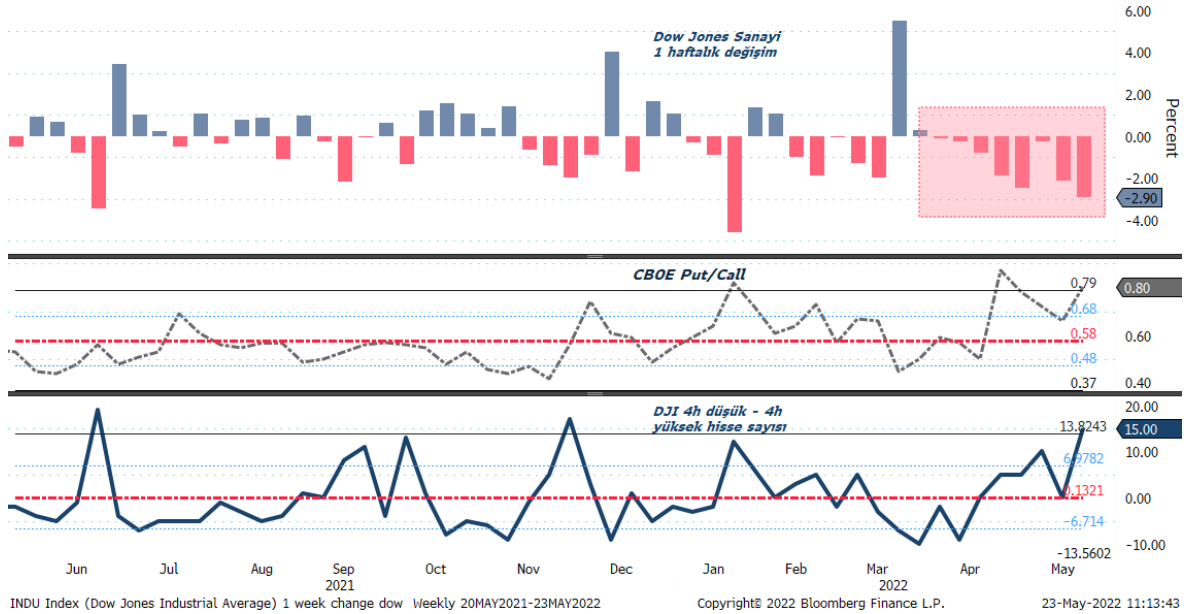


Piyasalarda son dönemde yaşanan gelişmeler, önceki hafta yayınlanan "FED politikaları ve piyasalar" raporumuzda değindiğimiz bazı noktalarla örtüşüyor. FED'den gelen ek sıkılaştırma mesajları, merkez bankasının piyasalardaki düşüşten ve finansal koşullardaki sıkılaşımdan henüz rahatsız olmadığını gösterirken, ABD ekonomisini canlı tutan tüketicilerin defansif duruşa geçmeye başladıkları sinyalleri, geçtiğimiz hafta yatırımcıların yüksek enflasyon korkularını, büyüme kısıtlılığı ve resesyona endişesine dönüştürdü.

Riskli varlıklar için üst üste gelen bu olumsuz dinamikler S&P500'ü ayı piyasasının ucuna doğru sürüklerken (endeks zirveden -%19 geriledi), Dow Jones Sanayi endeksi 1923 senesinden bu yana görülmemeyen bir şekilde 8 hafta arka arkaya eksi kapanış yaptı. Teknik olarak aşırı satım seviyelerindeki hisseler, uç seviyelerdeki pesimizm ve kısa pozisyonlar, makul seviyelere gerileyen değerlemeler ve kenarda sabırsız bekleyen yüksek miktarda nakit **kısa vadede sert bir tepki rallisi yaratabilir, ancak büyük resimde FED'in tutumunda bir yumuşamanın olmadığı durumda, düşüş dalgasında dip seviyelerin görülmediğini düşünüyoruz.**



FED'den gelen ek sıkılaştırma:

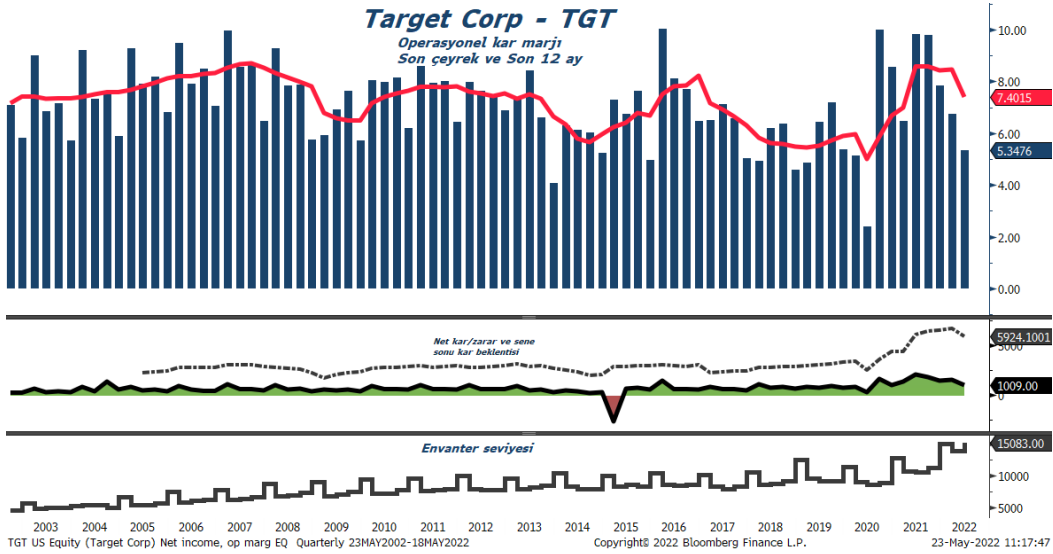
FED Başkanları geçtiğimiz hafta verdikleri ek şahin mesajlarla, sıkılaştırmanın devam edeceğine işaret ettiler. Powell'in faizlerin nötr seviye üzerine çekebileceği ve enflasyonla savaş konusunda gereken neyse yapılacağı mesajları, henüz merkez bankasının tepe sıkılaştırmada olmadığına ve piyasalar açısından bir FED put opsiyonunun henüz devrede olmadığına işaret etti.

Powell 2018 senesinde de nötr faizlere atıf yaparak, "nötr faizlere uzak olduğunu" belirttiğinde, hisse senedi endekslerini yine bir ayı piyasasının eşğine sürüklemişti. Biz bu noktada halen bir önceki raporda bahsettiğimiz **ikinci seçeneğin fiyatlanmaya devam ettiğini**, orta vadede risk iştahının daralmaya devam edebileceğini ve FED politikalarının hisse senetlerini bir miktar daha aşağıya çekebileceğini düşünüyoruz.

Tüketicilerden gelen olumsuz sinyaller:

Geçtiğimiz hafta gelen dev perakende zincirlerinin (Walmart, Target, Ross Stores) rakamları tüketim harcamalarının kırılma noktasına ve tüketicilerin hızla daha defansif duruşa geçtiklerini gösteriyor. Tüketiciler enflasyon baskısını giderek daha fazla hissederlerken, ABD’de ortalama benzin fiyatının \$4,50 üzerinde rekor seviyelere tırmanması da bütçeleri giderek daha fazla zorluyor.

Önceki raporumuzda, FED’in sıkılaştırma politikalarının emlak ve hisse senedi fiyatlarını baskılayarak servet etkisine olumsuz yansıtacağına ve bunun da tüketim harcamalarını yavaşlatarak ekonomide istenmeyecek kadar soğumaya neden olabileceğine değinmiştik. Nitekim bunun ilk işaretlerini perakende zincirlerinin daralan operasyonel marjlarında ve tüketici güven anketlerinde görüyoruz. Dev perakende zincirlerinin hisselerinde iki günde yaşanan %30'lara varan tarihi düşüşler de, isteğe dayalı ve zorunlu tüketim harcamalarının beklenenden çok daha zayıf kalabileceğini ve resesyon kaygılarının daha da alevleneceğine işaret ediyor. Özellikle orta ve alt gelir grubunun varlıklarında emlağın çok önemli bir pay alması, önümüzdeki dönemde emlak piyasasındaki gelişmeleri tüketici sağlığı açısından çok kritik bir hale getiriyor.

