

**2021'de emtia genelinde güçlü yükselişler yaşandı, 2022'de daha ayrışan bir performans göreceğiz...**

Grup olarak enerji en iyi performansı gösterirken, ekonomilerde ağırlıklı kullanılan baz metaller, demirli metaller ve ve tarımsallar güçlü kaldılar. Değerli metallerde ise emtia genelinden ayrışan oldukça zayıf bir performans vardı.

**Değerli metal grubunun en önemli çipası olan altındaki zayıf performans**, gümüşü de aşağıya çekerken, PGM grubu metaller de, elektrikli araçlara geçişin hızlanmasından olumsuz etkilendiler. Grup içerisinde **Paladyum en zayıf performans gösteren metal olurken**, değerli metaller genelindeki düşüşün negatif yansımalarına ek olarak; paladyum ve platin talebinin çok önemli kısmını oluşturan otomotiv(katalitik konvertörler) sektöründe çip krizi nedeniyle yaşanan yavaşlama, elektrikli araçlarda katalitik konvertör kullanılmaması dolayısıyla bu metallerin gelecek taleplerine yönelik endişeler ve arz tarafında maden üretiminin Afrika'da hızla yükselmesi, her iki metalde de sert düşüşlere neden oldu. **Bu iki metal arasında biz platinin önümüzdeki dönemde daha güçlü performans göstereceğini düşünüyoruz.** Benzinli araçların katalitik konvertörlerinde daha ucuz kalan platine doğru kayış ve hidrojen ekonomisine geçişin hızlanması, özellikle **yeşil hidrojen elde etmek için elektrolizörlerde kullanılan platin** talebine olumlu yansıyacaktır.

Emtia	2021 Getiri (%)	Volatilite	Max. geri çekilme	Riske göre düz. getiri
Coffee	76.3	36.38	-16.84	2.1
ICE Gasoil	58.53	31.26	-19.69	1.87
NY Harbor ULSD	57.83	30.9	-20.39	1.87
WTI Crude	55.01	36.03	-22.54	1.53
Brent Crude	50.15	32.83	-20.29	1.53
Natural Gas	46.91	57.3	-43.58	0.82
Cotton	44.14	28.02	-15.65	1.58
LME Primary Aluminium	41.64	24.33	-19.43	1.71
Soybean Oil	29.93	34.55	-27.84	0.87
Copper	26.84	25.43	-15.43	1.06
LME Nickel	26	28.48	-19.15	0.91
LME Copper	25.65	27.38	-18.34	0.94
Live Cattle	22.97	16.27	-8.96	1.41
Corn	22.57	37.33	-35.85	0.6
Sugar	21.89	28.87	-21.67	0.76
Wheat	20.34	29.73	-21.33	0.68
LME Lead	17.37	22.95	-13.3	0.76
LME Aluminium Alloy	14.82	23.09	-20.56	0.64
Soybeans	1.03	25.56	-29.06	0.04
Cocoa	-3.19	28.13	-19.61	-0.11
Gold	-3.51	14.97	-14.14	-0.23
Soybean Meal	-5.23	28.97	-33.6	-0.18
Platinum	-10.32	31.42	-30.85	-0.33
Silver	-11.59	31.37	-26.97	-0.37
Palladium	-22.08	39.6	-48.03	-0.56

Kaynak: Bloomberg

**Altın**, bizim 2021’de pek bir performans beklemediğimiz ancak 2022 senesinde daha güçlü kalacağını düşündüğümüz bir değerli metaldi. 2021’deki olumsuz görüşümüzün nedenleri; faizlerdeki yukarı yönlü hareketin ivmelendiği, büyümenin ön planda olduğu ve enflasyondaki artışın önüne geçtiği ve risk iştahının oldukça güçlü olduğu dönemlerde altın fiyatlarının genellikle geride kalması idi. **2021 başında yayınladığımız aşağıdaki beklentileri içeren raporda, altına yönelik ilk çeyrekte bir tepe görülebileceği** ancak sonrasında **\$1,700 seviyelerine doğru** yaşanabilecek geri çekilmelerin uzun vadeli yatırımcılar için fırsat yaratacağı beklentisini paylaşmıştık, nitekim buna benzer hareketler takip ettik.

*“Altın ilk etapta piyasalardaki düşüşlerden fayda görse de, bu sene zayıf performans gösterebilir... Burada her ne kadar faiz artışlarına daha oldukça uzun bir zaman olsa da, genişlemeci politikaların azaltılabileceğine yönelik verilecek mesajlar ve tahvil faizlerindeki yukarı yönlü hareketler, hiçbir sabit getirisi olmayan değerli metallerde, özellikle de altın ve gümüşte ciddi baskı yaratabilir. Risk iştahının açık kalması ile beraber yatırımcıların getiri iştahı ile hisse senetleri gibi riskli varlıklara yönelmeleri ve yükselen faizlerle bono/tahvil piyasasında getiri aramaları altına olan ilgiyi azaltacaktır.*

*Dolayısıyla biz senenin ilk yarısında altında **\$1,700 gibi seviyelerin görülebileceğini** ve bu olası düşüşün ise orta/uzun vadeli bakabilen yatırımcılar için değerli metalde cazip bir alım fırsatı ortaya çıkaracağını düşünüyoruz.”*

