döngüsel hisselerde yüksek ağırlığının olması ve bu iki alanın da güçlü performansları, endeks için olumlu bir faktördü. Teknoloji şirketlerinin güçlü performansının endeksleri sürüklediği bir senede, S&P500’ün Nasdaq endekslerine göre de daha iyi kaldığını takip ettik.
- 2021 senesinde tahvil faizlerinde gördüğümüz yükselişin, öngörülebilir büyüme profiline sahip ve ciddi miktarda kar üreten dev teknoloji şirketlerinin hisselerine sınırlı yansımaları, ancak spekülasyon beklentilerle fiyatlanan teknoloji şirketlerinin hisselerinde sert satış baskısına neden olması endeksler arasındaki performans farkının temel sebebi idi. S&P500’de **güçlü performans gösteren dev teknoloji şirketleri yoğun ağırlıkta iken**, daha zayıf performans gösteren spekülasyon büyüme odaklı şirketlerin ağırlığı Nasdaq endekslerine göre çok daha düşük.

### **2022 beklentilerimize bakarsak...**

**Ana endekslere yönelik baz senaryomuz Kasım ve Aralık aylarının güçlü geçmesi ve 2022 başında aşağı yönlü hareketlerin ön plana gelmesi idi.** Halen de bu beklentimiz devam ediyor. Aralık ayında yatırımcıların sene sonu rehaveti ile bazı riskleri göz ardı ettiklerini ve daha önce de belirttiğimiz aşağıdaki bazı etmenlerin de desteğiyle hisse senetlerinin rekor seviyelere tırmandığını gördük.

- **Fon yöneticilerinin %26 yükselmiş bir endeksin gerisinde kalarak** sene sonunda ekstra risk almaları ve beta kovalamaları. 2021 senesinde bir çok yakından takip edilen hedge fonun endeks getirilerinin oldukça gerisinde kaldıklarını izledik.
- Şirketlerin rekor seviyelerdeki hisse geri alımları. **Üçüncü çeyrekte S&P500 şirketleri \$234,5 milyarlık geri alımla rekor kırarlarken**, dördüncü çeyrekte de bu alımları devam etti.
- Mevsimsel olarak senenin son iki ayı, hisse senetlerinin güçlü performans gösterdiği ve tatil sezonu optimizminin ön planda olduğu bir dönem.
- Omicron varyantının korkulandan daha hafif semptomlara neden olmasıyla ekonomiye etkisinin sınırlı olması ve kitle başışıklığına yaklaşılacağı umudu.

### **2022 senesi başında sert bir düzeltme görebiliriz. Sonrasında enflasyon ve büyümedeki hız kaybı ve finansal piyasalar olası bir türbülans, FED’in şahin duruşunu yumuşatmasına neden olabilir...**

**Büyümenin ivme kaybetmesi ve sıkılaştırılan para politikası** bizim 2022 senesi için riskli varlıkların önünde gördüğümüz en önemli iki risk. Her ne kadar bu iki faktöre yönelik haber akışı risklerin arttığına işaret etse de, Aralık ayında yatırımcılar bu konuları kör noktalarına almayı tercih ettiler. 2022 başlarında bu faktörleri de göz önüne alarak, yatırımcıların portföylerinde bir dengelemeye gittiklerini görebiliriz.

**Ocak ayı başında bu sene satış baskısı altında kalmış spekülasyon hisselerde bir miktar alım görebiliriz.** Özellikle **Ocak ayı etkisinden** fayda görecek hisseler; ufak ölçekli şirketler ve Aralık ayında “tax loss selling” olarak

adlandırılan vergisel nedenlerle satılan, senenin kaybettirenlerinin bir kısmı tekrar alınacaktır. Muhtemel olarak **Ocak ayı sonlarında biz endekslerde aşağı yönlü hareketlerin ön plana gelebileceğini düşünüyoruz.**

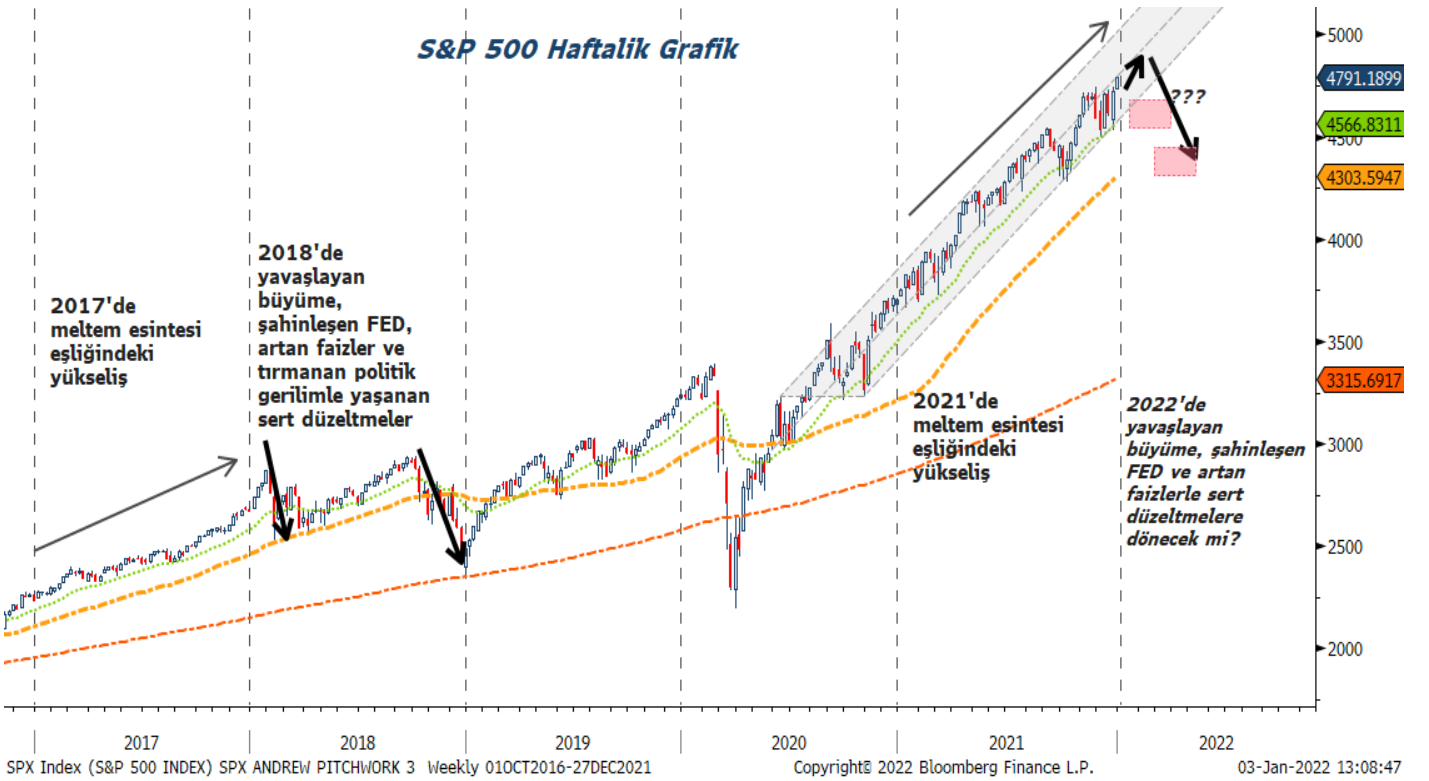
Ancak **bu yaşanacak olası düşüş hareketi, henüz yeni bir ayı piyasasının başlangıcı olmayacaktır** ve yakın gelecekte kar üretebilecek bazı seküler büyüme hikayelerinde cazip alım fırsatları yaratacaktır. 2021 senesinde endekslerin güçlü performanslarının arkasındaki **en önemli dinamo olan, şirket karlarının beklenti üzerinde büyümesi ve yükselen enflasyon ortamında bile şirketlerin kar marjlarını korumaları**, hatta fiyatlama gücünün de etkisi ile kar marjlarını açmaları, 2022 senesinde de hisse senetlerine yardımcı olacaktır. Şirketlerin nakit miktarının rekor seviyelerde seyretmesi de, hisse geri alımları ve şirket alımları aktivitesinin canlı kalmasına neden olacak olumlu bir diğer faktör. **Dolayısıyla Ocak ayına bir miktar kenara nakit ayırarak girmek ve ilk çeyrekte yaşanabilecek düşüşleri, seçici davranmak koşulu ile alım fırsatı olarak kullanmak aktif yatırımcılar için makul bir strateji olabilir.**

