

3Ç2023 Strateji Raporu

Temmuz 2023

İçerik



| | |
|---|---------|
| Özet | 3 - 4 |
| Küresel Görünüm | 5 - 6 |
| Büyüme | 7 - 8 |
| Enflasyon | 9 |
| Para Politikası | 10 - 11 |
| Uluslararası Döviz Piyasaları: EUR/USD & GBP/USD | 12 |
| Uluslararası Döviz Piyasaları: EUR/GBP & USD/JPY | 13 |
| Emtia Piyasaları: Enerji, Endüstriyel Metaller ve Gıda | 14 |
| Emtia Piyasaları: Değerli Metaller | 15 |
| Eurobond Piyasaları | 16 |
| Gelişmekte Olan Piyasalar | 17 |
| Gelişmiş ve gelişmekte olan ülke para birimlerinin performansları | 18 |



3. Çeyrek 2023: Ana Temalar

Büyüme

Beklentilerden daha pozitif bir tonda geçen ilk çeyrek sonrasında küresel ekonomik aktivite ikinci çeyrekte ivme kaybediyor. Gelişmiş ülke merkez bankalarının agresif faiz artışlarının finansal koşullar üzerindeki gecikmeli sıkılaştırma etkisi ve ABD bankacılık sektöründe yaşanan sorunların kredi büyümesini olumsuz yönde etkilemesi ile yılın ikinci yarısında “teknik bir resesyona” riskinin bulunduğunu düşünüyoruz ancak büyük resimde “yumuşak iniş” ihtimalini değerlendirmeye devam etmekteyiz.

Enflasyon

Küresel merkez bankalarının para politikalarında sıkılaştırma yönündeki adımlarının gecikmeli etkisi, emtia fiyatlarındaki aşağı yönlü seyir ve jeopolitik risklerin sınırlı kalması ile küresel enflasyondaki normalleşme eğiliminin bir süre daha devam edebileceğini, ancak üçüncü çeyrek itibarı ile enflasyondaki normalleşme hızının yavaşlayarak yılın ikinci yarısında bir noktada yapışkanlık riskinin ön plana çıkabileceğini değerlendiriyoruz.

Para Politikası

Faiz artış döngüsünün global çapta korunduğu ikinci çeyrek sonrasında üçüncü çeyrekte İngiltere Merkez Bankası(BOE) gibi bazı özel istisnalar haricinde global çapta genel olarak normalleşen enflasyon görünümü önderliğinde sıkılaştırma yönünde atılan adımların artık yerini daha güvercin bir yaklaşıma bırakmasını, yılın ikinci yarısında politika faizlerindeki tepe noktalarında bir süre beklemede kalınan yüksek faiz ortamının devam edebileceğini düşünüyoruz.

Riskler

- Global enflasyondaki normalleşme hızının azalarak yapışkanlık riskinin ön plana çıkması, Fed'in faiz artışlarına agresif bir şekilde devam etmesi
- Küresel ısınmanın etkisi ile yaz aylarında kuraklık başta olmak üzere yaşanacak aşırı hava koşullarının gıda-enerji fiyatlarında sert yükselişe neden olması
- İkinci çeyrekte arka planda kalan ABD bankacılık sektörüne yönelik risklerin yeniden artış göstermesi
- Çin başta olmak üzere küresel ekonomik aktivitedeki ivme kaybının derin bir resesyona dönüşmesi

3. Çeyrek 2023: Beklentiler

| | |
|----------------|--|
| USD | Fed'in faiz artışlarına ara vermesi ile birlikte şahin risklerin artık geride kalması, yılın ikinci yarısında küresel ekonomilerde derin bir resesyondan ziyade "yumuşak iniş" ihtimalinin ön plana çıkması ile ABD Doları'nın zayıf bir performans sergilemeye devam etmesini bekliyoruz. |
| EUR | ECB'nin beklentilerden daha şahin bir yaklaşımda olması, Çin ekonomisindeki yavaşlamaya rağmen yeni faiz indirimi ve mali teşvikler ile sınırlı kalabilecek resesyona ihtimali ile EUR/USD'de bu seneki dip adayımız 1.0480 olmak ile birlikte, yılın ikinci yarısında 1.1400'e yakınsayan bir yükseliş izleyebiliriz. |
| GBP | İngiltere ekonomisinin resesyondan kaçınmayı başarması ve BOE'ye yönelik faiz artış beklentilerindeki yükseliş ile ilk yarıda gelişmiş ülke para birimleri arasında pozitif ayrılan poundun 3Ç23'te normalleşme eğiliminde olmasını bekleriz. 3Ç23'te 1.2300'e doğru yakınsayabilecek bir düşüş ihtimalini değerlendiriyor, 1.3000 sınırının yukarı yönlü aşılmasını beklemiyoruz. |
| JPY | Japonya Merkez Bankası(BOJ)'nin para politikasında atması beklenen normalleşme yönündeki adımlarda acele etmeyebileceğini göstermesi ile Japon Yeni'nin güç kaybetmeye devam edebileceğini değerlendiriyoruz. USD/JPY'de 3Ç23'te 146'ya varabilecek bir yükseliş izleyebiliriz ancak geçen sene şahin Fed riskinin zirve yaptığı dönemde test edilen 152'nin yukarı yönlü aşılma senaryosunu ihtimal dışı görüyoruz. |
| ABD Tahvilleri | ABD enflasyonunda normalleşmenin devam etmesi ve Fed'in faiz artış döngüsünün sonuna gelmesi ile ABD tahvil faizlerindeki yukarı yönlü riskleri sınırlı görüyoruz. Getirilerde önümüzdeki aylarda ılımlı ölçekte geri çekilmeler yaşanabileceği görüşündeyiz. ABD 2 yıllık tahvill getirisinde %5, 10 yıllık faizde ise %4 seviyeleri üst sınırlar olarak karşımıza çıkabilir. |
| Emtia | Küresel ekonomik aktivitedeki ivme kaybı ve yılın ikinci yarısındaki düşük büyüme ortamı emtiada yukarı yönlü riskleri sınırlıyor. Ancak yılın ilk yarısında zirve yapan resesyona endişeleri ile olumsuz yöndeki beklentilerin büyük ölçüde fiyatlanmış olabileceğini düşünüyoruz. |
| Altın | Kısa vadedeki aşağı yönlü risklere rağmen yılın ikinci yarısında ABD Doları'na yönelik zayıf performans beklentimiz, ABD'de reel faizlerdeki yükselişin sınırlı kalabileceğine dair öngörümüz ve düşük büyüme ortamı ile altın fiyatlarındaki yukarı yönlü görünümün ön plana çıkabileceği görüşündeyiz. |
| Eurobond | Yurt içinde gerek ekonomi gerekse para politikalarında yaşanabilecek normalleşme ihtimali kısa vadede eurobond fiyatlarını bir süre daha desteklemeye devam edebilecek olsa da, orta-uzun vadedeki yaklaşımımız bu yöndeki fiyatlamaların kalıcı olmaktan zortlanabileceği yönünde. Türkiye 5 yıllık CDS'te ise yukarı yönlü risklerin korunduğunu düşünüyoruz. |

Küresel ekonomik aktivitede ivme kaybı izleniyor

Sene başında Çin'deki hızlı yeniden açılma süreci ve Avrupa'da enerji krizinin önüne geçilmesi ile birlikte küresel ekonomilere ilişkin görünüm ilk çeyrekte pozitif bir konumda kalmış olsa da, ikinci çeyrek itibarı ile global ekonomik aktivitenin ivme kaybetmeye başladığı gözlenmektedir. Euro Bölgesi Haziran ayı öncü PMI verilerinin tahminlerin oldukça altında kalması bu duruma dair en önemli sinyallerden bir tanesiydi. İkinci çeyrekte Çin başta olmak üzere genel olarak beklentilerin altında kalan veriler yılın ikinci yarısında küresel ekonomilerde derin bir resesyon yaşanabileceğine dair endişeleri canlı tutmakta ancak güncel durumda öncü ve eş zamanlı göstergelere baktığımızda hala ekonomik aktivitede sert bir yavaşlamadan ziyade yer yer teknik resesyonların görülebileceğini, genel olarak ise zayıf bir büyüme ortamının ön plana çıkabileceğini düşünmeye devam ediyoruz. Bu anlamda baz senaryomuzun yılbaşından bu yana olduğu gibi üçüncü çeyrekte de “yumuşak iniş” ihtimalinden yana olduğunu söylemek mümkün.

İkinci çeyrekte gerek ABD bankacılık sektörüne yönelik riskler gerekse de ABD'de borç tavanı krizi ön plana çıkmış olsa da, bu risklerin artık büyük ölçüde arka planda kalması ile üçüncü çeyrekte küresel ekonomik aktivite üzerinde olumsuz yönde şok yaratabilecek unsurların azaldığını düşünüyoruz. Rusya-Ukrayna savaşındaki tansiyonun düşük seyretmesi ve olası ABD-Çin gerginliği gibi jeopolitik risklerin şimdilik sınırlı olması bu yöndeki öngörümüzü destekler nitelikte.

