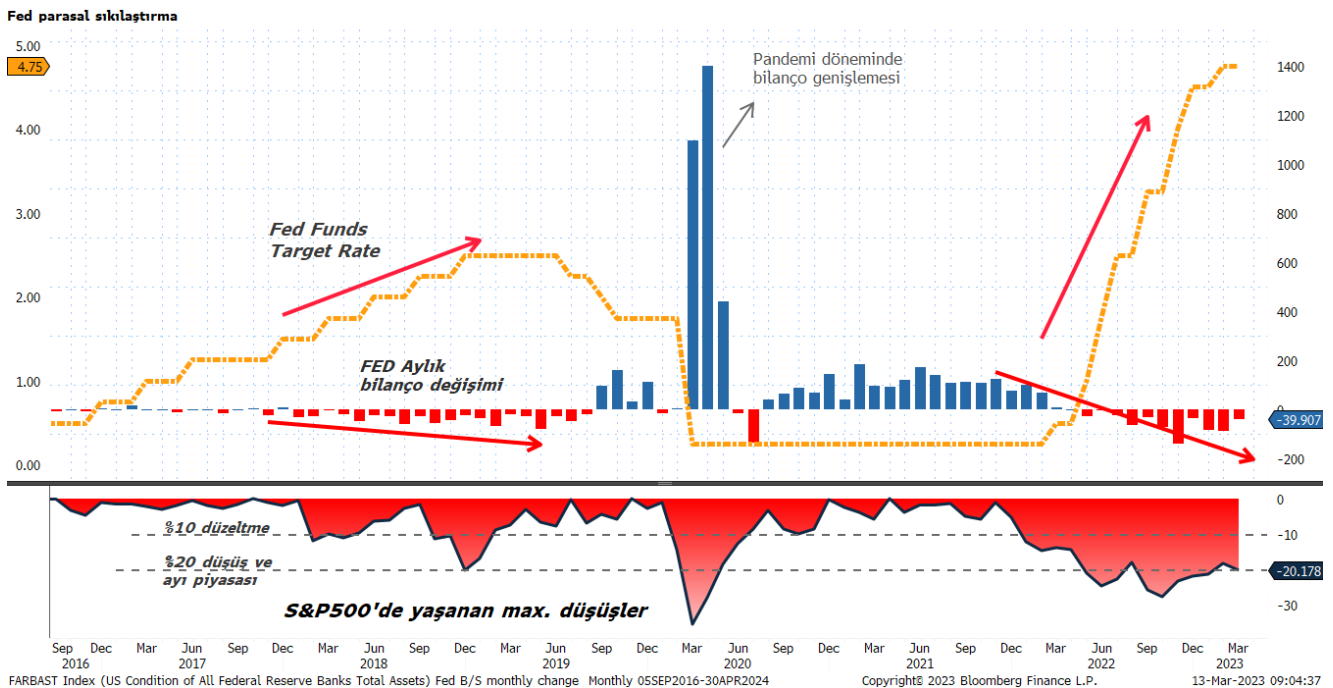


Geçtiğimiz senenin Eylül ayındaki **“FED finansal piyasalarda bir şeyler kırmaya yakın”** raporumuzda, Amerikan merkez bankasının 2022 senesinde benzerine az rastlanan hız ve kararlılıkta yaptığı finansal sıkılaştırmanın, piyasalarda önemli dislokasyonlar yaratabileceğine değinmiştik.

Ve FED bir şeyler kırmaya başladı...

2022 senesinde hızlanan ve bu sene de devam eden faiz artışları, sözlü yönlendirme ve bilanço küçültme yoluyla ekonomiye yapılan sert frenin yan etkilerini daha net görmeye başlıyoruz ve **FED aksiyonlarının, finansal piyasaların farklı yerlerinde yarattığı kırılmalıklar, giderek mini krizlere doğru evriliyor.**

- ✓ Geçtiğimiz sene artan faizlerle beraber kriptopara piyasalarında yaşanan çöküş, Credit Suisse gibi dev bir yatırım bankasında yaşanan önemli sıkıntılar, İngiltere’de tahvil piyasasında yaşanan çalkantılar ve pound’daki oynaklık, spekülasyon odaklı hisselerdeki sert düşüşler ve tahvil piyasalarında yazılan zararlar aslında kırılmalıkların arttığı sinyali veriyordu.
- ✓ Bu kırılmalıklara rağmen, son dönemde enflasyonun beklenti üzerinde gelmesi ve ekonominin güçlü kalması, enflasyonu bir an önce kontrol altına almak için baskı altında kalan FED üyelerini daha şahin bir tutum takınmaya itti. Geçtiğimiz sene yaratılan sıkışmanın gecikmeli etkilerini görmeyi beklemeden sıkışma mesajlarına devam eden FED, tahvil faizlerinde yükselişin tekrar ivmelenmesine ve koşulların daha da sıkışmasına neden oldu.
- ✓ Biz terminal faiz beklentilerinin %5-%5,50 bandı üzerine çıkmasının bu kırılmalıkları yeni krizlere dönüştürebileceğini ve FED’in %2 enflasyon hedefini bir noktada güncelleyerek, ek sıkılaştırmayı sözlü de olsa durdurması gerektiğini düşünmeye devam ediyoruz.



Finansal koşullardaki sıkılaşıma, domino taşlarını düşürüyor...