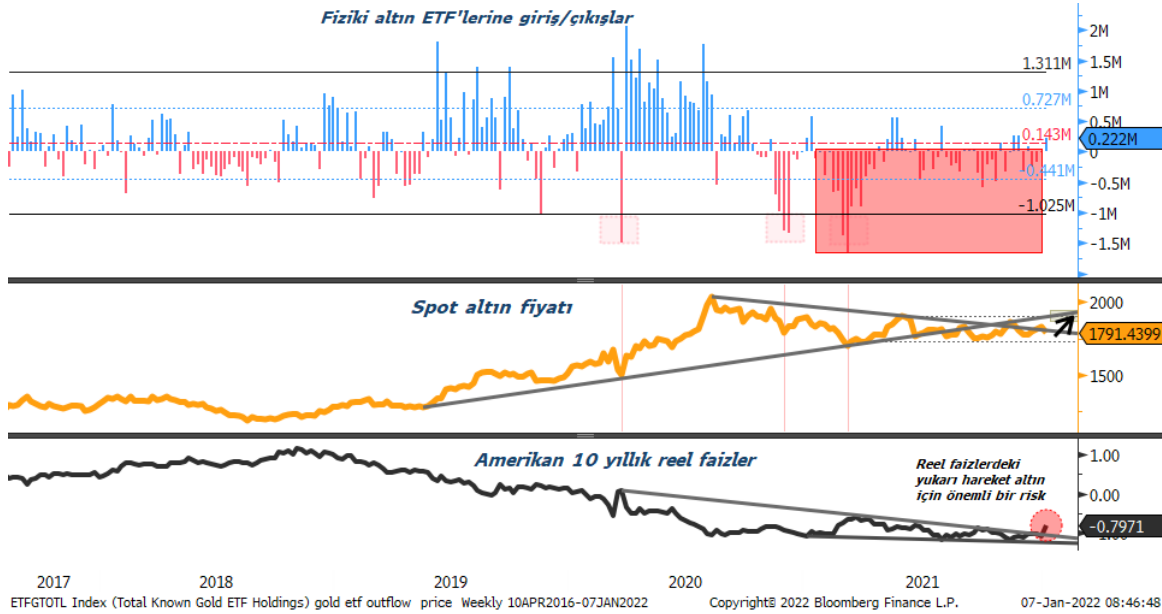
2021 senesinde reel faizlerin ekside kalması ve portföylerde değeri yükselen hisse senetlerini hedge etmek için yatırımcıların altına yönelmesi, değerli metalde düşüşleri sınırlı tutsa da, altın senenin ilk çeyreğinde tepe seviyeye ulaştıktan sonra hızla geriledi. İlk etapta Şubat ayında faizlerdeki artış altında satış baskısı oluştururken, sene boyunca risk iştahının açık kalması ve yatırımcıların düşük faiz ortamında getiri iştahı ile riskli varlıklara yönelmeleri, altının seneyi düşüşle tamamlamasına katkıda bulundu. Talep anlamında **mücevherat ve merkez bankaları talebi canlı kalsa da, yatırım tarafındaki düşüş fiyatları baskıladı.**

- **Fiziki tarafta** altın talebinin yoğun olduğu gelişmekte olan ülke piyasalarında lokal para birimlerinin zayıflaması altını daha pahalı hale getirirken, ekonomilerdeki açılma mücevherat talebini destekledi. Aynı zamanda düşük seviyelere gerileyen envanterlerin tekrar yenilenmesi ve Hindistan gibi önemli talep yaratan bölgelerde ertelenen düğünlerin yapılmaya başlanması da, mücevherat talebine olumlu yansıdı.
- **Merkez bankaları** nette alıcı olsalar da, alımlarında(geçmişte de olduğu gibi) fiyatlara hassas hareket etmeleri ve genelde düşük seviyelerde alıcı olarak fiyatlara destek olmaları, önemli bir yukarı hareket tetiklemedi. **Nitekim üç çeyrektir artan merkez bankası alımlarının yoğunlaştığı bölgelerin de senenin dip seviyelerinin görüldüğü ilk yarı olduğunu takip ettik.** WGC rakamlarına göre son on senede merkez bankaları 4,500 ton üzerinde altın alarak, toplam rezervlerini Eylül ayı itibarıyla son 31 senenin en yükseğine(36,000 ton) çıkardılar ve 2021 senesinin ilk yarısında 332 tonluk alım yaptılar ki, bu miktar son beş senelik ortalamanın yaklaşık %39 üzerindedir. İlk yarıda Brezilya, Tayland ve Macaristan alımlarda dikkat çeken merkez bankaları oldular. Tarihsel olarak baktığımızda **altın arzının senelik %2 civarında büyüdüğünü ve 3000 ton civarında senelik üretimin yaklaşık beşte birini merkez bankalarının aldığını görüyoruz.**

- **Yatırım talebi**, altın fiyatlarında geçmişte hızlı yükselişlerin yaşandığı dönemlerde esas momentumu yaratan faktör. Ancak geçtiğimiz sene piyasa oyuncularının(hedge fonlar,vb), spekülative alım ilgisi oldukça cılız kaldı. Vadeli piyasalarda ve opsiyon piyasalarında pozisyonlar sınırlı kalırken, **2015 senesinden bu yana ilk defa ETF'lerden büyük çıkışlar ön plandaydı** (Bloomberg rakamlarına göre ~280 ton civarında). Aşağıdaki grafikte de kırmızı ile işaretlenmiş bölge, bu çıkışları gösteriyor. Ancak yeni yıl ile beraber sınırlı da olsa bir miktar ETF alımı görüyoruz. Yatırımcıların altına ilgisi spekülative bir artış beklentisinden çok, yüksek hisse pozisyonlarına karşılık bir portföy hedge'i olarak kullanmak yönündeydi.