Küresel ekonomik aktiviteye daha detaylı baktığımızda ilk çeyrekte olduğu gibi ikinci çeyrekte de imalat ve hizmet sektörleri arasındaki ayrışmanın devam ettiğini görüyoruz. Pandemi döneminde tüketimin hizmetten ziyade çeşitli mal gruplarına yönelmesi ile imalat sektörü güçlü kalmış olsa da, sonrasında yaşanan normalleşme ile birlikte hizmet sektörü ön planda kalmaya devam etmekte. Bu farklılaşma özellikle de PMI verilerinde net bir şekilde gözlenirken, yılın ikinci yarısında da bu eğilimin büyük ölçüde korunmasını bekliyoruz.

Euro Bölgesi 4Ç22 ve 1Ç23'te %0.1 küçülerek teknik bir resesyona girdi. Haziran ayı öncü PMI verilerindeki zayıf sonuçlar olası bir resesyon riskini artırır nitelikteydi. Çin ekonomisindeki momentum kaybı ikinci çeyrekte de Euro Bölgesi üzerinde baskı oluşturacak olsa da, Çin'de 2Ç23'te başlayan faiz indirimleri sonrasında çeşitli mali desteklerin bu etkiyi azaltabileceğini, Avrupa ekonomilerinin derin bir resesyona girmeden ılımlı bir ölçüde daralabileceğini düşünüyoruz. Diğer yandan, küresel merkez bankalarının agresif faiz artışlarının gecikmeli etkisi ve ekonomilerdeki ivme kaybının oldukça belirgin olması ile yılın ikinci yarısında yaşanabilecek olası bir toparlanmanın da sınırlı bir ölçekte kalmasını bekleriz. İngiltere ekonomisi yılbaşındaki derin resesyon beklentilerinin aksine büyüme bölgesinde kalmaya devam etse de, İngiltere gelişmiş ülke ekonomileri arasında pandemi sonrasındaki toparlanmada en geride kalan ekonomilerden bir tanesi olarak bir süre daha negatif ayrışmaya devam edebilir. Avrupa genelinde yüksek enflasyon ve yavaşlayan ekonomik aktivite önderliğinde stagfasyonist bir görünüm ön planda kalabilir.

ABD cephesinde güçlü istihdam piyasası hizmet sektöründeki pozitif momentumun korunmasını sağlarken, tüketici harcamalarındaki güçlü seyrin devam ettiği görülüyor. Yılın ilk yarısında bankacılık sektöründe yaşanan sorunların ekonomik aktivite üzerindeki olumsuz etkisini üçüncü çeyrek itibarı ile görebiliriz ancak şu ana kadar açıklanan verilerde söz konusu etkinin beklentilerden daha sınırlı bir ölçekte kaldığını söylemek mümkün. Ancak bankacılık sektöründeki sıkıntıların hem finansal koşullarda neden olduğu sıkılaştırma hem de kredi büyümesi üzerindeki negatif etkisi hali hazırda ivme kaybetmekte olan ABD ekonomisinin yılın ikinci yarısında resesyona girmesine neden olabilir. Küresel ekonomilerin genelinde olduğu gibi ABD ekonomisindeki olası resesyonun da teknik bir resesyon olarak kalabileceğini ve sonrasında yeniden toparlanmanın başlayabileceğini düşünmekteyiz.

Enflasyonda normalleşme eğilimi ön plana çıkıyor

İngiltere’de olduğu gibi bazı istisnalar bulunsa da, yılın ilk yarısında küresel enflasyonun büyük ölçüde normalleşmeye devam ettiği gözlemlendi. Fed başta olmak üzere gelişmiş ülke merkez bankalarının geçtiğimiz yıldan bu yana gerçekleştirdiği faiz artışlarının finansal koşullar üzerindeki sıkılaştırıcı etkisi, enerji grubu önderliğinde emtia fiyatlarındaki aşağı yönlü görünüm, tedarik zincirlerinde pandemi döneminde oluşan stresin artık tamamen geride kalması ve jeopolitik risklerin sınırlı bir tonda seyretmesi bu tabloda etkili oldu. Küresel merkez bankalarının agresif faiz artışları enflasyon beklentilerini çıpalamakta da başarılı oldu, ABD başta olmak üzere ileriye dönük enflasyon beklentileri kontrol altında kalmaya devam etti.

Yılın ilk altı ayında ön plana çıkan bu gelişmelerin etkisi ile enflasyondaki normalleşme eğiliminin bir süre daha devam edebileceğini öngörüyor, öncü göstergelerde henüz enflasyonda sürpriz bir sıçramaya neden olabilecek bir sinyal gözlemliyoruz. İlk çeyrekteki güçlü performanslar sonrasında Çin ekonomisi başta olmak üzere yavaşlamakta olan küresel ekonomik aktivitenin deflasyonist bir etki yaratmasını bekleriz.

Diğer yandan, küresel enflasyondaki normalleşme temposunun üçüncü çeyrekte bir noktada artık yavaşlayabileceğini düşünüyoruz, enflasyonda yapışkanlık riskini göz önünde bulundurmaya devam ediyoruz. ABD’de çekirdek enflasyonda son altı aydır %5.3-5.7 arasında izlenen dengeli seyir bu riske yönelik en önemli kanıtlardan bir tanesi olarak göze çarparken, küresel ekonomik aktivitenin hizmet sektörü önderliğinde ilerlemesi önümüzdeki süreçte yüksek seyredebilecek bir hizmet enflasyonu riskini de beraberinde getiriyor. Ek olarak, ABD ve Euro Bölgesi’nde ücret artışlarının hala yüksek bir noktada olduğunu not etmek isteriz. Bu tabloda ABD enflasyonundaki geri çekilme %3’e doğru devam edecek olsa da, Fed’in enflasyon hedefi olan %2 sınırına ulaşılmasının tahmin edilenden daha uzun bir süre alabileceğini değerlendiriyoruz.

Politika faizleri bir süre tepe noktalarında kalmaya devam edecek

İkinci çeyrekte genel olarak birçok gelişmiş ve gelişmekte olan merkez bankası yüksek enflasyonu kontrol altına almak adına faiz artışlarına devam etse de, Fed başta olmak üzere bazı merkez bankaları yılın ilk yarısında gerek normalleşmeye başlayan enflasyon görünümünü gerekse yılın ikinci yarısına ilişkin artan resesyon riski nedeni ile faiz artışlarına ara verdi ya da bu yöndeki olası adımlar adına ileriye dönük sözlü yönlendirmelerde bulundu.

2Ç23’te çekirdek enflasyonun hala yeni zirveler kaydettiği İngiltere’de olduğu gibi yer yer devam eden yüksek enflasyon riski ile küresel merkez bankaları arasında ayrışmaların yaşanabileceğini ve İngiltere Merkez Bankası(BOE) başta olmak üzere bazı merkez bankalarının faiz artış döngüsünde ilerlemeye devam edeceğini düşünsek de, büyük resimde genel olarak global çapta sıkılaşma yönünde atılan adımların artık yerini daha güvercin bir yaklaşıma bırakmasını, yılın ikinci yarısında faiz artışlarına ara verildikten sonra politika faizlerindeki tepe noktasında bir süre beklemede kalınan yüksek faiz ortamının devam edebileceğini düşünüyoruz. Fed Başkanı Powell’ın Haziran ayında ABD Kongresi’nde yaptığı şahin yönde açıklamalar sonrasında Fed cephesinde 25 baz puanlık ek bir artış ile politika faizindeki tepe noktası %5.25-5.50 aralığında oluşabilir.

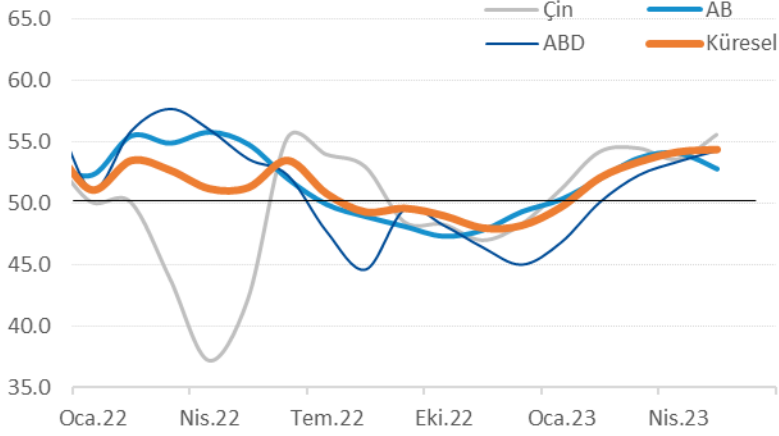
Macaristan merkez bankasının Mayıs ayında gerçekleştirdiği faiz indirimi ile bu yönde ilk adım atan Avrupa merkez bankası olması ve Çin ekonomisindeki momentum kaybı sonrasında faiz indirimlerine başlayan Çin Merkez Bankası(PBoC) gibi durumların üçüncü çeyrek için özel istisnalar olabileceğini değerlendiriyoruz. **Genele yaygın bir faiz indirimi döngüsünün başlaması adına yılın ikinci yarısının erken bir tarih olabileceğini, böylesine bir döngüsel değişimin yüksek bir ihtimalle 2024 yılına kayabileceğini düşünüyoruz.**

Küresel Büyüme

2023 yılının ikinci çeyreğinde, küresel ekonomik aktivite ivme kaybederek büyümeye devam etti.