Burada biz **FED'in de finansal piyasalarda çıkabilecek sert çalkantılara hassas davranacağını** ve son dönemde şahinleşen tutumunu yumuşatabileceğini düşünüyoruz. Özellikle büyümedeki düşüş ve enflasyonda beklediğimiz hız kaybı FED'i bir noktada daha güvercin mesajlar vermeye itebilir. Bu da riskli varlıklara olumlu yansıtacaktır. **Enflasyonda tepe seviyeleri görmüş olabileceğimizi düşünmemizin ve ilk çeyrekte bir yavaşlama beklememizin** bazı sebepleri arasında; petrol ve tarımsallardaki düşüşler, Çin'de ÜFE baskısının hafiflemesi, araç fiyatlarının artan arzla gerilemesi, Biden'ın BBB planı önündeki sıkıntılar, normalleşen tedarik zinciri ile üretim artışı ve omicron dalgasının sınırlı ve geçici de olsa talepte yaratacağı olumsuz etki gibi faktörler var. Nitekim enflasyon beklentilerini gösteren başabaşların getirileri kısa vadelerde daha yüksek iken, uzun vadede rahatlama var.



**2018 senesi ile temel dinamiklerde şaşırtıcı benzerlikler var...**

2022 başı ile 2018 senesi arasında önemli benzerlikler var. 2017'de düşük volatilité ile risklere kayıtsız şekilde yükselen hisse senetleri, 2018 senesi başında sert bir düzeltmeye maruz kalmışlardı. **Aynı bu dönemde olduğu gibi yavaşlayan büyüme, artan politik riskler ve sıkılaşılan para politikası riskli varlıklara sene başında sert bir düzeltme getirmişti.** Böylelikle 2017'deki kayıtsızlık tersine dönmüş ve 2018'de yaşanan iki sert düşüş sonrasında endeksler seneyi tek haneli eksi bir performansla kapatmışlardı. 2018'deki ek bir risk de Trump hükümetinin Çin ile başlattığı ticaret savaşları gerilimi idi.

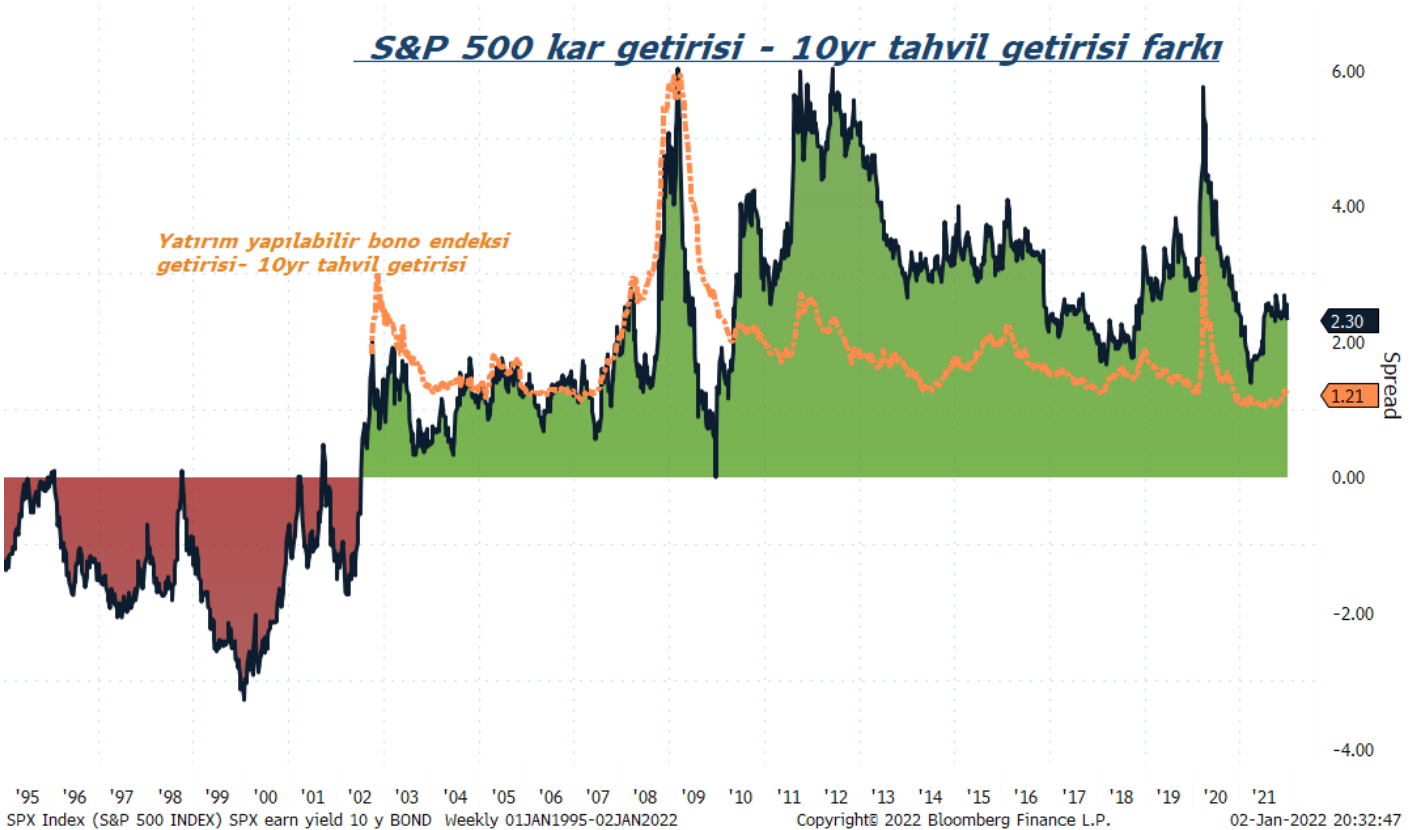


2018 senesinin Şubat ayında artan faizlerin yarattığı panikle beraber, 5 Şubat 2018'de Dow Jones Sanayi Endeksinde 1,175 puanlık rekor bir düşüş yaşamış ve sonraki günlerde de geri çekilme endeksin 50 günlük hareketli ortalamasına kadar devam etmişti. **2022 senesinde de benzer dinamiklerle (yavaşlayan büyüme ve sıkılaşılan bir FED) hisselerde %8-10 bandında bir düşüş ve faizlerde hızlı yukarı hareketler görebiliriz.**

Ocak ayında olası bir aşağı yönlü harekette **4,500-4,550 bandı ve altında 4,300 seviyeleri** endeks için izleyeceğimiz ilk önemli destek seviyeleri olacak. Yatırımcıların çok az sayıda hisse senedinde yoğunlaşmış olmaları ve son rallide katılımın sınırlı sayıda hissede olması (endeks yükselirken, 52 haftanın en düşüğünde olan hisse sayısı bazen en yüksekinde olanlardan fazla idi), SKEW ve VIX endeksleri arasındaki ciddi ayrışma, bono piyasalarındaki olumsuz sinyaller de bize göre kırılabilirliği arttıran faktörler. Aralık ayında yukarıda bahsettiğimiz gibi, bazı hisselerde yapılacak vergisel ve kozmetik amaçlı satışların, **Ocak başında tekrar alıma dönmesi bir miktar endekse destek olabilir ancak Ocak ve Şubat ayları bizim oldukça dikkatli olunması ve risk yönetiminde hassas yapılması gerektiğini düşündüğümüz aylar.**

**Sonuç olarak 2022 senesi**, hisse senedi piyasalarında volatilitenin daha yüksek olduğu, sene başındaki sert düzeltmelerin alım fırsatı yaratacağı ve aktif stratejilerin daha ön planda olacağı bir sene olabilir.