### 2022 senesi(özellikle ikinci yarısı) altın ve gümüş için 2021'den daha iyi bir sene olabilir...

Her ne kadar Aralık ayında FED Başkanı Powell'in ani şahin dönüşü ve enflasyonla mücadele konusunda verdiği mesajlar, parasal sıkılaştırma ortamından negatif etkilenecek altın için olumsuz bir dinamik olsa da, **risk iştahında olası bir geri çekilme, enflasyonun yüksek kalması ve reel faizlerin ekside seyretmeye devam etmesi, altın ve gümüşe destek olacaktır**. Senenin ilk çeyreğinde piyasalarda bir çalkantı ve faizlerde sert yukarı hareketler görmemiz(3 Ocakta yayınladığımız endeks beklentilerimize değindiğimiz ilk raporumuzda baz senaryomuz bu yönde), **altında da isteksiz bir seyre neden olabilir** ancak **FED'in olası bir güvercin dönüşü ile beraber reel faizlerin tekrar yönünü aşağıya çevirmesi, altında esas yukarı yönlü momentumlu bir yükseliş hareketini tetikleyebilir**. Dolayısıyla reel faizlerdeki sert yükselişle kısa vadede altında yaşanabilecek aşağı yönlü sert hareketler alım fırsatları yaratacaktır, biz esas olarak ikinci çeyrekle beraber \$1,900 seviyelerine doğru bir yükseliş görebileceğimizi düşünüyoruz.



**Gümüş** her ne kadar 2021 senesinde yoğun olarak bireysel yatırımcılara büyük heyecan ve hikayelerle anlatılmış ve pazarlanmış bir metal olsa da, biz büyük resimde önümüzdeki dönemde gümüşün hareketinin altına paralel ama daha yüksek volatilitede olacağına ve gümüşün seyrini altının belirlemeye devam edeceğini düşünüyoruz. Her ne kadar gümüş endüstriyel anlamda altından daha çok kullanılan bir metal olsa da, değerli metalin yönünde ana belirleyici yatırım tarafından gelen talep ve altının yönü olacaktır.

Nitekim geçmişte altın ve gümüşün hareketlerine baktığımızda da dönem dönem piyasadaki çalkantı ile beraber iki metal arasındaki korelasyon kırılrsa da, **uzun vadede oldukça yüksek bir korelasyonla aynı yönde hareket ettiklerini** ve altın fiyatlarının bu yönü belirleyen ana çıpa olduğunu görüyoruz. Altın/gümüş rasyosuna 100 yıl gibi uzun bir zaman diliminde baktığımızda, uzun vadede sürekli altın lehine bir yükseliş görüyoruz. Bu rasyoyu kısa vadede etkileyen önemli bir faktörün, ileri yönelik enflasyon beklentileri olduğuna değinelim.

- Temiz enerji, özellikle de **güneş panelleri(gümüş talebinin yaklaşık %10'u)** gibi alanlarda gümüşün artan kullanımı heyecana yol açmış olsa da, nadir bulunan ve yüksek fiyatlı metallerin kullanımının sektörler gelişip büyüdükçe azaldığı ve sektör oyuncularının genellikle ikame kaynaklara yöneldikleri unutulmamalı (nitekim batarya metallerinde de benzer bir eğilim var).
- Biz **altın ve gümüşün para birimlerinin birer alternatifi ve efektif bir enflasyon hedge'i olduklarının düşünülmesi ve güvenli liman etkisi gibi dinamiklerden daha fazla etkilenmeye devam edeceklerini** ve bu metallerin yönünü belirleyen ana faktörün daha çok finansal piyasalardaki gelişmeler ve yatırım talebi olacağını düşünüyoruz.



### **Bakırda yaşanabilecek düşüşler, orta vadeli yatırımcılar için fırsat yaratabilir....**

**Bakır, bizim orta/uzun vadede en çok potansiyel gördüğümüz emtia arasında.** Senenin ilk yarısında, gerileyen envanter seviyesi, düşük yatırımlar ve Covid19 salgını nedeniyle global bazda düşen üretime karşın, talep tarafında ekonomilerin açılması ile beraber yaşanan patlama ve özellikle de Çin tarafında tekrar depolama eğiliminin artmasıyla bakırda **adeta kusursuz bir fırtına yaşanmıştı.** Aynı zamanda Biden Başkanlığında, Demokratların da Kongre'de çoğunlukta olduğu bir dönemde altyapı teşviklerinin geleceği ve genişlemeci maliye politikalarının devam edeceği beklentileri de, bakır fiyatlarına destek sağladı.

- Bakır fiyatlarına spekülasyon bir bacak katan bir faktör de, son dönemde en popüler yatırım temaları arasında yer alan elektrikli araçların giderek yaygınlaşması. **Elektrikli araçların üretiminde bakırın yoğun olarak kullanılması**, hatta fosil yakıtlarla çalışan araçlara göre yaklaşık **4 kat fazla bakır kullanıldığı**nın düşünülmesi de ileriye yönelik ciddi arz/talep sıkıntılarının yaşanabileceği görüşlerini ön plana getirdi ve yatırımcı talebine spekülasyon bir boyut katmış oldu. Senenin ikinci yarısında Çin'deki yavaşlama, konut sektöründeki sıkıntılar ve Çin hükümetinin özellikle bakır, demir gibi metallerde spekülasyonu ve fiyat artışlarını yavaşlatmaya yönelik attığı adımların da etkisi ile yukarı yönlü hareketler hız kaybetti ve ikinci yarıda bir bant hareketi gördük.
- **2022 senesinin ilk çeyreğinde risk iştahının gerilemesi durumunda bakır da bir miktar daha satış baskısı ve \$4 seviyelerine geri çekilmeler takip edebiliriz. Ancak arz/talep dengesindeki sıkışıklık ve bakırın elektrifikasyondan gelen, orta vadeli artan talebinin ön plana gelmesi düşüşlerin derinleşmesine engel olacaktır.** 2020 senesinde bakır talebinin sadece tek haneli kısmının temiz enerjiden geldiği düşünülürken, 10 sene içinde bu oranın %25'lere yaklaştığını görebiliriz. Bu da bakırda uzun vadede önemli bir arz açığına neden olacaktır.
- Geçmişte bakır fiyatlarının **\$3 altında kaldığı uzun dönemde maden yatırımlarının ertelenmesi ve bakırın yatırım sürecinin oldukça uzun olması, oluşabilecek bir arz açığının kapatılmasının zaman alacağını düşündürüyor.** En büyük bakır üreticilerinin Freeport McMoran CEO'sunun bakır fiyatları \$10'a gitse dahi **yeni arzın piyasaya sürülmesinin 7-8 sene alacağı** yorumları da bu konunun altını çizdi. Bakır üretiminin yaklaşık %30'unu karşılayan Şili'de seçimler sonrasında, yabancılar tarafından işletilen madenlere yönelik kaygılar da fiyatlarda risk primini arttırabilir(Şili aynı zamanda en büyük lityum rezervlerine de sahip). Talep tarafında ise önümüzdeki sene Çin hükümetinden gelebilecek genişleme destekleri de bakır fiyatlarına destek olabilecek faktörler. Çin'in global bakır talebinin yaklaşık yarısını oluşturması, bakır fiyatlarının ülke ekonomisindeki gelişmelere hassas hareket etmesinin en önemli sebebi.