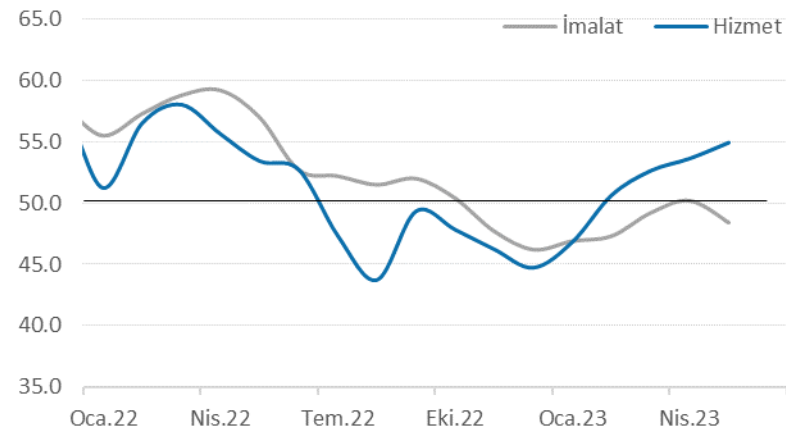
Satınalma Yöneticileri Endeksi:

İmalat Sanayi ve Hizmet



ABD Satınalma Yöneticileri Endeksi:

İmalat Sanayi ve Hizmet

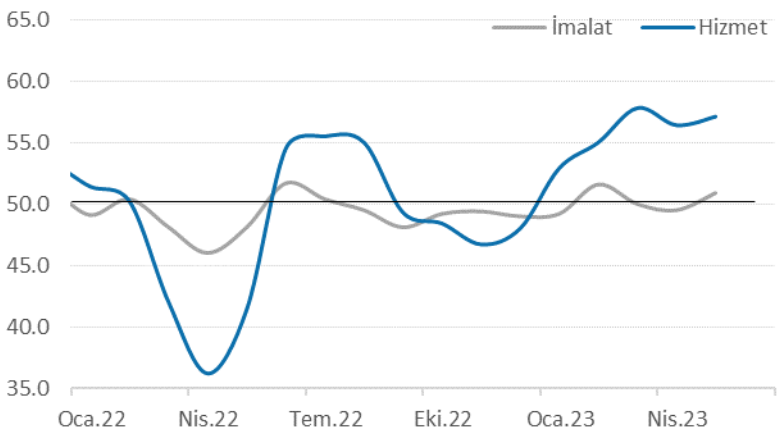


ABD'de imalat sanayinde görece zayıf bir seyir izlenirken, hizmet sektörü hızlanarak büyümesini sürdürüyor.

İlk çeyrekte yıllık %4.5 büyüme kaydeden Çin ekonomisi, ikinci çeyrekte büyüme eğilimini korudu. Küresel ekonomik aktiviteye ilişkin belirsizlikler imalat sanayi görünümü üzerinde baskı yaratıyor. Hizmet sektörünün görece güçlü performansı devam ediyor.

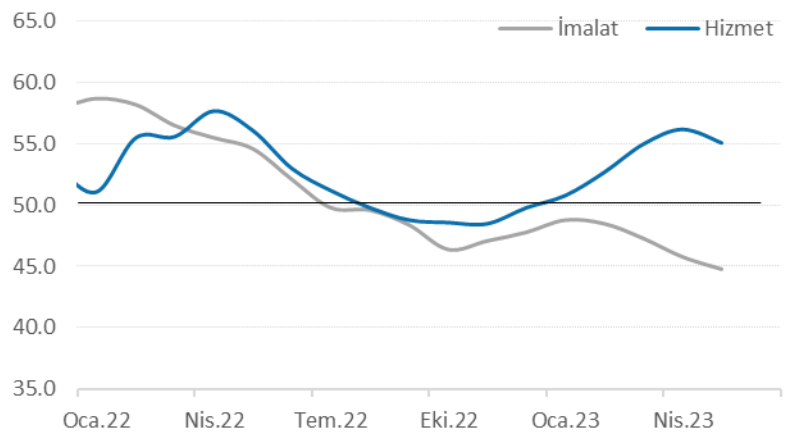
Çin Satınalma Yöneticileri Endeksi:

İmalat Sanayi ve Hizmet



AB Satınalma Yöneticileri Endeksi:

İmalat Sanayi ve Hizmet

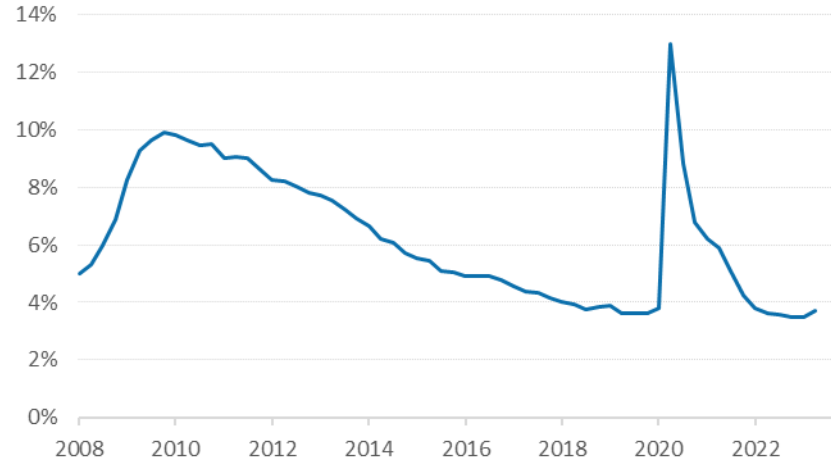


Avrupa Birliği'nde imalat sanayinde görünüm, ikinci çeyrekte genele yayılmış bir kötüleşme göstermeye devam etti. Hizmet sektörü ise görece güçlü seyrini koruyor.

Küresel Büyüme

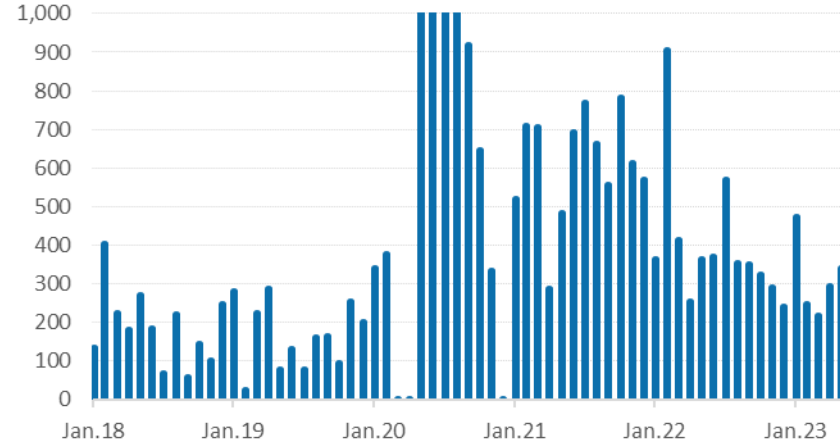
ABD'de işsizlik oranı %3.7'ye sınırlı bir yükseliş gösterirken, işgücü piyasası genel olarak katılığını koruyor.

ABD İşsizlik Oranı



ABD Tarım-dışı İstihdam

Aylık değişim, bin kişi



ABD Tarım-dışı istihdam verileri halen belirgin kötüleşme göstermiyor.

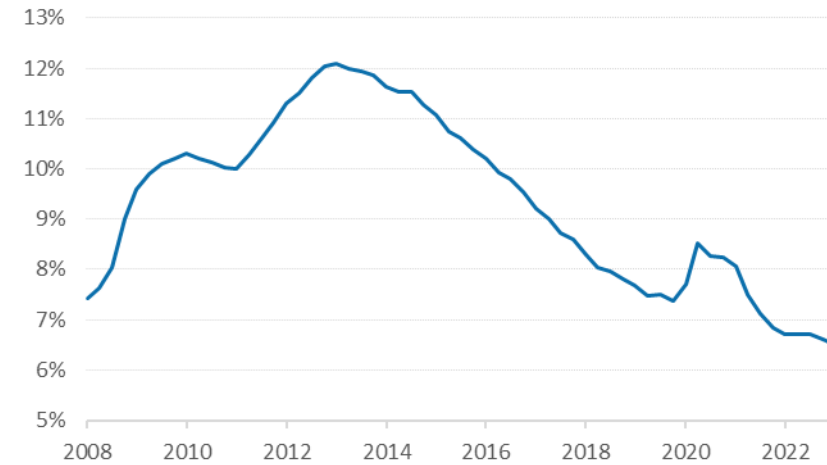
ABD'de ücret artışları yavaşlamak ile beraber halen pandemi öncesinin üzerinde seyrediyor.