- Tüketicilerin sağlıklı finansal durumu ve ekonomide açılmanın devam etmesinin olumlu etkileri ile S&P500 endeksinde kar büyümesi yavaşlasa da olsa devam edecektir. 2022 sonu için hisse başına kar beklentimiz \$235 ve %10 civarında büyüme. **Ancak bu kar büyümesi, sıkılaştan finansal koşullar dolayısıyla çarpan daralmasına yedirilebilir ve endeksin ileri kar çarpanı 19-20 bandına gerileyebilir.** Bu da 2022 sonu için **4,700** seviyesi etrafında bir hedefe karşılık geliyor.
- Dolayısıyla baz senaryomuz S&P500'ün 2022 senesinde inişli çıkışlı bir seyir sonrasında yataya yakın, belki de tek haneli bir düşüşle seneyi tamamlaması yönünde. Sıkılaştan finansal koşullar göz önüne alındığında tembel paranın ve pasif endeks yatırımcılarının istenen getiriye sağlayamadığını, ekstra getiriye sağlayacak faktörün ise sene içerisinde yaşanan düzeltme hareketlerinde doğru hisse ve sektör seçimleri olarak şekillendiğini görebiliriz. Aynı zamanda son senelerde geride kalan değer hisseleri, market nötr stratejiler ve hedge fonlar da daha iyi getiriler sağlayabilirler.
- Şirketlerin kar büyümesinin devam etmesi ve faizlerin yükselse de, tarihsel ortalamaların oldukça altında seyretmeleri, hisse senetleri için halen destekleyici faktörler. **Aşağıda görüldüğü gibi tahvil faizlerinin getirileri ile hisse senetlerinin kar getirisi arasındaki fark, halen hisseleri avantajlı kılıyor.** Burada 10 yıllıkların faizlerinin %3 ve üzerine gitmesi, hisse senetlerinden büyük bir kaçıışı tetikleyebilir. Ancak biz FED'in bu faiz seviyelerine önümüzdeki iki üç senede ulaşamayacağını düşünüyoruz.

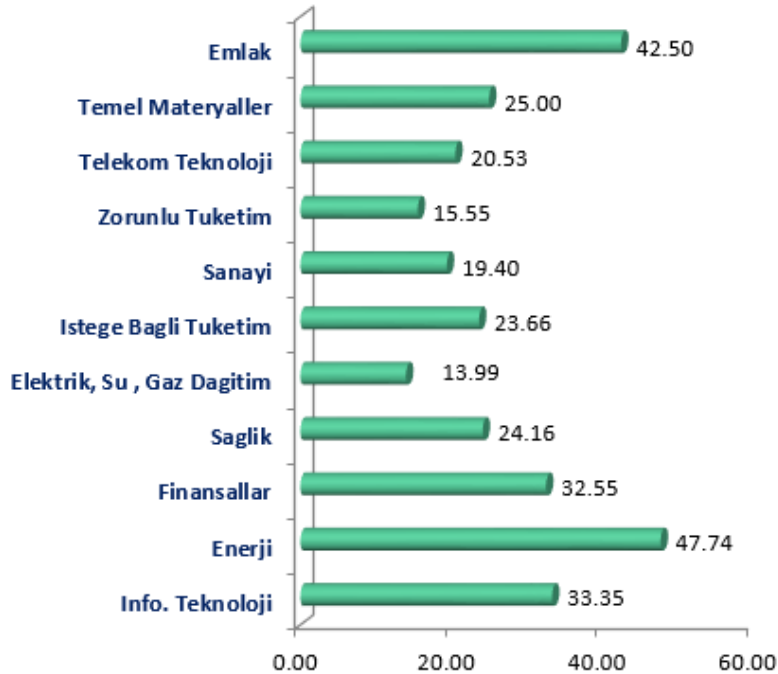


**Sektörlerin ve hisse gruplarının 2021 performanslarına ve 2022 beklentilerimize bakarsak...**

Enerji her ne kadar petrol ve gaz fiyatlarındaki sert yükselişlerin yardımı ile en güçlü performans gösteren sektör olsa da, endekslerdeki ağırlığının son senelerde oldukça düşük seviyelere gerilemesi dolayısıyla endeks performansına etkisi sınırlı idi. **Enerji sektörü, değerlendirme çarpanları göz önüne alındığında geçmişe göre ucuz kalan nadir sektörlerden bir tanesi**, ancak biz petrol fiyatlarının **2022 senesinde yukarı hareketinin sınırlı olacağını düşündüğümüz** için sektördeki yukarı performansın da (alternatif enerji kaynaklarına kayış ve ESG fon akımlarının da etkisi ile) sınırlı olacağını düşünüyoruz.

**Dev teknoloji şirketleri** 2021 senesinde yaratılan güçlü gelir ve kar büyümesinin yardımı ile iyi performans gösterdiler. Özellikle **bu şirketlerin seküler büyüme alanlarının giderek günlük hayatın vazgeçilmez bir parçası haline gelmeye başlaması** ile kar beklentilerinin daha öngörülebilir ve büyümenin sürdürülebilir olması, yüksek değerlemelerini daha makul hale getirdi ve ana endekslerdeki yükselişlerin temel kaynağını oluşturdu. (Amazon:cloud+e-ticaret, Microsoft:cloud+gaming+software, Nvidia:veri merkezleri+oyun+büyük veri analitiği, Google: internet arama+yapay zeka, Facebook:sosyal medya reklam, Apple:hardware+aplikasyon ekosistemi). **S&P500 endeksinin yaklaşık %25'ini oluşturan ve endekste en büyük ağırlığa sahip 6 dev şirketin ortalama 2021 getirisi %47 olurken**, burada Amazon %2,38 ile en zayıf, Nvidia ise %125,29 yükselişle en güçlü performansı gösterdi. Amazon, pandemi etkisinin zayıflaması ile e-ticarete olan ilginin azalması, yatırımlara hız verilmesi ve artan maliyetlerin e-ticaret tarafındaki dar kar marjını zorlaması ile iki çeyrek zayıf rakamlar açıklayarak yatırımcılarda hayal kırıklığı yarattı. Nvidia ise, gelirlerinin %40'ından fazlasını elde ettiği veri merkezleri tarafındaki güçlü büyüme, oyunlardaki dominant pozisyonu ve otonom sürüş,AI, Metaverse gibi alanlardaki ayak izinin yarattığı heyecanın katkısı ile endekste \$1 trilyon büyüklük barajını zorlayacak bir sonraki hisse olduğu işaretlerini verdi.

**S&P 500 Sektörlerinin 2021 Getirileri**

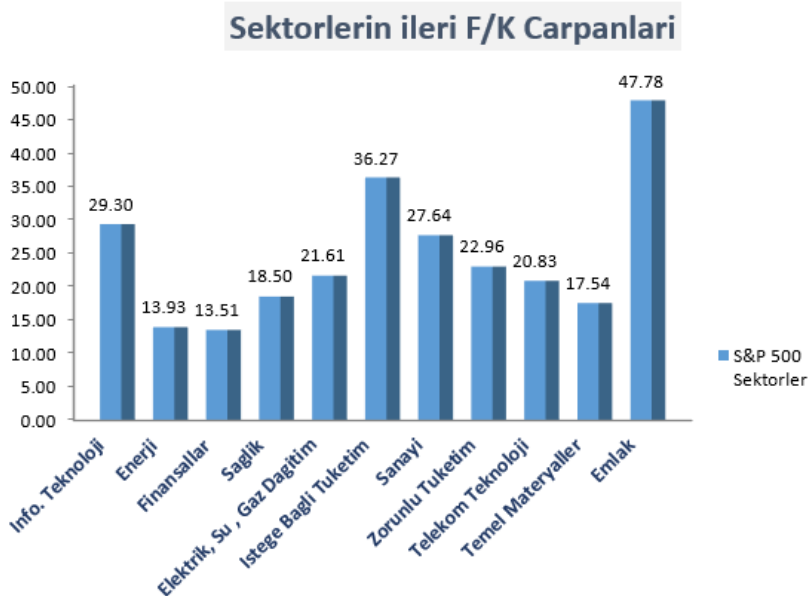


Nvidia bu şirketler arasında bize göre uzun vadede en hızlı büyüme potansiyeline sahip şirket ve en yüksek kar çarpanlarıyla(2022s 67,80 ileri F/K) işlem görüyor.Dolayısıyla 2022 başında yükselen faizler eşliğinde gelebilecek bir düzeltmeden de en olumsuz etkilenecek dev teknoloji hissesi olabilir. Ancak biz şirketin uzun vadeli potansiyelini çok beğeniyoruz ve hissede ilk çeyrekte yaşanabilecek volatilitenin alım fırsatları yaratacağını düşünüyoruz.