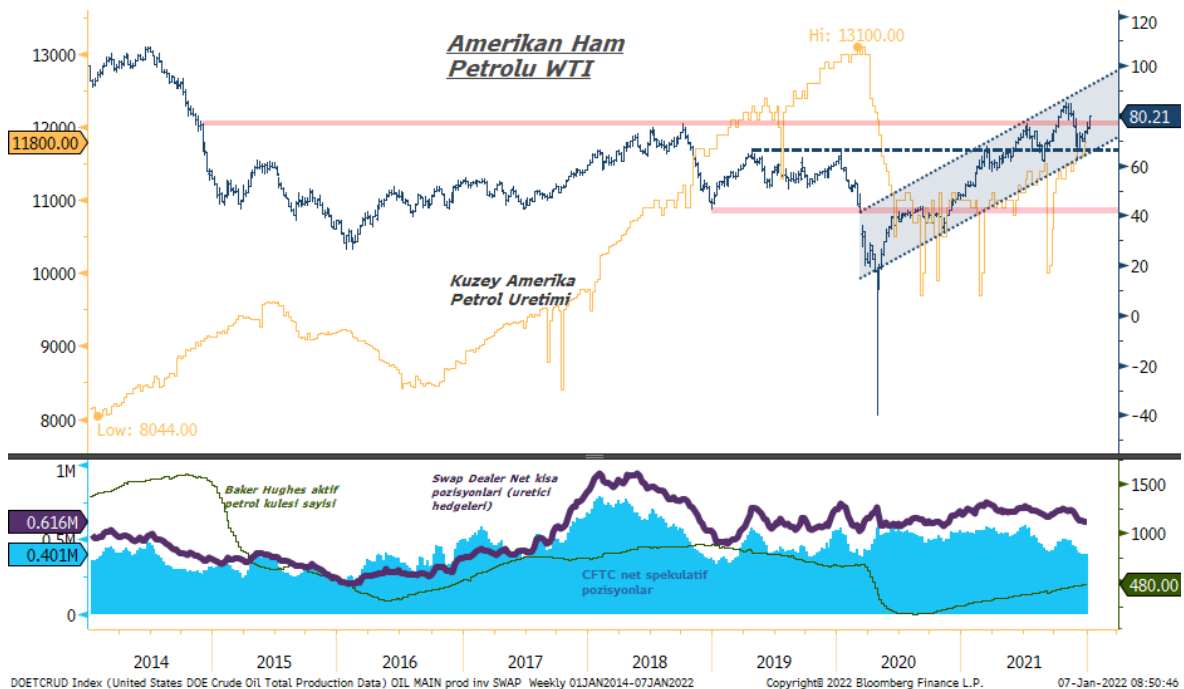


**Petrol fiyatları için en kritik faktör ABD'deki üreticilerin tepkisi olacak, biz \$100 ve üzeri ortaya atılan hedefleri abartılı buluyoruz ve petrolde aşağı yönlü potansiyel olduğunu düşünüyoruz...**

Pandemi sonrasında Çin ekonomisinin en önce ve hızlı bir şekilde açılması ile beraber global bazda en büyük ithalatçı ve en büyük ikinci kullanıcı olan ülkenin petrol talebine destek olması ve diğer ekonomilerin de arkadan gelerek talebi pandemi öncesine yakın seviyelere yaklaştırması ile fiyatlar toparlanmıştı.

**2021 senesinde ise fiyatlardaki hızlı yükselişin ana sebebi, toparlanan talebe arzın gerekli cevabı vermemesi ve OPEC+ konsorsiyumunun pandemi döneminde yaptığı günlük 9,7 milyon varillik tarihi arz kesintilerini normalleştirme konusunda yavaş davranması** idi. Burada özellikle non-OPEC tarafında en büyük üretici olan ve pandemiye kadar sürekli üretilmekte gaza bazarak her sene 1 milyon varile yakın üretim arttıran **ABD'deki şeyl üreticilerinin de arz arttırmamaları** fiyatlara ve birikmiş olan global envanerin eriyerek beş senelik ortalamaların altına inmesine destek oldu. OPEC+ içerisinde Suudi Arabistan ve Rusya gibi dev üreticilerin stratejileri az sayıda karar alıcının belli çıkarlar çerçevesinde aldıkları kararlarla belirlenirken, ABD'de üretim kararı tek bir elden alınmıyor ve yüzlerce bağımsız üreticinin piyasa koşullarına göre aldıkları kararlar üretimi belirliyor.

Bu çerçevede ABD'deki üreticilerin artan fiyatlara ve oldukça karlı hale gelen şeyl üretimine ağırlık vermemelerinin ana sebebi; pandemi sırasında eksi seviyelere gerileyen petrolün yarattığı travmanın da etkisi ile, elde ettikleri nakit akımını üretim ve yatırım yerine hissedarlara temettü ve hisse geri alımı şeklinde geri döndürmeleri. Bu eğilim ne kadar daha devam eder bilemiyoruz, ancak biz **2022 senesinde ABD'den gelecek üretim tepkisinin** fiyatlar üzerinde en önemli etken olabileceğini düşünüyoruz. Pandemi dönemine kadar fiyatların gidişatını belirleyen "swing producer" rolünü üzerine alan ABD, son dönemde bu rolü tekrar yüksek atıl kapasiteye sahip olan Suudi'lere ve OPEC'e bırakmıştı. Önümüzdeki sene bu dinamik tekrar değişebilir ve OPEC daha önce de yaşandığı gibi şeyl üreticilerine piyasa payını kaptırmamak için üretim artışını ivmelendirebilir.