ABD Saatlik Ücretler

Yıllık artış



Euro Bölgesi İşsizlik Oranı



İmalat sektöründeki zayıflık, istihdam piyasasında henüz belirgin bozulma yaratmadı. Hizmet sektörünün de desteğiyle Euro Bölgesi işsizlik oranı %6.5'ler seviyesinde.

Küresel Enflasyon

Sıkı para politikası, girdi maliyetlerindeki düşüş ve baz etkisi ile manşet enflasyonda düşüş sürüyor.

2023 yılının ilk çeyreğinde tüketici enflasyonu ABD'de %4.0'e ve Euro Bölgesi'nde %6.9'a geriledi.

Ancak çekirdek enflasyonun -ve özellikle hizmet enflasyonun- görece yüksek seyri devam ediyor.

Fed, Haziran ayında 2023 ve 2024 yıl sonları için favori enflasyon göstergesine ilişkin tahminlerini yeniden yukarı güncelledi.

ABD ve Euro Bölgesi Enflasyon

Yıllık artış



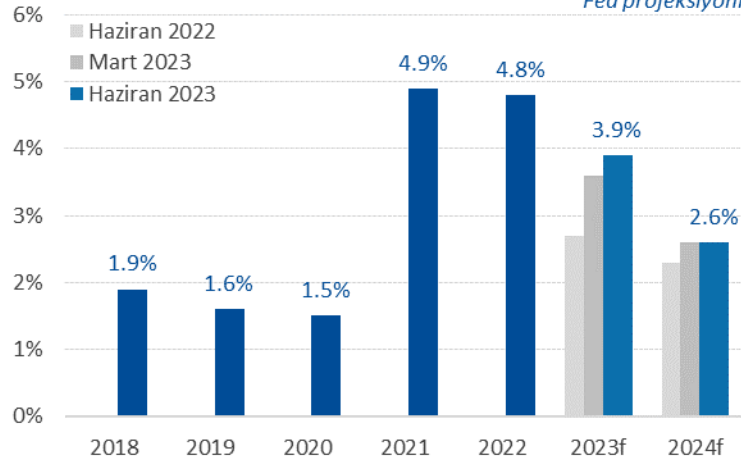
Küresel Arz Zinciri Baskı Endeksi



Küresel arz zincirinde atıl kapasitenin artması ile, girdi maliyetlerinin enflasyon üzerindeki baskısı da azalıyor.

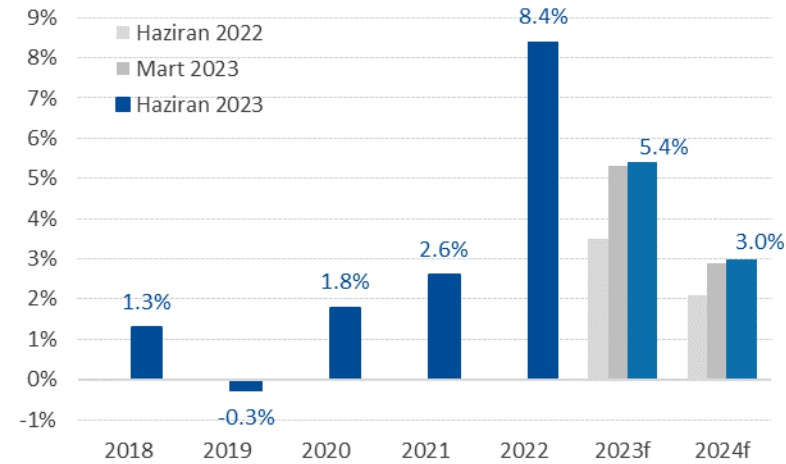
ABD Çekirdek PCE Enflasyonu

Fed projeksiyonları



Euro Bölgesi Tüketici Enflasyonu

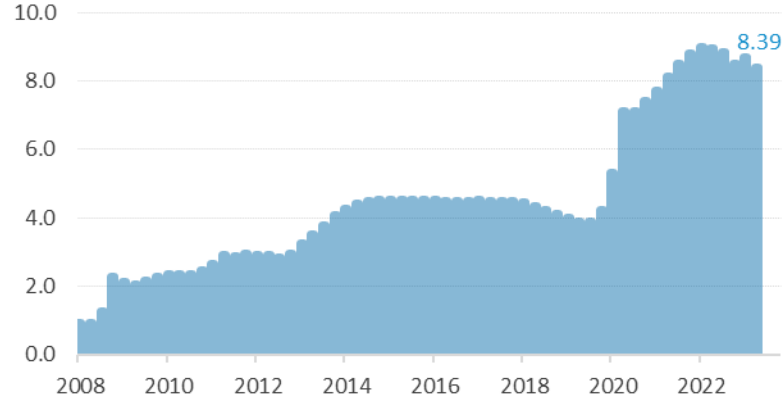
ECB projeksiyonları



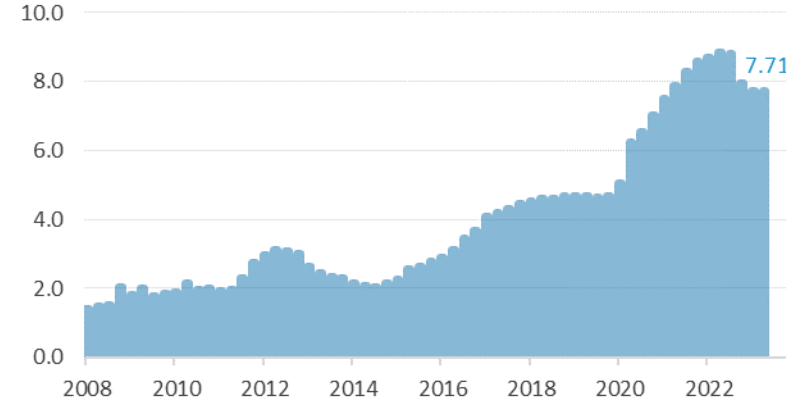
ECB, Haziran ayında 2023 ve 2024 yılı enflasyon beklentilerini hafifçe yukarı revizyon yaptı.

Fed bilanço büyüklüğü, ikinci çeyrekte yeniden yavaş ve kademeli olarak gerilemeye başladı.

Fed Bilanço Büyüklüğü
Trilyon USD



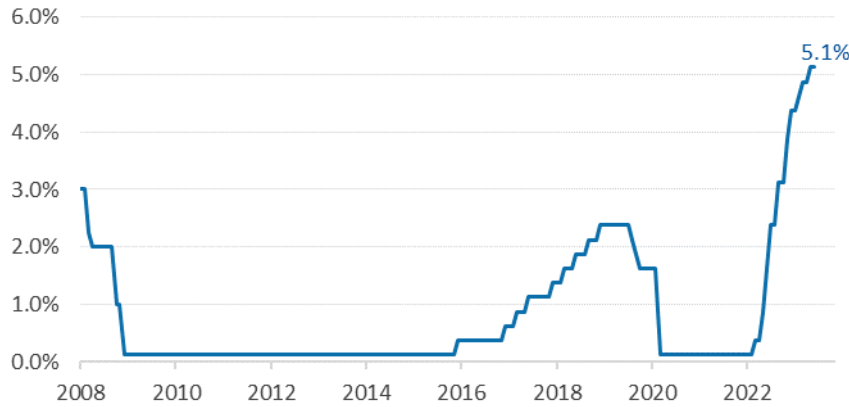
ECB Bilanço Büyüklüğü
Trilyon EUR



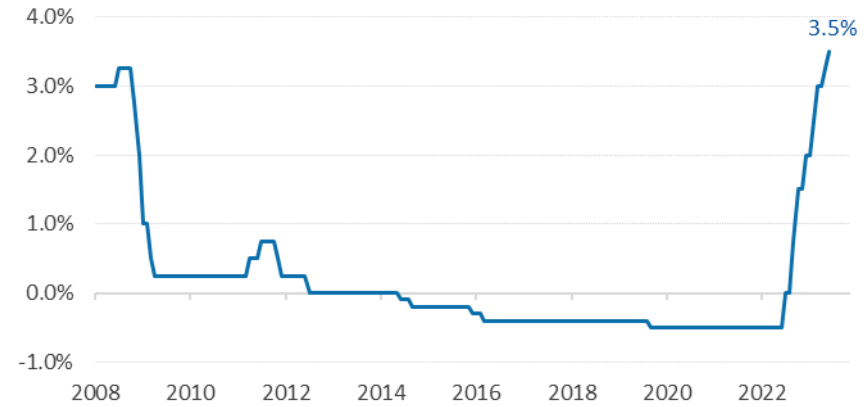
ECB bilanço büyüklüğü, ikinci çeyrekte geriledi.

Fed, politika faizini Mayıs ayında %5.00-5.25 aralığına yükselttikten sonra, sıkılaştırma hızını düşürmek adına Haziran ayında politika faizini sabit tuttuğunu ancak bir miktar daha artırmanın gerekli olduğunu açıkladı.