Emtia üreticilerini, imalat sanayinde kullanılan hammaddeleri ve ara mamülleri de içerisine alan malzeme üreticilerini kapsayan **temel materyallar**, değerlendirme anlamında geride kalmış alanlardan bir tanesi. Grup içerisinde genellikle hammadde ve maden üreticileri güçlü performans gösterirken, bu hammaddeleri üretimlerinde kullanan, ara ve nihai mal üreticileri daha geride kaldı. Burada biz **özellikle değerli metal ve baz metal üreten maden üreticilerinin cazip seviyelerde işlem gördüklerini ve önümüzdeki dönemde daha güçlü performans gösterebileceklerini düşünüyoruz.**

**Defansif sektörler(elektrik,su,gaz dağıtım, zorunlu tüketim...) 2021’de oldukça geride kalırlarken**, sağlık sektörü bu alanda relatif güçlü performans gösterdi. Özellikle ilaç şirketlerindeki yukarı yönlü hareketler sektör endekslerini yukarı taşıırken, biz de son dönemde sıklıkla sektörün gerek defansif gerekse de ofansif karakterini göz önüne alarak, bu dönem için cazip bir risk/getiri profiline sahip olduğuna değiniyoruz.

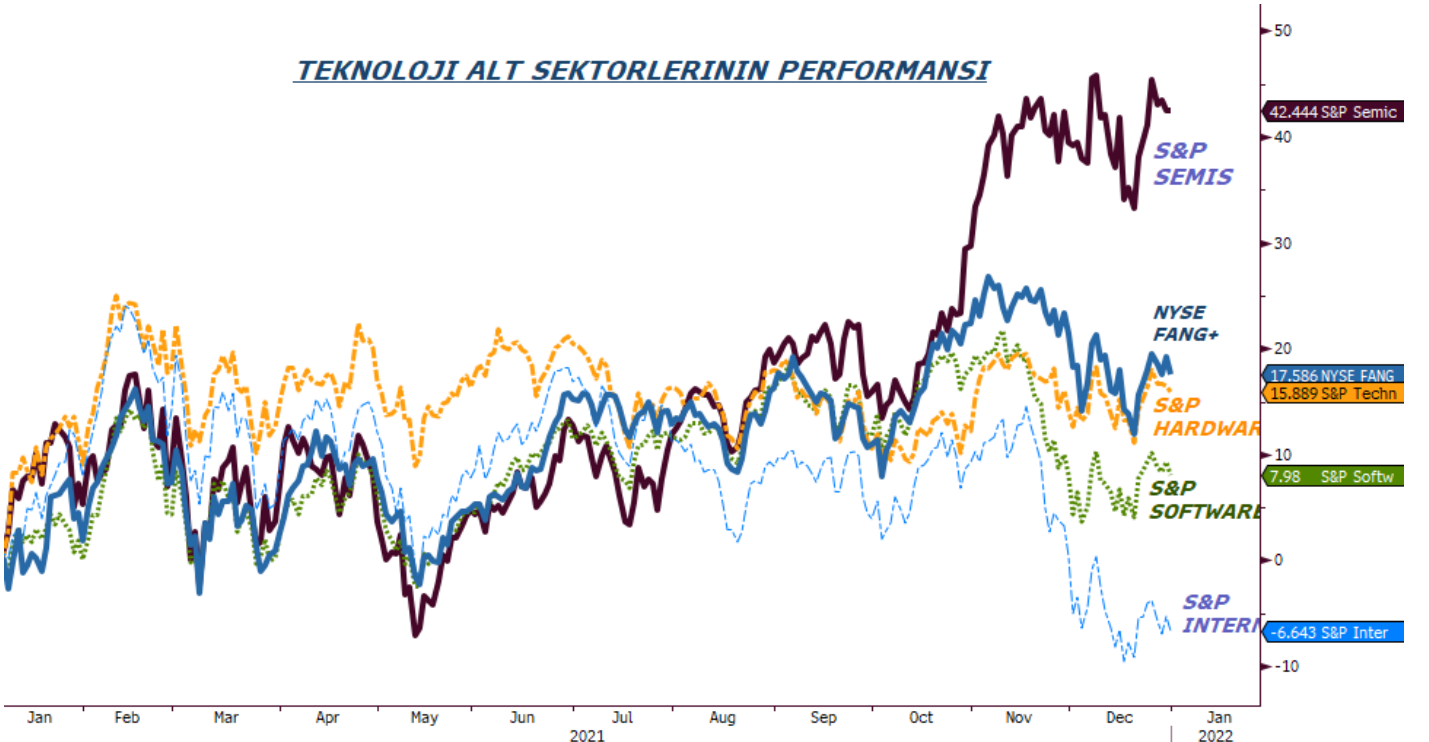
**Finansallar** ve Enerji gibi sektörlerin daha yüksek ağırlığının bulunduğu Russell 1000 Değer endeksi, bu iki sektörün güçlü performansından en çok fayda gören endeksler arasında idi. Aşağıdaki grafikte de görüldüğü gibi bu iki sektör 2021 sonu kar tahminlerine göre en ucuz Fiyat/Kazanç çarpanlarına sahip ve bu anlamda "değer" odaklı endekslerde de ağırlıkları daha yüksek. Finansallar özellikle önümüzdeki senenin ilk yarısında, getiri eğrisinin bir miktar dikleşmesinden fayda görecektir. Hanehalkının finansal sağlığının güçlü kalmaya devam etmesi ve büyümenin yavaşlayacak olsa da güçlü kalması da bu sektörün, **2022’de relatif güçlü performans gösterecek sektörler arasında kalmasına yardımcı olabilir.**



**2022 senesi için biz teknoloji tarafında volatilitenin oldukça yüksek kalmasını ve alt sektörler arasında ayrışmanın artmasını bekliyoruz.** Teknoloji altında en güçlü performans gösteren alanlar yukarıda bahsettiğimiz mega-cap teknoloji şirketleri ve çip sektörü idi.

- **Çip tarafında ani artan talebe üreticiler yetişmekte zorlandılar.** Pandemi döneminde hızlanan hardware satışlarının yarattığı güçlü talep ile üreticiler ürün gamlarını daha yüksek katma değere sahip olan bu alana kaydırırlarken, ekonomideki açılma ile beraber döngüsel sektörlerden (otomotiv gibi) gelen talebin de eklenmesi ve tedarik zincirindeki sıkışmalar, sektörde arz darlığı yarattı ve özellikle analog çip üreticilerindeki üretim sıkışıklığı bu alandaki şirketlerin fiyatlama gücünü arttırdı. Böylelikle çip hisselerine ilgi artarken, gelen güçlü kar rakamları da hisselerdeki yükselişi haklı kıldı.
- **Software** tarafı, pandemi döneminde çok güçlü performans göstermiş ve 2020'nin ikinci ve üçüncü çeyreğinde kar büyümesi gösteren nadir alanlardan bir tanesi olmuştu. Ancak baz etkisinin de etkisi ile 2021'de bir miktar geride kaldı. Hardware tarafı tüketim harcamalarının sağlıklı kalması ile iyi performans gösterdi. İnternet ise en zayıf performans gösteren alandı. Burada ekonomideki açılma ile beraber e-ticarette kısa vadeli bir zayıflama yaşayabileceği endişeleri, tedarik zincirindeki sıkıntılar ve grup hisselerinin relatif yüksek değerlendirme çarpanları zayıf performansın nedenleri idi.
- **2022 senesinde üretimdeki artış ve tedarik zincirindeki rahatlama ile beraber, çip hisselerinin bu kadar güçlü performans göstermediğini ve software tarafının daha defansif karakteri ile artan faiz ortamında relatif güçlü performans gösterdiğini takip edebiliriz.** Özellikle bulut bilişim odaklı, dijital dönüşüme dayalı iş planı olan ve karlılığı ufukta görülen şirketler cazip getiriler sağlayabilirler.

### TEKNOLOJİ ALT SEKTÖRLERİNİN PERFORMANSI



SPSISC Index (S&P Semiconductors Select Industry Index) Tech sub sectors Daily 31DEC2020-02JAN2022

Copyright© 2022 Bloomberg Finance L.P.