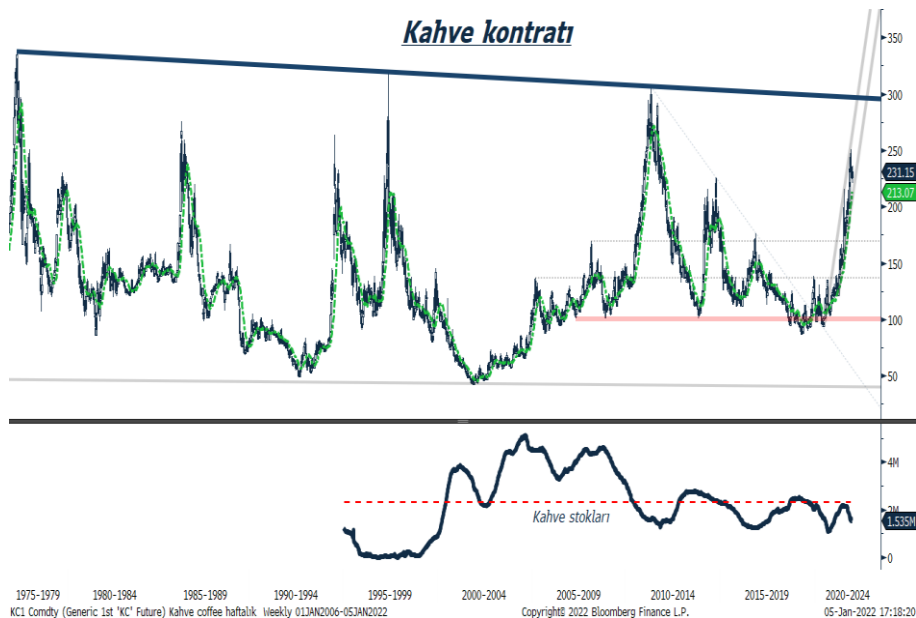


2022 senesinde petrol fiyatlarını etkileyecek ana faktör global arz miktarı olacaktır. Arz ve talebin günlük olarak 100 milyon varil etrafında dengelendiği, OPEC+ konsosiyumunun kademeli artışlara devam ettiği, ekonomilerdeki açılma ile talep etkisinin arttığı ancak artma ivmesinin yavaşladığı bir ortamda, **ABD üreticileri veya İran gibi bir dış etkenden gelebilecek ekstra günlük 1,5-2 milyon varil üretim, tekrar arz fazlalığını gündeme getirebilir.** OPEC'in son toplantısındaki tahminleri de 2021 senesinin ilk üç ayında global bazda petrol arzının, petrol talebinin günlük 1,4 milyon varil üzerinde olacağı yönünde. Burada Çin hükümetinin "zero covid" politikası ve buna yönelik yaşanabilecek kapanmalar, bu arz fazlasının kısa vadede daha da yukarıda gerçekleşmesine neden olabilir. Bunun yanında OPEC'in açıkladığı artışları yapmaması veya son günlerde Kazakistan'da yaşanan olaylar gibi arz kesintileri fiyatlarda yukarı yönlü riskler yaratabilir. Nitekim OPEC'in Aralık ayı artışları da Afrika'daki üreticilerin geride kalması ile beklenenin çok altında, 90,000 varil seviyesinde gerçekleşti.

Petrolün vadeli eğrisine baktığımızda, 1-6 ay ve 1-12 aylık kontratlar arasındaki farkın işaret ettiği backwardation yapısındaki düşüş eğilimi de, fiziki piyasadaki sıkışıklığın hafiflediğini gösteriyor. Aynı zamanda backwardation formasyonunun devamı finansal piyasa oyuncularına sağladığı "roll yield" ile petrolde uzun pozisyon tutmayı avantajlı hale de getiriyor. Sonuç olarak önümüzdeki dönemde arz tarafındaki olası artışlar, fiyatların yükselişinin önünde set çekerek, **Amerikan Ham Petrolünde \$60-\$80 aralığında bir bant hareketine neden olabilir. Piyasalardaki risk iştahı da bu bant içerisindeki hareketlerde belirleyici olacaktır.**

### **Tarım sallarında soft emtia ve özellikle de kahve, senenin parlayan yıldızı idi...**

Kahve ve bakır, bizim bu sene için favori olarak gördüğümüz emtiaların başında geliyordu. **Kahve** tarafında ani artan talebi sınırlı arz karşılayamazken, sıkışan temel dinamikler fiyatlarda hızlı yükselişlere neden oldu. Kahve bizim uzun vadede avantajlı gördüğümüz (seküler büyüyen talep artışını karşılayamayacak arz dolayısıyla) emtia arasında kalmaya devam ediyor. Uzun vadede **tekrar \$3 seviyesini hedefleyen kahve kontratı**, parabolik yükselişi sonrasında kısa vadede \$2-\$2,15 seviyelerine doğru bir düzeltme hareketi yapabilir.