Fed Politika Faiz Aralığı (orta-nokta)



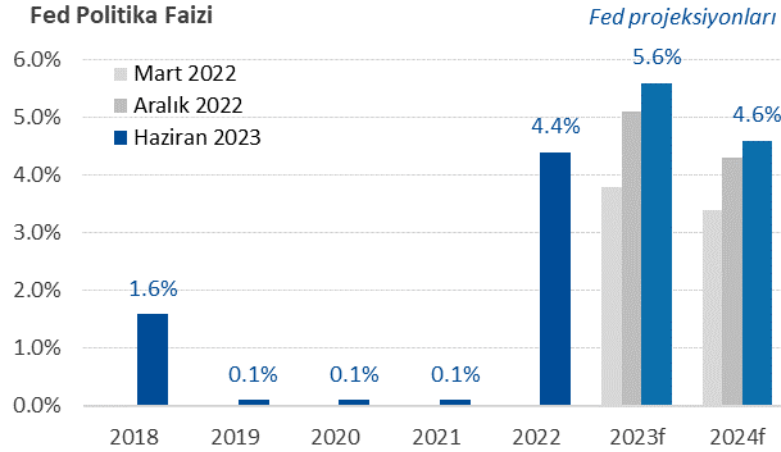
ECB Politika Faiz Oranı



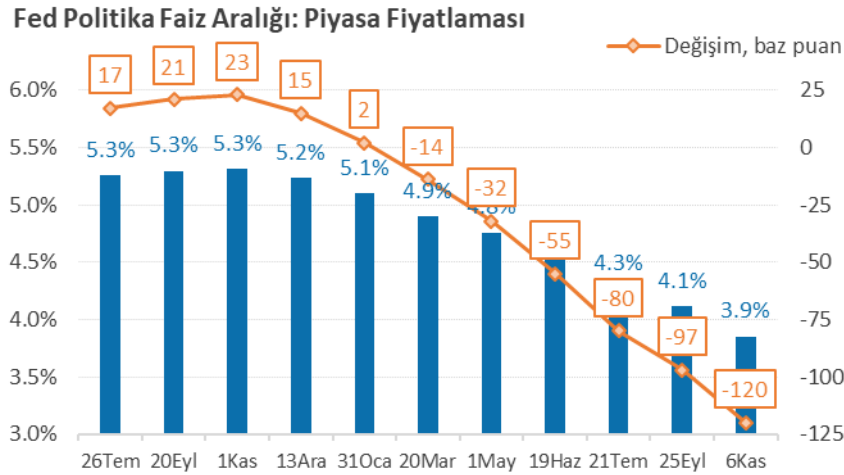
ECB, mevduat faiz oranını, Haziran ayında %3.5 seviyesine yükseltti.

2022 yılı başından itibaren faiz oranı değişimi toplam 400 baz puanına ulaştı.

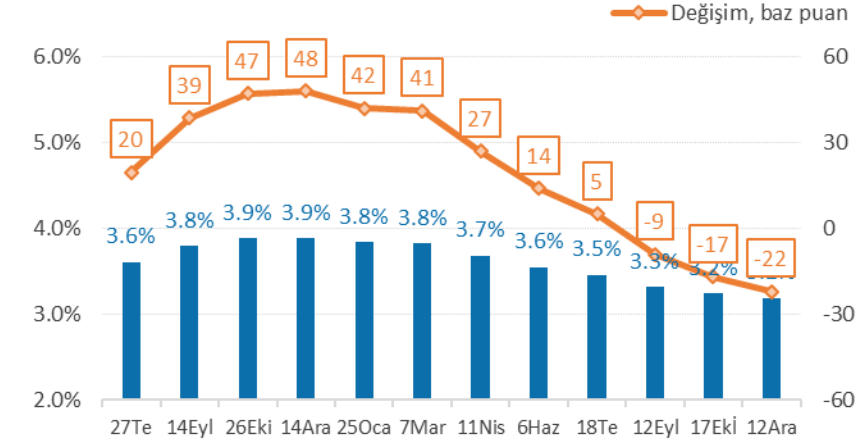
Federal Açık Piyasa Komitesi üyelerinin medyan tahmini, yılın geri kalanında politika faizinde 50 baz puan daha artış olabileceğine sinyal veriyor.



Piyasa fiyatlaması ise yılsonuna kadar yaklaşık 25 baz puan faiz artırımını olabileceği yönünde. Faiz indirim beklentileri ise 2024 yılı başına doğru öteleniyor.

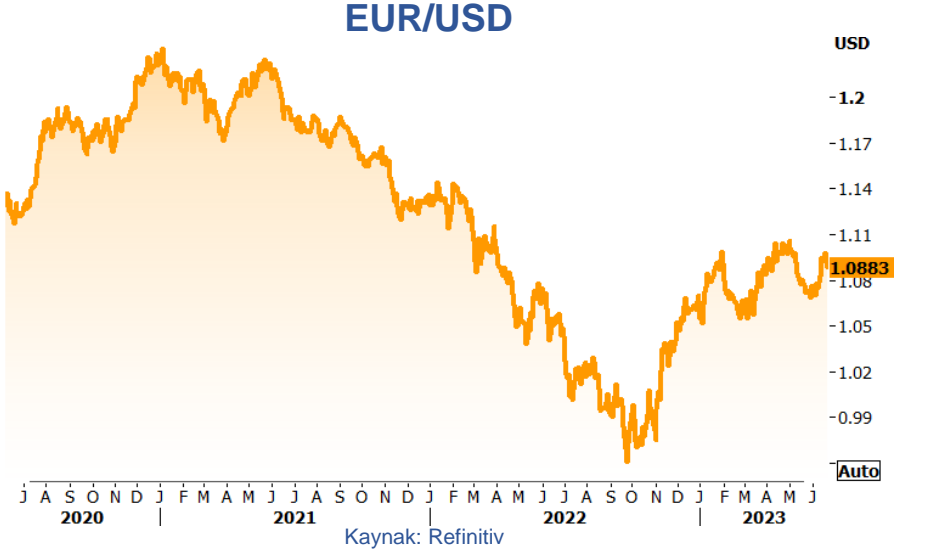


ECB Politika Faizi: Piyasa Fiyatlaması



ECB'nin 2023 yılı içinde politika faizini 50 baz puan daha artıracığı fiyatlanıyor.

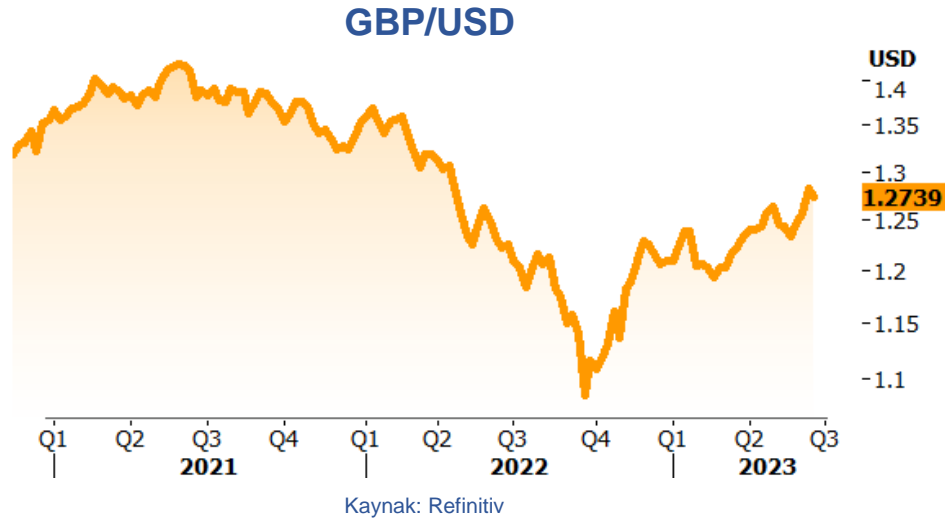
Uluslararası Döviz Piyasaları: EUR/USD & GBP/USD



EUR/USD'de yukarı yönlü görünüm korunuyor

İkinci çeyrekte zaman zaman Fed'e yönelik şahin beklentilerdeki artış ve Çin'de bozulmaya başlayan büyüme görüntüsü EUR/USD üzerinde baskı oluştursa da, sonrasında özellikle de Haziran ayı Fed ve ECB toplantıları sonrasında ECB'nin şahin yönde ayrışması ile paritede yukarı yönlü bir görünüm ön plana çıktı.

Güncel durumda Fed'in faiz artışlarına ara vermesi ile birlikte bu yıl şahin Fed riskinin sınırlı kalabileceğine ve küresel ekonomilerde yumuşak iniş beklentimize paralel olarak EUR/USD'deki yukarı yönlü görünümün ılımlı bir ölçekte devam etmesini bekleriz. Olası geri çekilmelerde 2023 yılı en düşük seviyelerini içeren 1.0480-1.0530 bölgesini olası bir dip adayı olarak görüyoruz. Yukarıda ise Nisan-Mayıs aylarında üç kez test edilen 1.1075-1.1095 bölgesi güçlü bir direnç olarak göze çarparken, ilk denemede olmasa bile yılın ikinci yarısında bu üst sınırın da yukarı yönlü aşılabileceği görüşündeyiz. Büyük resimde 2022 yılı son çeyreğinden itibaren izlenen toparlanma görüntüsünün korunmasını bekliyoruz.