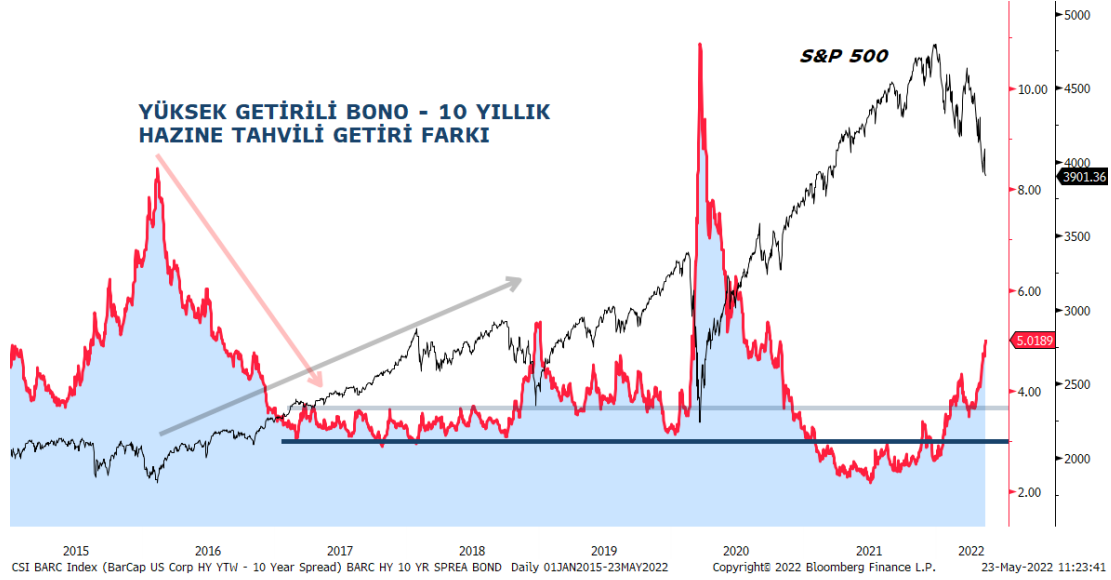


Costco Wholesale Corp gibi oldukça iyi idare edilen, maliyetlerini kontrol altında tutabilen, uzun vadede kendisine önemli bir niş ve müşteri bağlılığı yaratabilmiş ve perakende içerisinde Amazon gibi e-ticaret şirketlerinin tehdidinden daha korunaklı bir iş planını verimli bir şekilde hayata geçirmiş bir perakendecinin, bu ortamda nasıl performans gösterdiğini bu hafta takip edeceğiz. **ABD’de perakende hisselerinde yaşanan tarihi düşüşü değerlendirmek isteyen yatırımcılar için de Costco, bizim izleme listemizin en üst sıralarında yer alacak bir hisse.**

Enflasyon korkusundan büyüme kıtlığı paniğine geçiş:

Bir önceki raporda değindiğimiz enflasyon korkusundan, büyüme kıtlığı korkusuna doğru geçişin piyasa fiyatlamalarında giderek öne geldiğini takip ediyoruz. FED’in kararlı şahin duruşuyla büyüme beklentileri giderek aşağıya çekilirken, hisse senetlerinde, ekonomiye hassas hareket eden petrol ve endüstriyel metaller gibi emtiada satışlar, tahvillerde alımlar dikkat çekiyor.

Kredi piyasalarında artan stresin önümüzdeki dönemde gelişmekte olan ülke tahvil ve bono piyasalarına da olumsuz yansıtacağı, kredi risk primlerini de yukarıya çekebileceği de unutulmamalı. **ABD tarafına dönersek, getiri eğrisindeki yataylaşma, junk bono spreadlerindeki açılma ve 10 yıllık tahvil faizinin %3 seviyesinden sert geri dönüşü, büyüme kaygılarına işaret ediyor.**



Altına yönelik alım ilgisi faizlerdeki durulma ve stagflasyon kaygıları ile canlanabilir:

Ekonomideki yavaşlamaya rağmen arz kaynaklı risklerle enflasyonun yüksek kalması, stagflasyon fiyatlamalarını daha da öne getirebilir. FED'in agresif tutumu ve sözlü yönlendirme, faiz artışları, bilanço küçültme politika setini aynı anda uygulayarak finansal koşullarda yarattığı hızlı daralma büyümeyi aşağıya çekerken, emtia tarafındaki arz kaynaklı sıkıntılar, tedarik zincirindeki sorunlar talepteki daralmaya rağmen fiyatların yüksek kalmasına yol açabilir. Bu da şirketlerin kar marjlarının baskılanmasına ve hisse senetlerinin zayıf performansına neden olabilecek bir dinamik. **Dolayısıyla stagflasyon fiyatlamaları hem bonolar, hem de hisse senetleri için kötü bir senaryo, altın için ise olumlu.** Stagflasyon risklerinin yeterince artması durumunda, FED'in bu senaryoya geçişe izin vermemek adına şahin tonunu yumuşattığını da görebiliriz.



Piyasalardaki bozulma FED'i daha erken bir pivota itebilir...

Tüketim harcamalarının beklendiği kadar güçlü kalamaması, reel ekonomide yavaşlamanın hızlanması, finansal piyasalarda türbülansın devamı ve bunun yol açtığı dislokasyonlar(yüksek kaldıraç kullanan ve sıkışan bazı **hedge fonların pozisyonlarının olası kontrolsüz çözülmesi**), **kriptoparalar** gibi bol likiditenin desteklediği varlıklardaki olası patlamalar, kaldıraçın azaldığı ortamda yüksek volatilité, artan teminatlar ve düşük likiditenin yarattığı sıkışmaların piyasalara etkisi gibi gelişmeler, **önceki raporda bahsettiğimiz FED'in daha güvercin bir duruşa geçişini hızlandırabilir.**

- ✓ Burada özellikle hedge fonlar tarafında giderek zayıfların artması finansal piyasalarda ciddi dislokasyonlara neden olabilir. Bireysel yatırımcıların kısa pozisyonların yoğun olduğu hisselerde profesyonelleri sıkıştırmasından büyük zarar gören ve \$8 milyar üzerinde büyüklüğü olan Melvin Capital, akılcı ve düzenli bir şekilde fonunu kapatıyor. Ancak **Tiger Global, Maverick, Viking gibi büyüme odaklı dev fonlar ilk çeyrekte ciddi zararlar yazdıkları bazı pozisyonları tutuyorlar ve önümüzdeki dönemde de, halka açık olmayan portföylerde yazılabilecek olası zararlar ve yatırımcılardan gelebilecek para çekme talepleri, geçen sene yaşadığımız Archegos faciasına benzer bir senaryoyu da yaşatabilir.**

Stock	Q1 Return	Q2 Return	Held or Increased	Reduced
Confluent	-46%	-51%	N/A	Coatue, Lone Pine, Maverick, Tiger
Carvana	-49	-65	Maverick, Tiger Global	D1
DoorDash	-21	-41	Coatue	Lone Pine, Tiger Global
Dlocal	-12	-38	Maverick	Tiger Global, D1
Farfetch	-55	-43	Maverick	Lone Pine, Viking
Guardant Health	-34	-48	Viking	Coatue, D1
Netflix Inc	-38	-49	Coatue	Maverick, Tiger Global
Peloton Interactive	-26	-41	Coatue	Tiger Global, Viking
Rivian Automotive	-52	-45	D1, Maverick, Viking	Tiger Global, Coatue Management
Sea Ltd	-46	-33	Coatue, Tiger Global	Maverick, Viking
Shopify	-51	-45	Tiger Global, Viking	Coatue, D1, Lone Pine
Block Inc	-16	-37	Coatue, Lone Pine, Maverick, Tiger Global	D1
Twilio Inc	-37	-38	Tiger Global	Coatue, Maverick, Viking Global

Source: SEC filings
Q2 returns are through May 17

Bloomberg

Nakit beklemek son haftalarda cazip hale gelen bir opsiyon...