Kahveye yönelik **Mayıs ayında yazdığımız aşağıdaki nottaki dinamiklerin gerçekleşmesi, yukarı yönlü sert bir yükselişe neden oldu:**

*“Kahve tüketimi son senelerde global bazda artmaya devam ederken, özellikle Çin’de tüketicilerin giderek kahveyi günlük hayatlarına sokmaya başlamaları ve Starbucks gibi zincirlerin ülkede agresif bir şekilde genişlemesi, kahveye olan ilgiyi arttırmıştı. Buna karşılık üretimin de yüksek kalması ve Brezilya gibi dev üreticilerin artan talebe karşılık vermesi ve büyük bir kuraklığın yaşanmaması, kahve fiyatlarını denge de tuttu ve son 4 senede fiyatlar büyük ölçüde \$0,90-\$1,40/lb aralığında seyretti. Ancak pandemi sonrasında bu dengelerin değişmeye başladığını görebiliriz.”*

*“ICO rakamlarına göre 2020/21 kahve yılının ilk yarısında ihracat 65 milyon torba(60kg’lık torbalar) ile önceki senenin aynı dönemine göre %3,5 artarken, bu sene için kahve tüketiminin %1,3 artışla 166 milyon torba seviyesine çıkacağı öngörülmüyor. Burada her ne kadar fiyatları etkileyecek büyük bir talep patlaması öngörülmesee ve **henüz kahve arzında sıkıntılar başgöstermese de, önümüzde dönemde Brezilya üretiminde önceki seneye göre %30’a varması beklenen düşüş, tedarik zincirinde özellikle konteynir bulunaması gibi sıkıntılar, birikmiş talebin beklenenden de yüksek oluşması ve restoran/cafelerin açılması ile tüketimin daha hızlı artması, Amerika gibi önemli kahve tüketicisi ülkelerde giderek envanterin azalması kahve fiyatları üzerinde yukarı yönlü riskler yaratan faktörler.”***

**Tahıllarda özellikle mısır, soya ve buğdayda gelen büyük hasatlarla beraber, 2022 senesinde yükselişlerin sınırlı kaldığını görebiliriz.** 2021 senesinde tarımsal emtiada görüğümüz hızlı fiyat yükselişi, önümüzdeki dönemde ekim alanlarının artmasına ve hava koşullarının müsade etmesi durumunda da rekor hasatlara yol açabilir. IHS Markit rakamlarına göre dünyadaki en büyük tahıl üreticilerinden bir tanesi olan ABD’de çiftçiler, geçtiğimiz senenin rekor seviyesinin 8000 metrekare üzerinde buğday, mısır ve soya ekecekler. Burada artan gübre fiyatları bazı üreticileri daha az gübre ihtiyacı olan tarımsallara yöneltebilir. Bunun yanı sıra tahmin edilmesi güç olan hava durumu ve kuraklık ihtimali, düşük envanter seviyeleri arza yönelik riskleri gündemde tutan faktörler. Aynı zamanda son dönemde artan önemli bir jeopolitik gerginlik de özellikle buğdayda fiyatlara destek olabilir. En büyük buğday ihracatçılarından Rusya ve Ukrayna arasındaki politik gerilim, daha önce de olduğu gibi **buğday fiyatlarının relatif güçlü kalmasına yardımcı olabilir.**

- Talep tarafında en büyük tarımsal emtia kullanıcısı olan Çin’de talebin bir miktar yavaşlaması fiyatları baskılayabilecek bir unsur, artan fiyatların tüketimi de törpülemeye başlayacağı göz önüne alınmalı. Biz önümüzdeki dönemde **buğdayda \$7, mısırdaki \$5,5, soyada \$12,50 seviyelerine doğru geri çekilmeler** görebileceğimizi düşünüyoruz. Sonrasında ise bu grupta geniş bir bant hareketinin yaşandığını görebiliriz.

**Bitcoin** fiyatlarına yönelik beklentileri ele alırken, kriptoparayı hangi finansal varlık kategorisine sokulacağı da önem kazanıyor. Bir para birimi mi, emtia mı, spekülasyon bir yatırım aracı mı olduğuna dair farklı tartışmalar yapılırken, aslında her varlık sınıfının özelliklerini barındırıyor. Paraya benzeyen özellikleri arasında taşınabilirlik, bölünebilirlik, homojenlik gibi bir çok özelliği bulunan ve genel kabul görme konusunda son dönemde önemli ilerleme sağlayan Bitcoin, fonksiyon anlamında da efektif bir mübadele/ödeme aracı olma yolunda ilerliyor.



Değer saklama kabiliyeti konusunda ise her ne kadar altın gibi sınırlı arzının olması, Bitcoin'i para birimlerine göre avantajlı kılmış olsa da, bize göre buradaki en önemli problem henüz zaman testinden geçmemiş olması. Bitcoin'in sadece bol likidite ortamında var olan bir finansal varlık olması dolayısıyla, önümüzdeki senelerde yaşanabilecek krizler veya parasal sıkılaştırmanın hızlandığı dönemlerde ne kadar güçlü kalabileceği, ne kadar güvenli bir liman olabileceği ve efektif bir enflasyon hedge'i olabileceği konuları önemli sorular. Yüksek volatilitesi dolayısıyla değer ölçüsü olma konusunda da, önemli bir sıkıntı var. Bir günde %30 düşebilen bir para biriminin stabilitesi ve değer biçme konusunda ne kadar efektif olabileceği önemli bir kaygı.

**Biz bu noktada Bitcoin'in fiyat hareketlerini ve kullanıcıların gözündeki ağırlıklı işlevini, bir spekülatif yatırım aracı olarak görüyoruz.** Halen bir çok Bitcoin yatırımcısının dijital para birimini alma nedenlerinin bir alışveriş ve değişim aracı olarak değil, daha yüksek bir fiyattan satarak kazanç elde etmek olması, bize Bitcoin'in şu anki işlevinin bir menkul kıymete daha yakın olduğunu düşündürüyor.