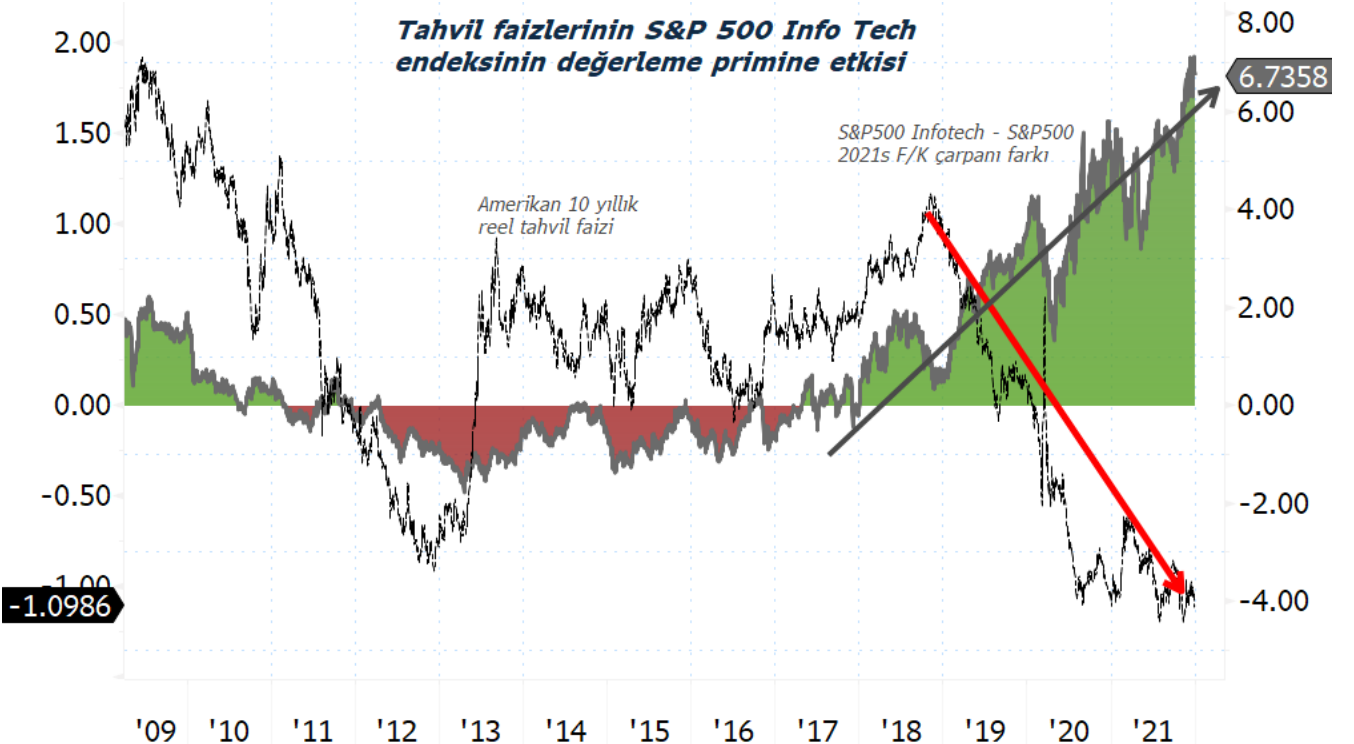
02-Jan-2022 20:04:43



**2022'de faizlerdeki yükseliş, büyüme odaklı yatırımlarda daha seçici olmayı gerektirecek...**

Önümüzdeki dönemde faizlerdeki yükselişin devamı ve FED'den gelecek parasal sıkılaştırmaya yönelik mesajlar, ilk etapta büyüme odaklı hisseleri ve teknoloji hisselerini olumsuz etkileyecektir. Buraya sektörlerinde yıkıcı dönüşüme yol açabilecek, yenilikçi iş yapma şekillerini benimseyen, hızlı büyüyen ve pahalı çarpanlarla işlem gören diğer şirketleri de dahil ediyoruz. Bu şirketlerin değerlemelerinin iskonto oranlarının düşük kalmasından fayda görmesi ve faizlerdeki artışın yatırımcıların spekülasyon risk iştahını törpülemesi dolayısıyla, 2022 senesi başında hisselerinde sert hareketler görebiliriz. **Özellikle kar ve nakit yaratma beklentisi uzak gelecekte olan ve geleceğe yönelik heyecan verici hikayelerle değerlendirilen alanlarda (elektrikli araçlar, metaverse, robotlar, otonom sürüş, genomik, yapay zeka, hidrojen ekonomisi gibi) ilk çeyrekte yaşanabilecek genele yayılan sert düşüşler**, doğru seçilmiş bazı hisselerde çok cazip alım fırsatları yaratacaktır.

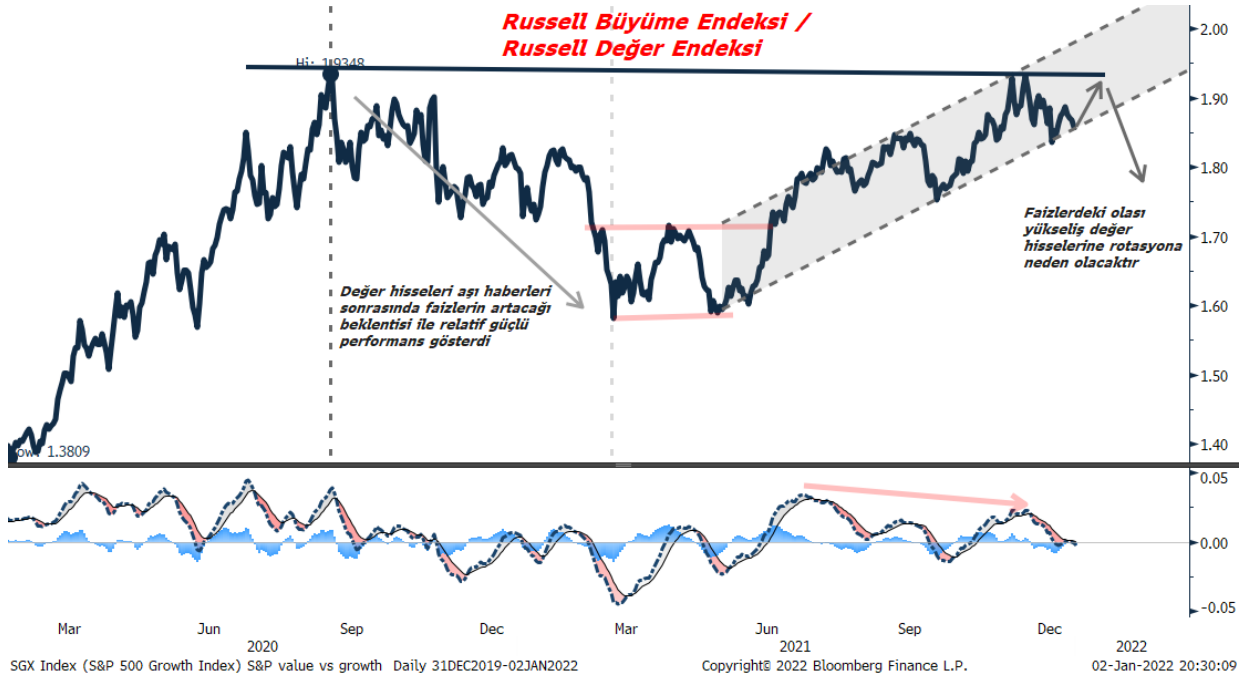
- **Faizlerin düşük, likiditenin bol kalması "hyper-growth" olarak tanımlanan çok hızlı büyüyen ancak kar üretmeyen şirketlere son senelerde yatırımcılar tarafından ciddi bir kredi açılmasına ve büyüme patikasındaki engellere daha toleranslı ve sabırlı davranılmasına yol açmıştı.** Ancak önümüzdeki dönemde faizlerdeki artışla beraber paranın zaman değerinin önem kazanması, yatırımcıları büyüme hikayelerinin gerçeğe dönmesi konusunda çok daha sabırsız ve seçici davranmaya itecektir. 2020 senesinde hep beraber yükselen büyüme hikayeleri, 2021'de bir miktar ayrılmıştı, 2022'de bu ayrışma daha da artacaktır. Böylelikle sadece akıntının yardımı ile giden hisseler dururlarken, kendi çabaları ile ilerleyen ve gerçekten güçlü büyüme dinamiklerine sahip hisseler öne çıkacaklardır. Yatırımcıların da özellikle **büyüme odaklı yatırımlarda, FAVÖK bazında da olsa kar üretme beklentisi önümüzdeki 2 veya 3 sene içerisinde** olan ve bu beklentiyi karşılama konusunda bilanço dönemlerinde hayal kırıklığı yaratmayan şirketleri ön plana almalarında bize göre fayda var.