Pound 2Ç23'teki güçlü performansı sonrasında 3Ç23'te momentum kaybedebilir

Yılbaşında İngiltere ekonomisine yönelik derin resesyon beklentilerine rağmen ilk yarıda güçlü bir duruş sergileyen ekonomi ile öngörülerdeki karamsarlığın dağılmaya başlaması ve enflasyondaki yukarı yönlü risklerin devam etmesi sonrasında BOE'ye yönelik faiz artış beklentilerindeki artış poundun son aylarda güçlü bir performans sergilemesini sağladı.

Ancak Haziran ayı toplantısında 50 baz puanlık faiz artışı ile şahin bir sürpriz yapan BOE'ye rağmen poundun değer kazanamamasını önemli bir zayıflık sinyali olarak görüyoruz. BOE'nin yüksek enflasyonu kontrol altına almak adına faiz artışlarına agresif bir şekilde devam ederek hali hazırda hassas bir dengede olan ekonomide olası bir resesyonu tetikleyebileceğine yönelik endişelerin ön plana çıkması önümüzdeki aylarda poundu olumsuz yönde etkilemeye başlayabilir. Bu tabloda yılın ilk yarısında gelişmiş ülke para birimleri arasında pozitif ayrışan poundun artık normalleşmeye başlayabileceğini, GBP/USD'de düzeltmeler ile birlikte konsolidasyon ağırlıklı bir fiyatlamının izlenebileceğini düşünüyoruz. 3Ç23'te 1.2300'e doğru yakınsayabilecek bir düşüş ihtimalini değerlendiriyor, 1.3000 sınırının yukarı yönlü aşılmasını beklemiyoruz.

EUR/GBP



Kaynak: Refinitiv

USDJPY



Kaynak: Refinitiv

EUR/GBP'de toparlanma ihtimali

GBP

-0.9

-0.88

0.8598

-0.84

-0.82

İngiltere ekonomisinin beklentilerin üzerindeki performansı ve BOE'nin ECB'ye kıyasla şahin yönde ayrışması ile birlikte Nisan ayında 0.8875'ten başlayan düşüş Haziran ayında 0.8518'e kadar devam ederken, BOE'nin agresif faiz artışlarının resesyon endişelerini tetiklemesi sonrasında ay sonunda bu aşağı yönlü trendin artık yukarı yönlü aşıldığı izlendi.

Güncel durumda EUR/GBP'deki yönü ağırlıklı olarak son dönemde güçlü bir performans sergileyen pounddaki normalleşmenin ne ölçekte gerçekleşeceği belirleyecek. Pound özelinde 3Ç23'te zayıf bir performans beklediğimizden EUR/GBP'de de ılımlı bir toparlanmanın yaşanmasını bekleriz. Bu yöndeki hareketlerde 0.8800 ve yakın çevresine yakınsayabilecek bir yükseliş ihtimalini değerlendirmek ile birlikte 2023 yılı zirvesi olan 0.8978 seviyesinin yukarı yönlü aşılmasını beklemiyoruz. Euro Bölgesi'nde resesyon riskinin ön plana çıkması ise aşağı yönlü hareketlerin devamı adına önemli bir risk faktörü olarak takip edilecek.

Japon Yeni'ne yönelik riskler artıyor

BOJ'un Aralık 2022'de sürpriz bir şekilde 10 yıllık tahvilde uyguladığı üst sınırı yükseltmesi yılbaşında para politikasında normalleşme yönündeki adımlara dair beklentileri öne çekse de, yılın ilk yarısında bu yönde bir adım atılmadı, yeni BOJ Başkanı Ueda önderliğinde oldukça temkinli ve güvercin bir yaklaşım ön plana çıktı.

Sene başında BOJ cephesinde olası bir normalleşme adımını değerlendirmemiz ile Japon Yeni'ne karşı yapıcı bir yaklaşım içerisindeydik. Ancak hem BOJ'dan gelen güvercin sinyaller ve sıkılaştırma yönünde atılacak adımların 2024 yılına kayma riskinin artması hem de teknik cephede Haziran ayında 2023 yılı zirvesi olan 137.91 seviyesinin aşılması sonrasında yine karşı artık daha temkinli bir yaklaşım içerisinde olduğumuzu belirtmek isteriz. Bu anlamda ABD Doları'ndaki zayıf performans devam etse dahi güvercin BOJ fiyatlaması önderliğinde USD/JPY'deki yukarı yönlü hareketlerin ılımlı bir şekilde devam etmesini bekleriz. Üçüncü çeyrekte büyük ölçüde yukarı yönlü hareketler ile USD/JPY'de 146'ya doğru bir yükseliş yaşanabileceğini düşünmekteyiz.

Emtia Piyasaları: Enerji, Endüstriyel Metaller ve Gıda

Bloomberg Emtia Endeksi



Kaynak: Refinitiv

*Bloomberg Emtia Endeksi

Tarımsal ürünler ve hayvancılık: %34.94 Değerli metaller: %19.75

Endüstriyel metaller: %15.48 Enerji: %29.83

Endüstriyel metallerdeki baskı devam ediyor

Yılın ilk çeyreğinde küresel ekonomilerin beklentilerin üzerindeki performansından yeterince yararlanamayan endüstriyel metaller yılın üçüncü çeyreğine girerken gerek global ekonomik aktivitede yaşanan ivme kaybı gerekse de Çin'deki yeniden açılma etkisinin momentum kaybetmesi ile zayıf bir görüntüde kalmaya devam ediyor.

Kısa vadede bakır başta olmak üzere bu fiyatlamaya eğiliminin bir süre daha korunmasını beklemek ile birlikte yılın ikinci yarısında küresel ekonomilerde derin bir resesyondan ziyade düşük büyüme ortamının hakim olacağı "yumuşak iniş" senaryosunu ve yılın kalanında zayıf bir ABD Doları performansını baz aldığımızdan dolayı bu varlık sınıfında ılımlı bir toparlanma yaşanabileceği görüşündeyiz. **Ancak yılın ikinci altı ayında küresel ekonomik aktivitenin zayıf bir performans sergileyebileceğine dair öngörümüz paralelinde endüstriyel metallerde yukarı yönlü potansiyeli şimdilik sınırlı görmekteyiz.**

Ekonomik aktivitedeki yavaşlama petrol üzerinde baskıyı artırabilir

Petrol fiyatları yılın ilk çeyreğinde küresel ekonomilerden beklentilerin üzerinde bir performans ile toparlanma eğiliminde olduğu, Suudi Arabistan'ın ek üretim kesintisine gittiği bir ortamda gerilemeye devam ederek oldukça zayıf bir görüntü çizdi.

Güncel durumda dünyanın en büyük petrol tüketimine sahip ekonomileri ABD ve Çin'de ekonomik aktivitede görülen ivme kaybının üçüncü çeyrekteki petrol talebini olumsuz yönde etkileyerek fiyatlardaki aşağı yönlü görünümün korunmasına neden olabileceğini düşünüyoruz. Makro çerçevede yılın ikinci yarısında "yumuşak iniş" beklentimiz önderliğinde bu yöndeki fiyatlamaların aşırı bir noktaya ulaşmasını beklemesek de, Brent petrolde ikinci çeyrekte dört kez test edilen 71-72 dolar bölgesinin aşağı yönlü geçilmesi halinde olası düşüşler adına %10'luk bir marj olabileceğini düşünüyoruz. Kısa vadede bir süre daha 71-78 arası dalgalı bir seyir izleyebilecek petrol fiyatlarında yukarı yönlü riskleri oldukça sınırlı görmekteyiz.

Gıda fiyatlarında yukarı yönlü riskler ön planda

Haziran ayı ile birlikte gıda fiyatlarında global çapta bir yükseliş dikkat çekse de, yılın ilk yarısındaki genel performansa baktığımızda ılımlı düşüşlerin yaşandığı bir tablo karşımıza çıkmakta. Rusya-Ukrayna savaşında yeni gerginliklerin yokluğunda savaşın ilk zamanlarında rekor yükselişler kaydeden buğday ve ayçiçek yağı fiyatlarında yıl başından bu yana aşağı yönlü görüntü korunmakta.