Buradaki önemli bir tehlike, **içsel bir değeri olmayan, temel dinamiklerle değerlemesi güç bir kıymeti yatırımcıların sadece bir sonraki yatırımcıya daha yüksek fiyat ile satabileceği** umuduyla alıyor olması ki, geçmişte **bütün balonların böyle bir ortamda, bol likidite eşliğinde, spekülasyonun geniş kitleler elinde irrasyonel aşırılığa kaçması ile yaşandığını unutmamak gerekiyor.**

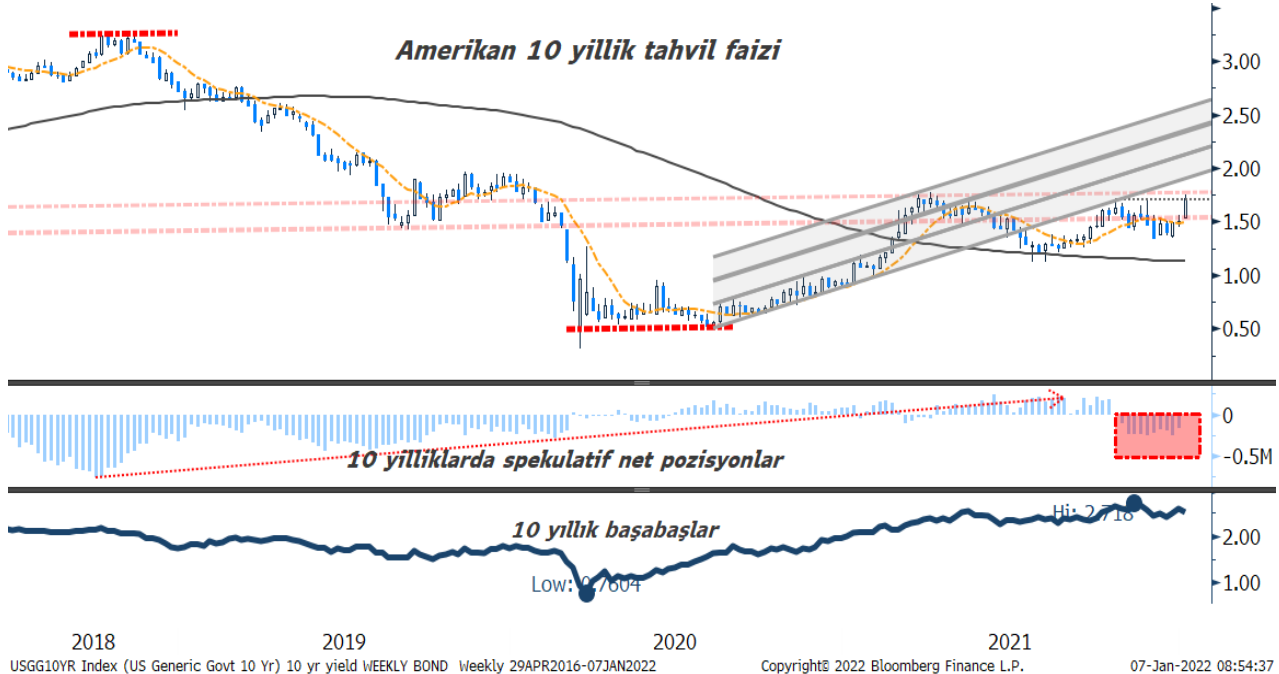
Bitcoin'in giderek daha fazla yatırımcıya ulaşması ve yaşanan hızlı yükselişlerin yatırım tecrübesi sınırlı olan bireysel yatırımcıları cezbetmesi, likiditenin çok bol olduğu bir ortamda spekülatif bir balon oluştuğu izlenimini yaratıyor. Dolayısıyla **önümüzdeki dönemde likiditenin çekilmeye başlaması kriptoparalar, NFT'ler, spekülatif gelecek beklentisi ile fiyatlanan gelir üretmeyen şirketler, bireysel yatırımcıların favorisi haline gelen AMC, Gamestop gibi temel dinamiklerinden kopmuş hisseler gibi varlıklarda sert hareketler görebiliriz.** FED'in sıkılaştırma mesajları verdiği, faizlerin arttığı ve piyasalarda panik satışlarının ön plana geldiği bir ortamda, Bitcoin'de sert düşüşler yaşanabilir ve **\$30,000 seviyelerine doğru geri çekilme görebiliriz.**



**2021'de sabit getirili araçlar, özellikle hazine tahvilleri yatırımcıların yüzünü güldürmedi, 2022'de de durum farklı olmayabilir...**

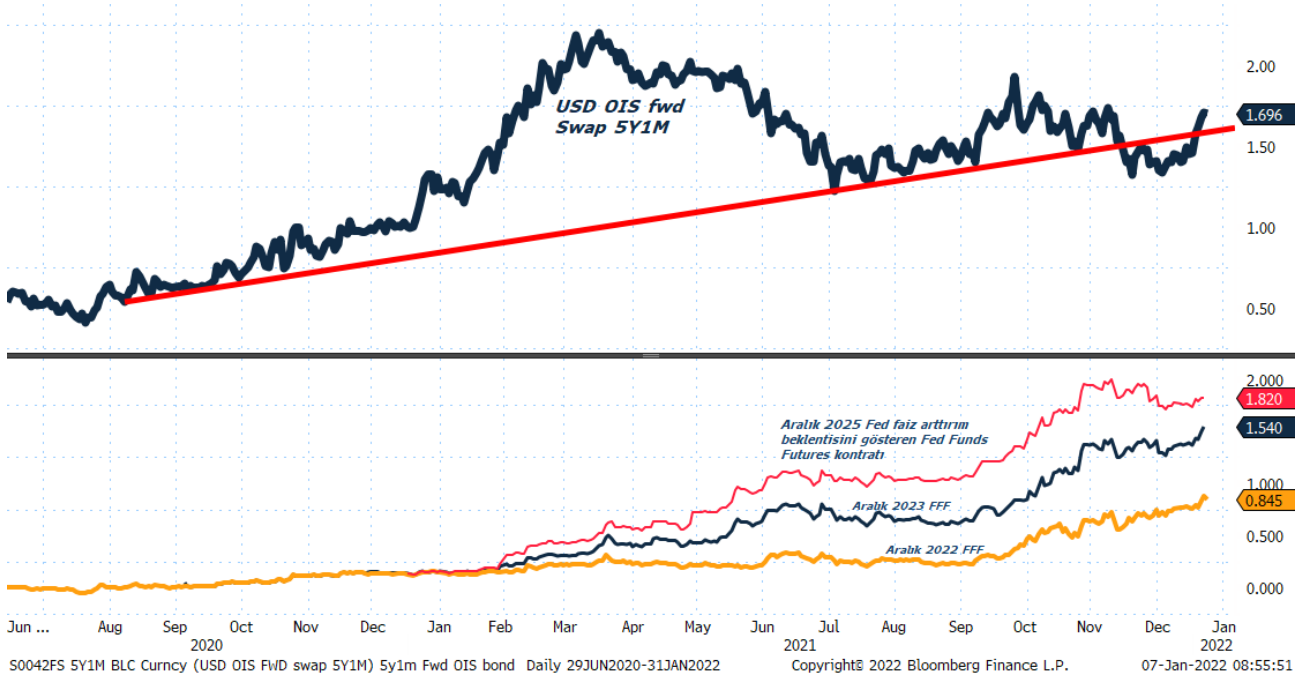
Ekonomilerin açılması ile beraber büyüme beklentilerinin güçlü kalması ve enflasyondaki yukarı yönlü hareketler tahvil faizlerinin yükselmesine neden olurken, bono ve tahvil endekslerinin buna paralel zayıf performans gösterdiklerini gördük.