Bu noktada risk iştahı düşük olan, kısa vadeli trade amaçlı pozisyonlarla ilgilenmeyen yatırımcılar için haber odaklı, çok volatil bir piyasa ortamında risk/getiri dengesini kuramadıkları pozisyonlara girmek yerine, bir süre daha yüksek bir nakit oranı ile kenarda beklemek de cazip bir opsiyon.

- ✓ Belirsizliklerin bu kadar arttığı ortamlarda bir süre sabırlı davranarak, her an yüksek getiri alma bağımlılığından vazgeçmek ve doğru zamanda, doğru seviyelerde FED'i karşı tarafa almayacak bir ortamda alınacak pozisyonları beklemek de akılcı bir yatırım stratejisi olabilir. Düşüşleri kademeli alımlarla değerlendirmek isteyen uzun vade odaklı yatırımcılar için ise; makul seviyelere gerilemiş, yüksek enflasyondan sınırlı etkilenecek, defansif karakterli hisse senetlerinde de değerlendirme anlamında yeterli emniyet payının olduğuna dikkat edilmeli.

Kısa vadeli ralliler görebiliriz, ancak henüz dip seviyeler görülmedi...

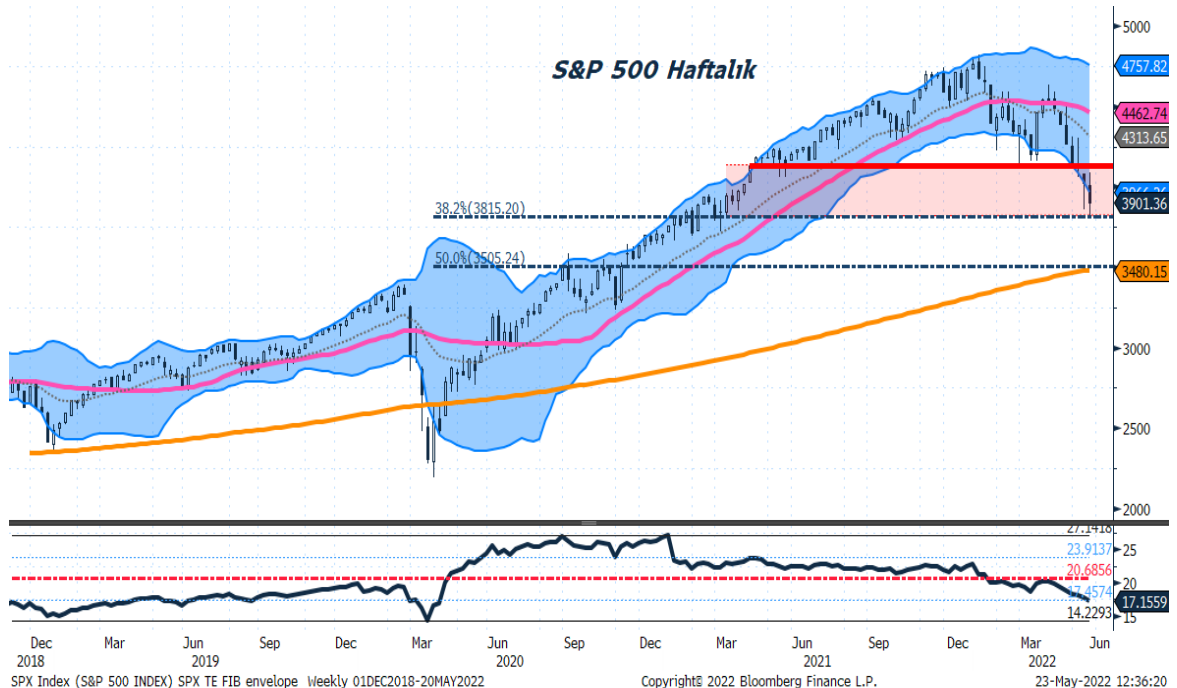
Her ne kadar **ABD hisse ve tahvil piyasaları giderek daha cazip değerlemelere gelseler de, uzun vade odaklı yatırımcıların biraz daha sabırlı davranarak FED'den gelecek olası güvercin sinyalleri izlemelerinde fayda var.**Önümüzdeki dönemde ABD'de ara seçimler sonrasında Demokratların kan kaybı ile maliye politikalarının daha da geri planda kaldığını ve piyasaların yönünü belirleyen ana unsurun FED'in aksiyonları olacağı unutulmamalı.