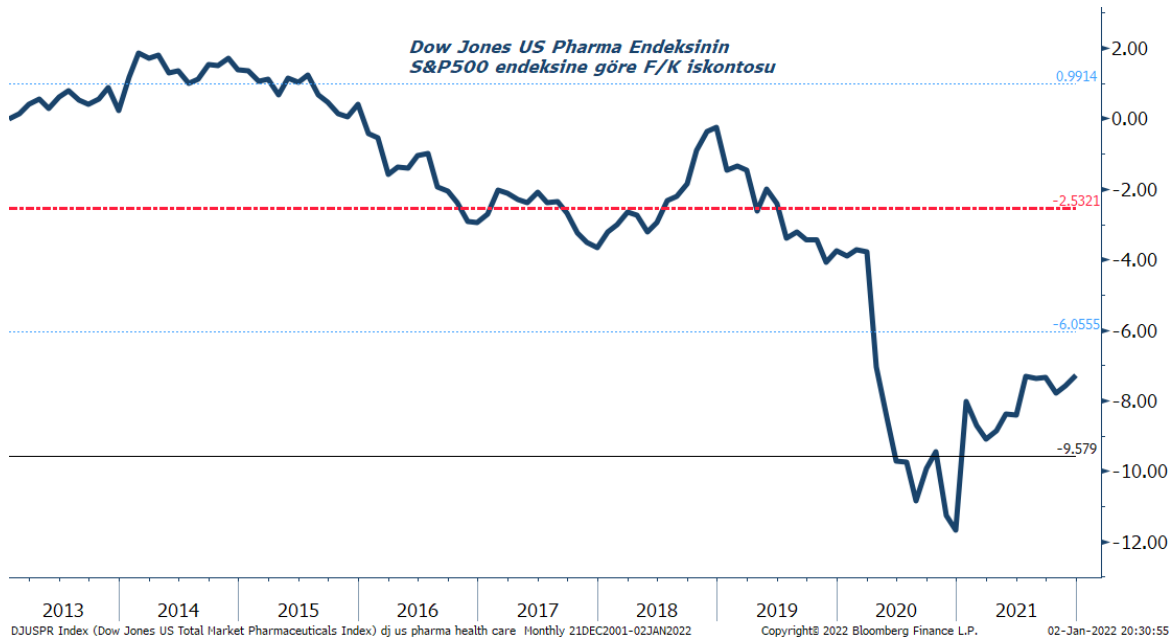
SSINF Index (S&P 500 Information Technology Sector GICS Level 1 Index) tech vs SPX Best P/E Daily 07APR2009-02JAN2022 Copyright© 2022 Bloomberg Finance L.P. 02-Jan-2022 20:25:59

**Döngüsel ve değer hisseleri ön planda kalırken, faizlerdeki artış ilk yarıda büyüme odaklı hisselerin geride kalmasına yol açabilir...**

Büyüme odaklı hisseler her ne kadar kolay kolay son on senede ellerinde tuttıkları liderliği bırakmasalar da, faizlerin ani yükseldiği bir ortamda, düşük çarpanlarla işlem gören, sıkıcı, defansif karakterli değer şirketlerinin, heyecan veren büyüme hikayelerine göre daha güçlü performans gösterdikleri unutulmamalı.

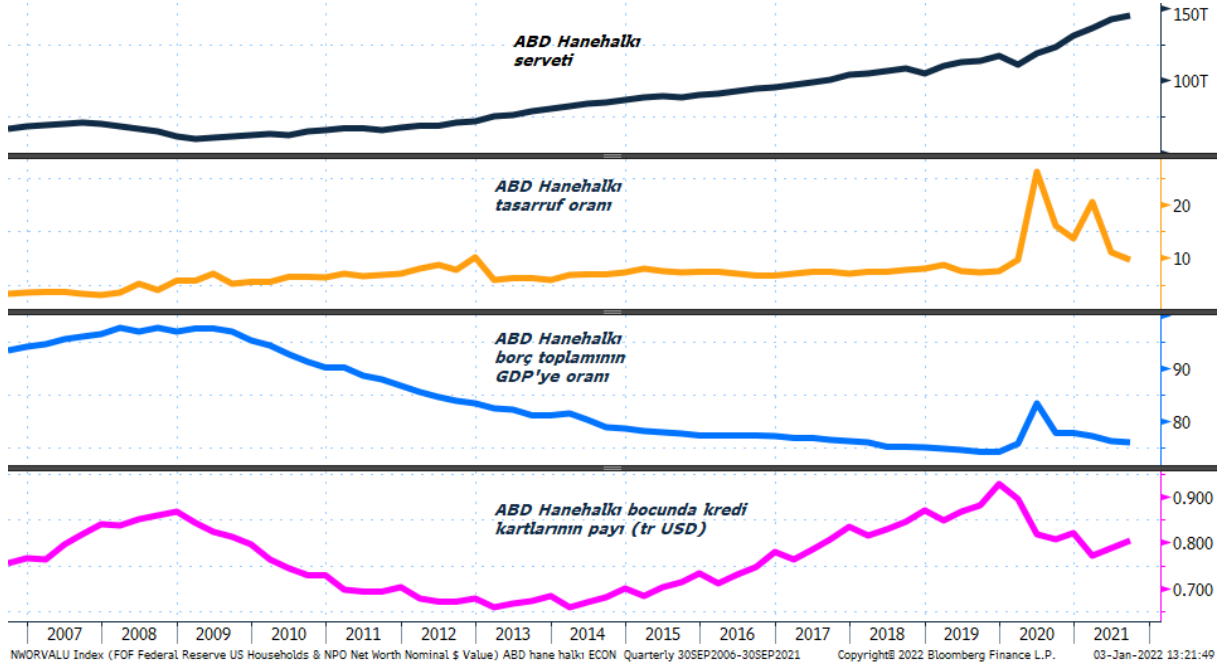


Dolayısıyla **2022 senesinin özellikle başlarında değer odaklı hisselerle yukarı yönlü hareketlere katılmak** ve aşağı yönlü düşüş potansiyelini de böylece sınırlı tutmak bize göre mantıklı. **Sağlık sektörü** bu anlamda düşünülecek bir alan; özellikle dev ilaç şirketleri, cazip temettülerinin ve defansif karakterlerinin yanında büyüme potansiyelleri ve relatif ucuz değerlemeleri ile son dönemde yaşanan yükselişe rağmen halen cazip seviyelerde.

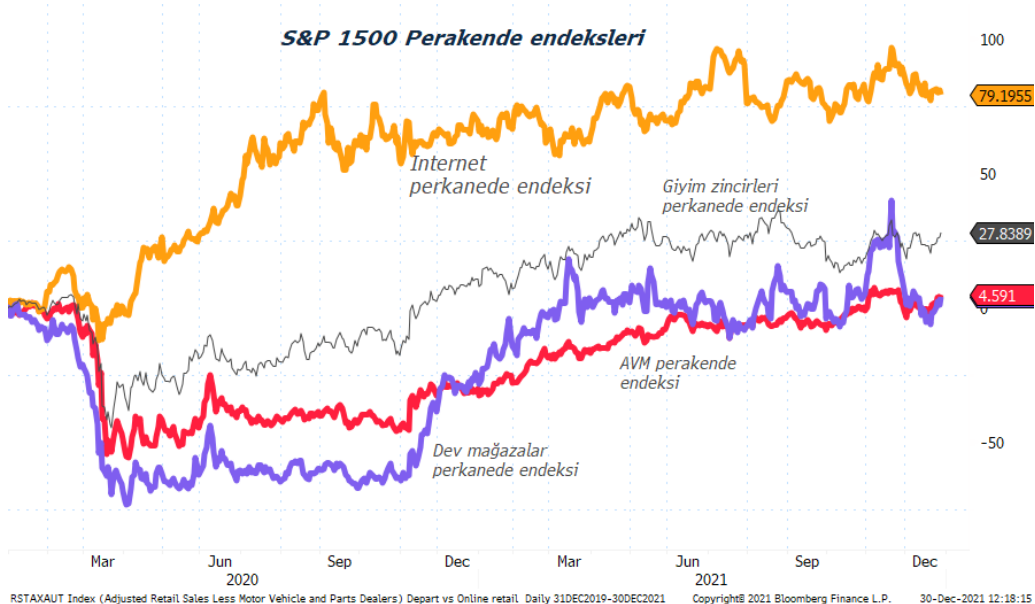


**ABD'de güçlü kalan tüketim harcamaları, döngüsel hisseleri desteklemeye devam edebilir...**

**Amerikan hanehalkının finansal sağlığının güçlü kalmaya devam etmesi, tüketim harcamalarını destekleyecektir.** Konut fiyatlarındaki ve hisselerdeki hızlı yükselişin yarattığı zenginlik efekti, ücretlerdeki artış, ekonomiye olan güvenin harcama eğilimine desteği ve halen uygun finansal koşullarda tüketicilerin ciddi miktardaki tekrar borçlanma kapasitesi, ABD ekonomisinin %70'ini oluşturan tüketim harcamalarına destek olacak faktörler.