- Özellikle **hazine tahvilleri geride kalırlarken, bono/tahvil piyasasında risk spektrumunun en ucunda yer alan ve hisse senetlerine daha paralel hareket eden junk bonolar relatif güçlü kaldı.** FED'in pandemi döneminde bono piyasalarına girerek ETF alımları ile şirketlerin fonlama maliyetlerini rahatlatması ve rekor seviyelerdeki bono ihraçları ile şirketlerin kasalarında nakit oranının yükselmesi de, temerrüt oranlarını aşağıya çekerek bu çok riskli junk bonoların güçlü performansına yardımcı oldu.
- FED'in sıkılaştırma mesajları eşliğinde tahvil faizlerinde beklentimize paralel sert yukarı yönlü hareketler görüyoruz. **10 yıllıklar faizler için izlediğimiz kritik %1,75** direncinin aşılması burada yukarı yönlü hareketlerin hızlanmasına neden olacaktır. Nitekim bu hafta gelen FED toplantı tutanaklarında faiz artırımının yanı sıra bilanço küçültmeye yönelik mesajların verilmesi, tahvil faizlerinde sert yükselişlerin yolunu açtı. Burada yukarı yönlü hareketin **%2 seviyelerine doğru devam ettiğini görebiliriz. Ancak faizlerdeki yükselişin yavaşladığı noktada(%2-%2,3 bandı olabilir)**, gelişmiş ülke piyasalarında bono/tahvil getirilerinin çok düşük olduğunu göz önüne alan yatırımcılar, (özellikle en yüksek miktarda Amerikan tahvili tutan ve **yüksek tasarruf oranına sahip Japon yatırımcılar**), **Amerikan tahvillerine alım ilgisi** göstereceklerdir. Bu da faizlerdeki yükselişi sınırlı tutan önemli dinamik olarak şekillenecektir. Maliye politikaları tarafında da, Biden'ın Build Back Better gibi büyük projeleri hayata geçirememesi olasılığının artması, yine faizlerdeki yükseliş beklentisini bir miktar sınırlayan bir faktör.



- **Tahvil piyasalarından da risk iştahının daralabileceğine yönelik sinyalleri bir süredir** alıyoruz. Tahvillerin volatilitelerini ölçen move endeksi yüksek kalmaya devam ederken, junk bonolardaki relatif zayıflama, şirket bonolarının hazine tahvilleri ile farklarındaki açılma eğilimi ve reel faizlerde teknik olarak yukarı yönlü hareketler, hisse senedi piyasalarında da yaklaşan volatiliteye işaret ediyordu.
- FED tarafında 3 faiz artışı beklerken, merkez bankası ile piyasa oyuncuları ayrıştığı temel noktalardan bir tanesi de, **FED'in bu faiz artırım döngüsünde nerede duracağı konusu**. Piyasa %2 altında bir terminal rate fiyatlarırken, FED %2,5'lara kadar çekmeyi hedefliyor. Burada bize göre **FED'in faiz artırımlarına büyüme yavaşlarken, getiri eğrisi yataylaşırken ve enflasyon beklentileri aşağı inerken başlaması**, yatırımcıları merkez bankasının faiz artırım sürecinde sözlü yönlendirme yaptığı kadar agresif olamayacağını düşünmeye itiyor. Aynı zamanda uzun vadeli faizlerdeki arz/talep dengesi de, buradaki fiyatlamların işaret etkisini bir miktar bozuyor olabilir.

Biz de FED tarafından gelen son dönemdeki **sert şahin söylemlerin aksiyona yansımalarının daha sınırlı olacağını** ve merkez bankasının piyasalardaki ve dolayısıyla finansal koşullardaki sıkışmaya ve faizlerdeki sert yükselişe seyirci kalmayacağını ve muhtemel olarak birinci çeyrek sonunda mesajlarını daha güvercin söylemlere döndürebileceğini düşünüyoruz. Önceki raporumuzda daha detaylı bahsettiğimiz gibi enflasyon konusunda görüşümüz önümüzdeki sene ortasında rahatlamaya işaret ettiği için, (bu da FED'in şahin mesajlarını hafifletme konusunda elini güçlendirecektir) 10 yıllıklardaki yukarı yönlü hareketin önemli kısmının da, reel faizlerdeki yükselişle gerçekleşeceğini düşünüyoruz.



#### 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, 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, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.