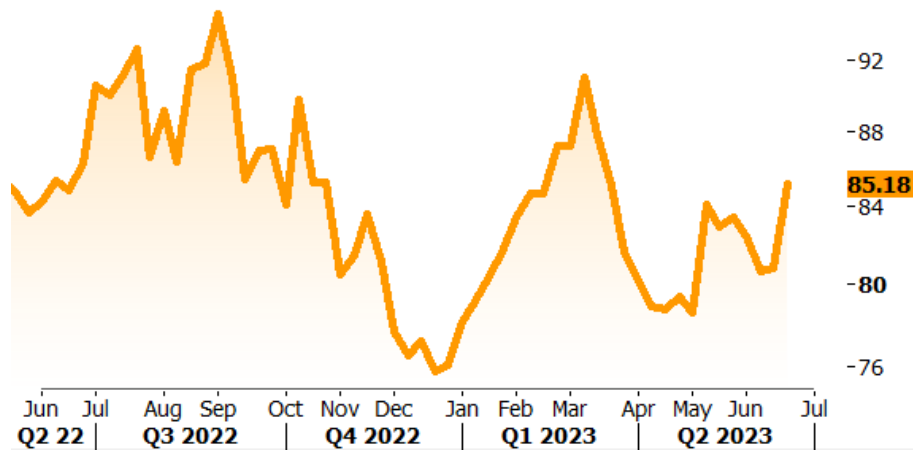
Yılın ilk yarısında gıda fiyatlarında izlenen yatay seyrin kısa vadede bir süre daha korunabileceğini düşünmek ile birlikte risklerin yukarı yönlü olduğunu belirtmek isteriz. Geçtiğimiz yıl Avrupa'da yaşanan kuraklık gibi küresel ısınmaya bağlı yaşanabilecek aşırı hava şartları hasat verimliliğini ve miktarlarını olumsuz yönde etkilemeye devam edebilir. Ek olarak, küresel iklim şartlarında ekstrem koşullara neden olabilecek ve yaz aylarından itibaren etkili olmaya başlayabilecek El Nino etkisinin Kuzey ve Güney Amerika'da yoğun bir şekilde üretilen kahve, kakao, şeker fiyatlarında artışlara neden olabilir. **Bu tabloda yılın üçüncü çeyreğinde de gıda fiyatlarında aşağı yönlü riskleri sınırlı görmeye devam etmekteyiz.**

Emtia Piyasaları: Değerli Metaller

Ons Altın



Altın/gümüş rasyosu



Ons altında yukarı yönlü potansiyel korunuyor

Ons altın geçtiğimiz yıl Ekim ayında Fed'in faiz artış hızını azaltmaya başlayabileceğine dair beklentiler liderliğinde başlayan yükseliş trendinde Mayıs ayında tarihi zirve test edildi, sonrasında ise ABD Doları'ndaki sert dönüş ile ılımlı bir düzeltme yaşandı.

Güncel görüntüde kısa vadede olası düşüşler adına 1,850 dolara kadar hala belirli bir marjın olduğunu düşünmek ile birlikte, yılın ikinci yarısında düşük büyüme ortamının altın fiyatlarını destekleyebileceğini, ABD Doları ve ABD tahvil faizlerinde ise yukarı yönlü potansiyeli sınırlı bir ölçekte kalması ile orta-uzun vadede altın fiyatlarında yeni bir yükseliş trendinin başlayabileceğini düşünüyoruz.

Yukarı yönlü hareketlerde Ağustos 2020'den bu yana üç kez test edilen ancak yukarı yönlü aşılamayan 2,070-2,080 tarihi zirve bölgesini kritik bir üst sınır olarak takip ediyor, söz konusu aralığın yukarı yönlü aşılması halinde olası yükselişler adına önemli bir potansiyelin oluşabileceğini değerlendiriyoruz. İçinde bulunduğumuz düzeltme periyodunda ise Şubat ayında 1,960'tan 1,809 dolara kadar olan düşüşte olduğu gibi portföylerdeki altın ağırlıklarının kademeli şekilde artırılabilirliğini düşünüyoruz.

Altın/gümüş rasyosunda görünüm nötr

Küresel ekonomilerde yılın ikinci yarısında derin bir resesyon riskini düşük görmemiz, Çin cephesinde faiz indirimleri ile birlikte açıklanacak yeni destek ve teşvikler ile yeniden toparlanmaya başlayabilecek ekonomik aktivite ile birlikte gümüşe yönelik yaklaşımımız hem üçüncü çeyrek hem de yılın ikinci yarısında ılımlı iyimser bir konumda. ABD Doları'ndaki zayıf performansın devamına yönelik beklentimiz de bu piyasa görüşümüz ile uyumlu bir konumda.

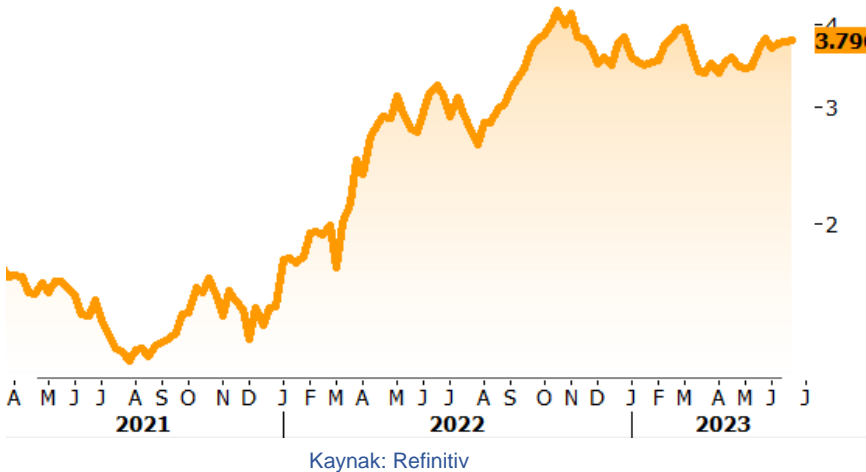
Altın/gümüş rasyosuna baktığımızda ise geçtiğimiz dönemde hem aşağı hem de yukarı yönlü önemli ara trendler gözlenmiş olsa da, büyük resimde 75-91 bölgesi içerisinde yönsüz ve dalgalı seyrin devam edebileceğini düşünüyoruz. Altın ve gümüşün birbirlerine kıyasla benzer ölçekte bir performans sergileyebilir.

Eurobond Piyasaları

Türkiye 5 yıllık CDS



ABD 10 yıllık Tahvil Faizi



Eurobond piyasalarında temkinli duruşumuzu koruyoruz

Eurobond piyasalarında ikinci çeyrekte izlenen fiyatlamalarda yurt içindeki seçim süreci etkili oldu, oynaklığın yükseldiği gözlemlendi. Güncel durumda hem ekonomi yönetiminde hem de para politikasında ortodoks yaklaşıma dönülerek normalleşme sürecine yönelik beklentiler eşliğinde Haziran ayında Eurobond fiyatlarında yükseliş, Türkiye 5 yıllık CDS'te ise düşüş eğilimi dikkat çekiyor.

Kısa vadede bu eğilim bir süre daha devam edebilecek olsa da, orta-uzun vadedeki yaklaşımımız bu yöndeki fiyatlamaların kalıcı olmakta zorlanabileceği yönünde. Ek olarak, Türkiye 5 yıllık CDS'te olası aşağı yönlü hareket marjını kabaca 400 ile sınırlı gördüğümüzü de belirtmek isteriz. Bu görüşümüze paralel olarak kısa vadeli alım-satım işlemlerinde oldukça temkinli bir yaklaşımda kalmaya devam etmek ile birlikte, uzun vadede döviz cinsinden kupon getirisi elde etmek isteyen yatırımcıların portföylerinde belirli oranlarda eurobond bulundurabileceğini, tarihi düşük seviyelere yakın işlem gören fiyatların hala cazip noktalarda olduğunu değerlendiriyoruz.

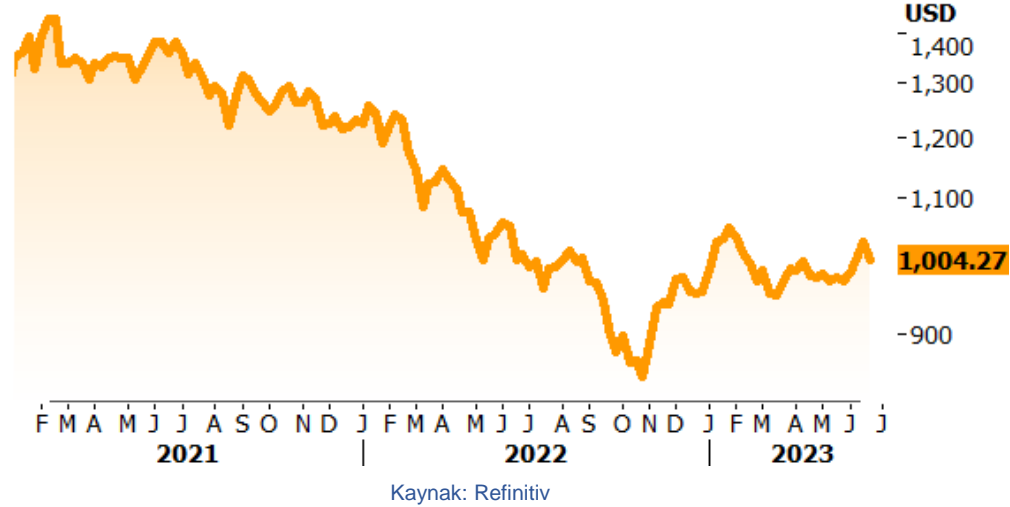
ABD tahvil faizlerinde yükseliş potansiyeli sınırlı

ABD tahvil faizleri yılın ilk yarısında dalgalı bir seyir izlerken, Haziran ayı itibarı ile gerek yakın gerekse uzak vadeli tahvil faizleri yılbaşındaki seviyelere oldukça yakın noktalarda işlem görmekte. Mayıs ayı itibarı ile Fed cephesinde yılın ikinci yarısı itibarı ile beklenen olası faiz indirimlerinin rafa kalkması getirilerde son dönemde sert bir yükselişin yaşanmasına neden oldu.