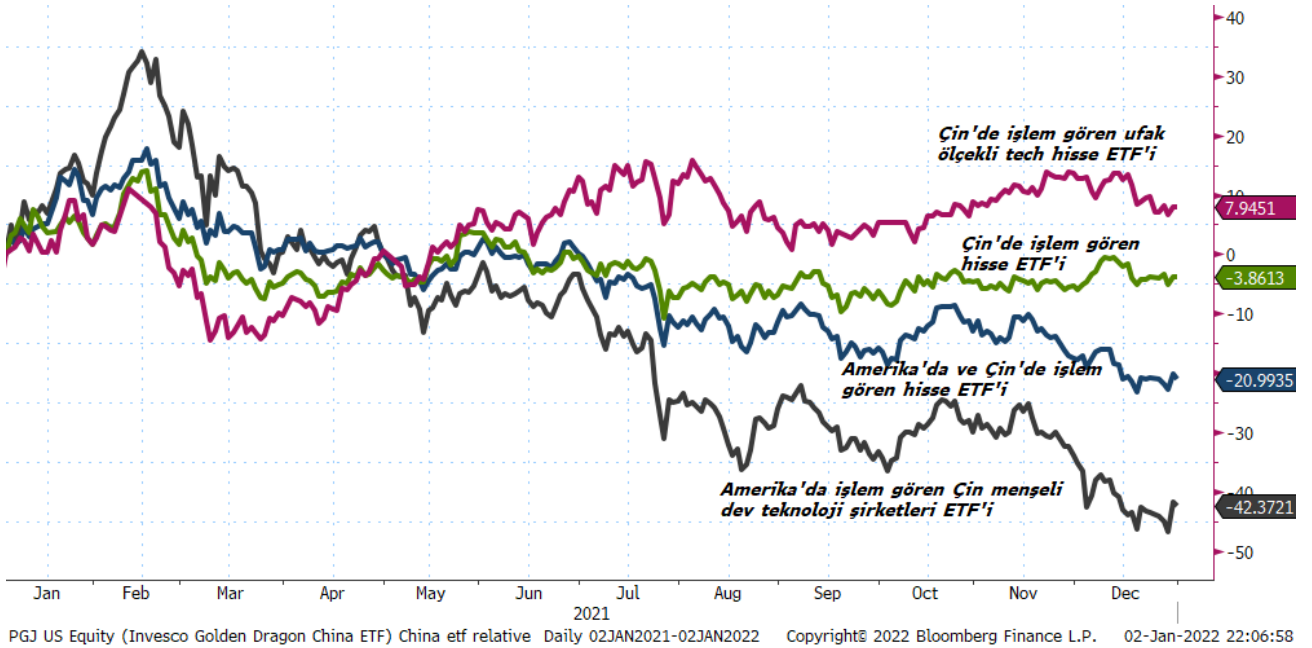
Kısa süreli olmasını beklediğimiz Omicron varyantı kaynaklı yavaşlama sonrasında, tekrar tüketim odaklı sektörler canlı kalacaktır. **Mağaza perakendeciliği, havacılık, seyahat, restoran ve oteller, sinemalar ve oyun parkları** gibi hizmet sektöründeki şirketler, 2022 senesinde iyi performans gösterebilirler. Bizim halen perakendeciler arasında gerek bilançodaki varlıklar, gerekse de ucuz kar çarpanları ile cazip değer hissesi olarak gördüğümüz şirketler var. Burada mağaza perakendeciliği ağırlıklı faaliyet gösteren, giderek e-ticaret gelirleri büyüyen ve kar marjlarını açan, ürünlerine tüketicilerin fiyat hassasiyetinin düşük olduğu markaları ön plana almakta fayda var.



Aynı zamanda “discounter” olarak tabir ettiğimiz, daha ucuz fiyatlı ve seri sonu ürünleri satan, yukarıdaki grafikte giyim zincirleri endeksi içerisinde gösterilen, ekonomik döngülere daha korunaklı ve tasarruf oranları aşağıya indiğinde de güçlü performans gösteren bazı perakende zincirlerde de fırsat görüyoruz. Tasarruf oranlarındaki düşüş de, bu zincirlere olumlu yansımaktır. Yeme-içme sektöründe faaliyet gösteren ve yeni trendleri yakalayan, hatta bu trendleri oluşturan ve teknoloji şirketleri kadar hızlı büyüyen bazı restoran zincirleri ve gıda şirketleri de büyüme odaklı yatırımlar arasına alınabilir. **Havacılık** tarafında biz havayolları şirketleri yerine uçak ve uçak parçaları üreten ve uçak kiralama hizmeti veren şirketleri, havayolları şirketlerine tercih ediyoruz. Havayollarının sermaye yoğun, rekabetçi, düşük marjlı iş yapısı ve petrol fiyatlarına olan bağımlılığı, bizim sektörde çok az sayıda şirketi beğenmemize yol açıyor.

### Çin piyasalarında bir toparlanma görebiliriz...

2021 senesi Çin menşeli dev teknoloji şirketleri için oldukça kötü bir dönemdi. Şubat ayında faizlerdeki artışla büyüme odaklı hisselerde yaşanan satış baskısı Çin menşeli teknoloji şirketlerini de aşağıya çekerken, sonrasında Biden hükümetinin Trump'ın başlattığı Çin'e yönelik sert tutumu devam ettireceğinin anlaşılması ve dev bir aile ofisinin Çin odaklı hisselerinin likide edilmesi ile beraber satışlar devam etti. Esas olarak ise 2020 senesinin sonlarında Alibaba odaklı başlayan ve 2021 senesi boyunca devam eden Çin hükümetinin bazı sektörlerde ve özellikle ülke dışında halka açık olan dev şirketleri kontrol altına almaya yönelik adımlarını hızlanması, bu şirketlerdeki kötü performansın ve Çin endeksleri arasındaki ayrışmanın temel sebebi idi.



Çin ekonomisine yönelik kaygılar ve Evergrande krizinin konut piyasasındaki etkisi de hisseler üzerinde baskı oluştursa da, yukarıdaki grafikte **hisse grupları arasında ayrışan performanslardan görüldüğü gibi Amerika'da işlem gören ve hükümet regülasyonlarının odağındaki dev Çin şirketlerinin en kötü performansı göstermesi, hisselerde ana baskı faktörünün temel dinamikler değil, hükümetin yarattığı politik risk ve Amerika borsalarından çıkarılma korkusu olduğunu görüyoruz.** Çin hükümetinin agresif adımları sonrasında Amerika piyasalarının derinliğinden ve likiditesinden fayda görmek için ABD'de halka açılarak büyük

miktarda kapital çeken Çin odaklı teknoloji şirketlerinin yatırım yapılabilir olup olmadığı sorgulanırken, yatırımcılar temel dinamikleri çok daha sağlam olan bu şirketleri değerlerine bakmadan sattılar ve Çin borsalarında işlem gören daha spekülative ve daha riskli şirketlerde alıma gittiler. Ancak 2022 senesinde yukarıdaki grafikteki performansların tersine döndüğünü görebiliriz.