- ✓ Aşırı pesimizmin ve bunun pozisyonlara yansımalarının yarattığı "short covering", **kenarda bekleyen oldukça yüksek miktarda nakdin cazip seviyelere gelen bazı hisselerde dip arama isteği**, piyasadaki yapısal bazı faktörlerin(geçtiğimiz haftaki "OpEx" sonrası hareketler gibi) ortaya çıkardığı **hızlı ralliler görebiliriz.**Teknik seviyeler ve Çin'den gelen gevşeme adımları gibi haberler de, piyasalardaki yükselişi destekleyebilir. Ancak **bu hareketlerin yüksek betalı hisselerde trade amaçlı pozisyonlar için kullanılması ve orta vadeli pozisyonlanma için acele edilmemesi doğru olacaktır.**

Dip arama konusunda seviyeden çok, FED ve tahvil piyasalarından gelen sinyaller izlenmeli:

S&P500'ün yakın geçmişteki iki büyük krizde yaşadığı çarpan daralmasının bir benzerinin yaşanmasının (ileri F/K çarpanında %40 daralma), 3,700 gibi seviyeleri işaret ettiğine değinmiştik. Teknik olarak da 3,500 seviyeleri çok önemli bir destek.

- ✓ Ancak **FED'in ucu açık sıkılaştırma politikalarının likiditeyi daralttığı**, eksi faiz döneminde paranın zaman değeri göz ardı edilerek spekülatif gelecek beklentileri ile oluşturulan hayal gücü odaklı finansal balonların söndüğü ve kaldıraç azalmasıyla zoraki panik satışlarının görüleceği bir ortamda **seviyelerin çok anlamı kalmayabilir. Piyasayı hareket ettiren ana dinamiklerdeki değişim yani FED aksiyonları, esas izlenmesi gereken faktör olacaktır.** Önümüzdeki aylarda FED'den gelebilecek daha güvercin mesajlar, bono piyasalarında volatilitenin azalması ve tahvil faizlerinde yükselişin durulması, enflasyon beklentilerinin çıpalamaya başlaması, hisse senetleri için tekrar yeşil ışık yakacaktır.



Daha önce belirttiğimiz gibi **sabırlı yatırımcılar için seküler büyüme hikayelerinde cazip uzun vadeli alım fırsatları çıkacaktır. Ancak şu anda aşırı heyecana, alım zamanı geldiğinde de fazla karamsarlığa kapılmadan hareket etmek mantıklı olacaktır. İrrasyonel aşırılığın bol likidite sarhoşluğu ile çok uzun sürdüğü bir dönem sonrasında, normalleşme sürecinin de zorlu geçecek olması çok doğal.**

Dolayısıyla daha düşük likidite, daha yüksek faiz ve nakdin değerli olduğu yeni normale geçerken piyasaların yaşadığı yapısal değişim sürecinde, riskli varlıklarda panik satışları ve pozisyonlanma bazlı vahşi short covering rallileri, önümüzdeki bir kaç ayın normal haline gelebilir.

UYARI NOTU:

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Söz konusu rapor belli bir kişiye veya mali durumları, risk ve getiri tercihleri benzer nitelikteki bir gruba yönelik olarak hazırlanmamıştır. Belirli bir getirinin sağlanacağına dair herhangi bir vaat veya taahhütte bulunulmamaktadır. Tüm yorum ve tavsiyeler öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir. Size uygun olan yatırım araçlarının ve işlemlerin kapsam ve içeriği uygunluk testi neticesinde belirlenir. Uygunluk testi, yatırım kuruluşu tarafından pazarlanan ya da müşteri tarafından talep edilen ürün ya da hizmetin müşteriye uygun olup olmadığının değerlendirilmesi amacıyla, müşterilerin söz konusu ürün veya hizmetin taşıdığı riskleri anlayabilecek bilgi ve tecrübeye sahip olup olmadıklarının tespit edilmesidir. Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Bu nedenle, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

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