Güncel durumda Fed'in Temmuz ayında faiz artışlarına devam etme ihtimali açık kalmaya devam etse de, **ABD enflasyonundaki normalleşme sürecinin korunması ve Fed'in artık faiz artış döngüsünün sonuna gelmesi ile ABD tahvil getirilerinde son bir ayda yaşanan yükselişin kalıcı olmakta zorlanacağını düşünüyor, ABD 2 yıllık tahvil faizinde %5, 10 yıllık getiri ise %4 sınırlarının kayda değer ölçekte yukarı yönlü aşılmasını beklemiyoruz.** Faizlerdeki olası zirveye oldukça yakın bir noktada bulunulması ile ABD tahvil piyasalarında yıl sonuna kadar olan süre zarfında önemli bir fırsatın olabileceğini, üçüncü çeyrekte getirilerdeki normalleşme ile birlikte 10 yıllık tahvilde yeniden 2023 yılı dibi olan %3.25-3.30 bölgesine yaşanabilecek bir düşüş senaryosunu değerlendiriyoruz.

Gelişmekte olan Piyasalar

MSCI Gelişmekte Olan Piyasalar Hisse Senetleri Endeksi



Invesco Gelişmekte Olan Piyasalar Devlet Tahvilleri Borsa Yatırım Fonu



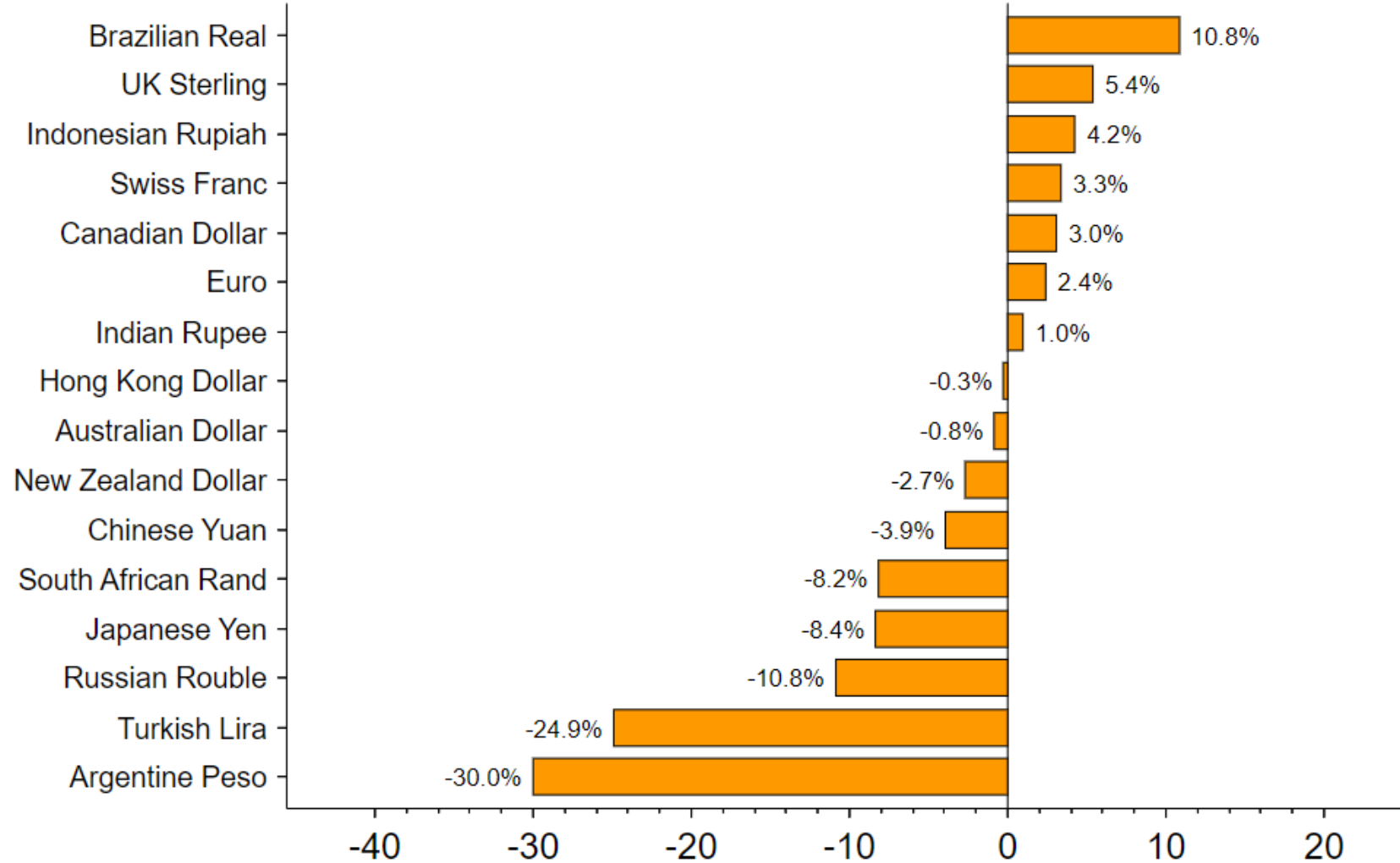
Gelişmekte olan piyasalardaki görünüm iyileşiyor

Gelişmiş ülke merkez bankalarının agresif faiz artışlarının etkisi ile küresel risk iştahının düştüğü, ABD Doları'nın ise güçlü bir performans sergilediği 2021 yılında gelişmiş ülke borsaları ve tahvillerinde genel olarak önemli ölçekte değer kayıpları yaşanmıştı. 2022 yılına geldiğimizde ise yılın ilk altı ayında 2021'e kıyasla çok daha dengeli bir görünüm ön plana çıkarken, yılın ikinci yarısına yönelik görünümün aşağıdaki unsurlar önderliğinde pozitif olduğunu düşünüyoruz;

- Gelişmekte olan ülke enflasyonlarında yaşanan normalleşme ile merkez bankalarının artık olası faiz indirimlerini değerlendirmeye başlayacak olması,
- Fed'in faiz artışlarına ara vermesi ile ABD Doları'nda ve ABD tahvil faizlerindeki yukarı yönlü risklerin sınırlı olması,
- Emtia fiyatlarındaki aşağı yönlü seyir ile petrol başta olmak üzere emtia ithalatçısı olan gelişen ülke ekonomilerini desteklemesi,
- Küresel resesyon hikayesinde yılın ikinci yarısına ilişkin "yumuşak iniş" senaryosuna yönelik beklentimiz,
- ABD'de yılın ilk yarısında global çapta önemli bir risk faktörü oluşturan bankacılık sektöründeki sorunların büyük ölçüde arka planda kalması.

Bu tabloda yılın üçüncü çeyreği ve ikinci yarının genelinde gelişmekte olan piyasa varlıklarına yönelik iyimser bir yaklaşım içerisindeyiz.

Gelişmiş ve gelişmekte olan ülke para birimlerinin yılbaşından bu yana ABD Dolarına karşı performansları



Source: Refinitiv Datastream / Fathom Consulting

Aslı Savranođlu Seren

Ekonomist

Hazine, Sermaye Piyasaları ve Finansal Kurumlar

Burgan Bank A.Ş.

Maslak Mah. Eski Büyükdere Cad. No:13

34485 Sarıyer / İstanbul, Türkiye

asavranoglu@burgan.com.tr

www.burgan.com.tr**Uđur Orhon, CMT**

Stratejist

Arařtırma

Burgan Yatırım Menkul Deđerler A.Ş.

Maslak Mah. Eski Büyükdere Cad. No:13 Kat:8

34485 Sarıyer / İstanbul, Türkiye

ugur.orhon@burganyatirim.com.tr

www.burganyatirim.com.tr**UYARI NOTU**

Bu raporda yer alan bilgiler Burgan Yatırım Menkul Deđerler A.Ş. ("Burgan Yatırım") tarafından genel bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Burada yer alan bilgi, yorum ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde, kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir, herhangi bir yatırım aracının alım ya da satımı için öneri niteliğinde yorumlanmamalıdır. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak mali durumunuz, risk ve getiri beklentileriniz ile uyumlu olmayan yatırım kararları vermeniz beklentilerinize uygun olmayan sonuçlar doğurabilir. Burada yapılan analizlere dayanarak yapılan yatırımlar zararlar da sonuçlanabilir. Bu rapora dayanarak yapılan herhangi bir yatırımın sonucu Müşteri'ye aittir. Bu sonuçlardan dolayı Burgan Yatırım ve çalışanları hiçbir sorumluluk üstlenmemektedir. Bu raporda yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olmakla birlikte kesinlikleri ve doğrulukları garanti edilmemektedir. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmamasından, kullanılan kaynaklardaki hata ve eksik bilgilerden dolayı doğabilecek zararlar konusunda Burgan Yatırım ve çalışanları herhangi bir sorumluluk kabul etmez. Raporda yer alan bilgiler Burgan Yatırım'ın yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayımlanamaz veya üçüncü kişiler ile paylaşılamaz.