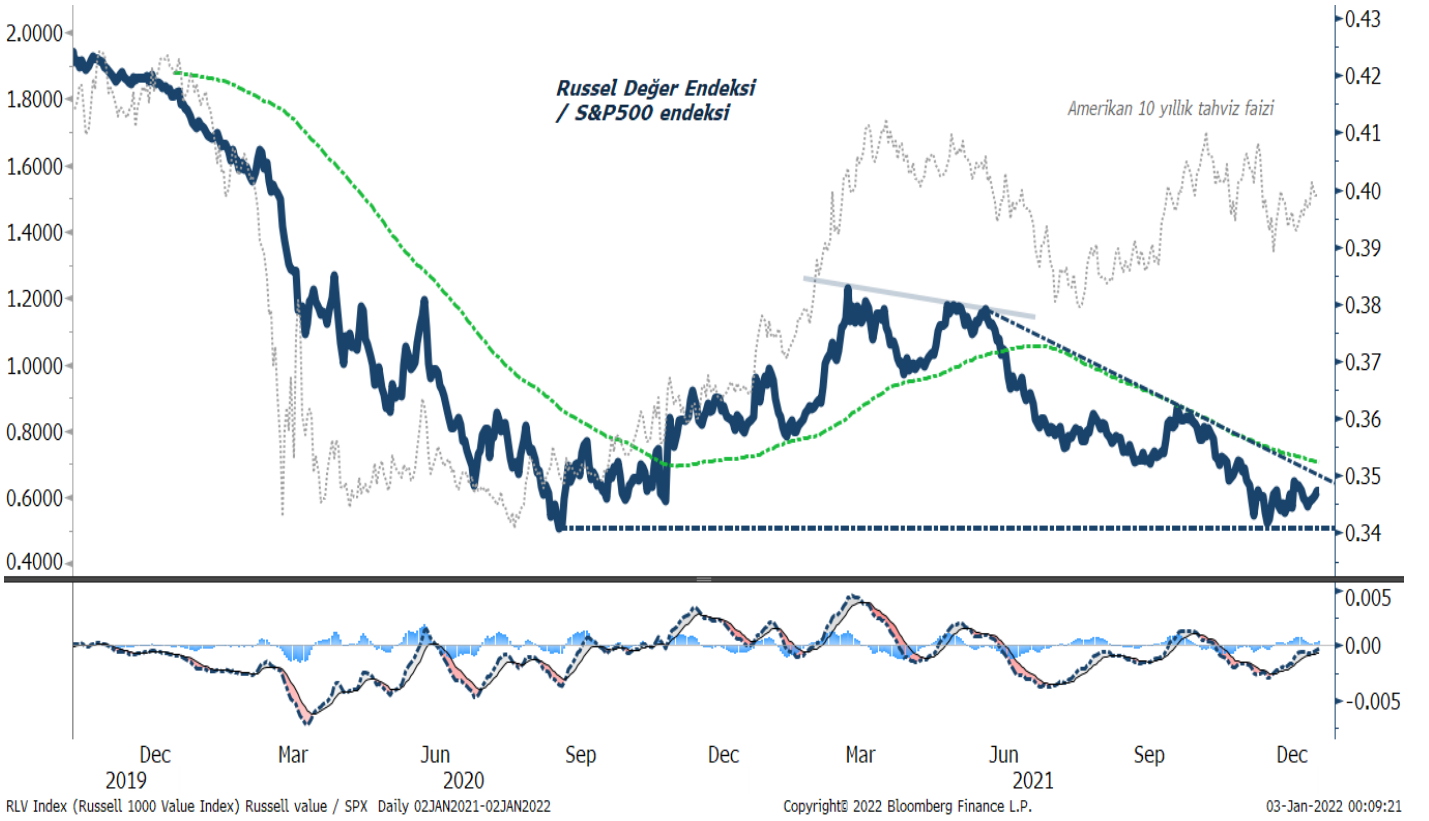
Çin hükümetinin ve merkez bankasının büyümedeki yavaşlamaya engel olmak ve konut piyasasındaki riskleri sınırlamak için para ve maliye politikalarında genişlemeye gitmesi, önümüzdeki dönemde Amerika ve Avrupa'da büyüme yavaşlarken ve para politikaları sıkılaştırılırken, Çin'in relatif güçlü kalmasına neden olabilir. Her ne kadar omicron ve ülkenin zero-Covid politikasına yönelik aldığı önlemler bir risk oluştursa da, Çin'den gelen son veriler imalat rakamlarında toparlanma, enerji piyasasında rahatlatma ve enflasyonda yavaşlamaya işaret ediyor. Ancak **dev şirketler bu kadar ucuzlamışken, hisselerin toparlanma potansiyelini belirleyecek ana faktör, ekonomi ve şirketler özelinde temel dinamiklerden daha çok, hükümetin yarattığı büyük belirsizlik bulutunun ve politik risklerin azalması olacaktır.**

Xi Jinping her ne kadar 2021 senesinde "ortak refah" kavramını ortaya atarak; Çin'in son senelerdeki reform ve açılma çabalarını özel şirketlere müdahale ederek frenlese de, 2022 sonunda yapılacak ÇKP'nin 20. Kongresi öncesinde bu adımların aşırıya kaçarak ekonomide bir çalkantıya neden olmasını istemeyecektir. Amerika'da halka açık Çin şirketleri için; "VIE" yapısının geçerliliğinin sorgulanması ve şirketlerin denetlenebilir olmamaları dolayısıyla Amerikan hükümetinin bu şirketleri borsaların dışında bırakma tehdidi önemli risk oluşturmaya devam ediyor. Ancak bir çoğunun Hong Kong'da da halka açılmış olması ve bu hisselerin birbirlerine dönüştürülebilir olmaları, bu riskleri kısmen azaltan ve daha çok likidite riskini ön plana getiren bir faktör. Aşağıda grafiği verilen ve hızlı büyüyen teknoloji şirketleri ağırlıklı FTSE 50 Çin Endeksi 14 ileri F/K çarpanı ile işlem görürken, Amerika'daki dev teknoloji şirketlerinden oluşan NY FANG endeksi 31 ileri F/K çarpanı ile işlem görüyor. ABD sıkılaştırırken, Çin'de gevşemenin devamı ile bu iki endeksin oranının alçalan kanal trendinden çıkarak, sert bir yukarı hareket yaptığını takip edebiliriz.



**S&P500 endeksine alternatif arayan pasif yatırımcılar için, Russell 1000 Değer endeksi 2022 senesi başları için iyi bir seçenek...**

Endeks odaklı yatırım yapmak isteyen, 2022 senesinde faizlerin yükseleceğini düşünen pasif yatırımcılar için içerisinde **daha fazla değer hisselerinin bulunduğu ve daha az büyüme odaklı hisselerin yer aldığı Russell 1000 Değer Endeksine** dayalı bir borsa yatırım fonuna yatırım yapmak mantıklı olabilir. Bu endekste **faizlerin artışından relatif olarak daha sınırlı etkilenecek finansallar ve enerji sektörlerinin ağırlığı S&P500'e göre iki kat fazla iken, faizlerdeki hızlı artışlardan olumsuz etkilenecek teknoloji gibi sektörlerin ağırlığı S&P500'ün yaklaşık üçte biri**. Dolayısıyla daha az risk almak isteyen ve 2022 senesinin ilk çeyreğini defansif bir çerçevede geçirmek isteyen yatırımcılar için bu tarz endekslere dayalı yatırım yapan fonlar mantıklı olacaktır. Bu endeksin temettü verimliliğinin de %1,91 ile S&P500'ün oldukça üzerinde olduğunu belirtelim.



#### 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 tecrübeye uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Burada yer alan bilgi ve veriler, araştırma grubumuz tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından farklı bölümlerde istihdam edilen kişilerin veya Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ortaklarının ve iştiraklerinin bu raporda yer alan tavsiyelerle veya görüşlerle hemfikir olmaması mümkündür. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile piyasanın işleyişinden kaynaklanan makul nedenlerden dolayı, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ve dolaylı olarak ilişkileri bulunan istihdam ilişkisi doğuracak bir sözleşme çerçevesinde veya herhangi bir sözleşme olmaksızın çalışan ve tavsiyenin hazırlanmasına katılan tüm gerçek veya tüzel kişiler ile müşterileri arasında önlemeyen çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte ilişkiler doğabilir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., ortakları veya iştirakleri, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirildikleri yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile yan hizmetlerini, bu raporda bahsi geçen şirketlere, muhtelif zamanlarda, sunmayı teklif edebilir veya sunabilir. Muhtelif zamanlarda, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, ortaklarını, iştiraklerinin ve işbu kapsamdaki yöneticilerinin, yetkililerinin, çalışanlarının veya temsilcilerinin, doğrudan veya dolaylı olarak, raporda bahsi geçen işlemler, menkul kıymetler veya emtialar üzerinde pozisyonları bulunabilir veya farklı nedenlerle ilgi ve ilişkileri bulunabilir. Söz konusu çıkar çatışması durumlarında Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder. Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayımlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.