Daralan likidite ve artan faizler » Spekülatif balonların sönmesi » Kriptoparalarda düşüş » FTX'in çöküşü » Silvergate'in likidasyonu » SVB Bank'de mudilerin kaçıışı ve "bank run" » ???

Yüksek faizlerin spekülatif varlıklarda yarattığı riskten kaçış eğilimi aslında bir süredir devam eden ve geçtiğimiz hafta hızlanarak birbirini tetikleyen domino taşlarının devrilmesine yol açan en önemli sebepti. Biden hükümetinin genişlemeci maliye politikaları ve Rusya savaşının yarattığı arz sıkıntıları ile tetiklenen enflasyonla savaşmakta geç kalan ve sonrasında soluksuz bir hızla finansal koşulları sıkılaştıran FED'in baskı altında kalarak aceleyle sıkılaştırmaya devam etmesi, kırılğanlıkların arttığı bir noktada önemli bir politika hatasına neden olabilir.

Spekülatif balonların sönmesi... Daralan likidite ve yükselen faizler geçtiğimiz sene piyasalarda oluşan spekülatif balonların sönmesine neden olurken, yatırımcılar uzun gelecekte vaad edilen kar ve nakit akımları yerine bugün gelecek nakde önem verdiler ve güçlü nakit pozisyonuna sahip, karlı şirketleri tercih etmeye başladılar. Paranın zaman değerinin artması ile beraber de proje şirketlerinin fonlanmasına son verilmesi, halen dışardan kapitale ihtiyaç duyan spekülatif şirketlerin hisselerinde çöküşlere neden oldu.

FTX'in çöküşü... Spekülatif menkul kıymetlerle benzer karakteristiğe sahip olan kriptopara evrenine de bu satışlar sıçrarken, doların getirisinin ve cazibesinin giderek artması, herhangi bir içsel değeri olmayan kriptoparalardan çıkışı hızlandırdı. Bu da Alameda Research gibi bu alanda büyük ve riskli pozisyonlar alan ve bunları bağlı bulunduğu FTX gibi broker'ların bireysel müşteri hesaplarını kullanarak yapan kurumların batmasına neden oldu. Kriptopara evreni için sistematik risk oluşturan FTX gibi bir kurumun batışı dalga dalga ekosistemin her yerinde yankılanırken, FTX'de kayıplara uğrayan bir çok fon ve kriptopara borsası da sıkıntıya girdi.

Silvergate'in likidasyonu... Bu sıkıntılar dijital para evreninde bir çok oyuncuya bankacılık hizmeti veren ve bu alanda en önemli platformlardan bir tanesi olan Silvergate Capital'e sıçradı. FTX'in ve diğer bir çok kripto şirketinin kullandığı bir banka olan Silvergate, son çeyrekte müşterilerin \$8 milyar üzerinde nakit çekimine gittiklerine ve bunu karşılayabilmek için yapılan varlık satışlarından \$718 milyon zarar yazdığını açıklamadı. Bu gelişme müşterilerin nakit çekimini daha da hızlandırdı ve şirket likidasyona doğru gitmeye başladı.

Bankalardaki kırılğanlık ve SVB ile Signature Bank çöküşü.... Silvergate'deki çöküş, kriptopara evrenine benzer şekilde düşük likiditeye sahip ve fiyat oluşum mekanizması şeffaf olmayan varlıkları barındıran özel sermaye fonlarının hesaplarının yoğun olduğu bankalara dikkatlerin çevrilmesine neden oldu. Silvergate'de yaşananların bir benzeri bu sefer daha büyük ölçekli bir banka olan Silicon Valley Bank'de yaşanırken, önemli bazı risk sermayesi (VC) fonları, portföy şirketlerinin mevduatlarını çekmek üzere harekete geçtiler. Burada özellikle dar ve konsantre müşteri kitlesine sahip olan bankaların, kısa vadeli tahvil faizlerinin %5 üzerine çıkması ve tahvil piyasalarının cazip hale gelmesi ile ucuz fonlama sağladıkları müşterileri kaybetmeleri de, bankaları zorladı. SVB sonrasındaki hedef olan Signature Bank bugün açılrsa benzer bir kaderi yaşayacaktı.

SVB zincirin bir sonraki halkası idi ve artan faiz riskini yönetemedi...

Silikon vadisindeki bir çok şirkete bankacılık hizmetleri sunan Silicon Valley Bank aynı zamanda geçen haftaya kadar, ABD'nin en büyük 16. bankası idi. Yeni kurulan ve sermaye piyasalarında fonlama alan bir çok şirketle çalışan banka, 2021 senesinde bu şirketlerin bol likidite ortamında risk iştahının açık kalması ile önemli miktarda nakit içeri alması ile beraber ciddi bir mevduat artışı yaşamış ve varlıklarını büyütmişti. Yüksek riskli şirketlere krediler sağlayan banka, **topladığı mevduatların artması ile beraber uzun vadeli hazine tahvillerine ve diğer sabit getirili enstrümanlara yatırımlarını arttırdı.**

Aslında bankayı dikkatle takip eden yatırımcılar için Aralık ayı bilançosunda önemli negatif işaretler vardı. Bankanın vade sonuna kadar tutacağı **tahvil portföyünde “mark to market” zararları \$15 milyar aşarken**, bu şirketin piyasa değerine yakın bir rakamdı. SVB'deki problem aslında bankacılık faaliyetlerinin doğasında olan vade uyumsuzluğunun faizlerdeki aşırı yükseliş nedeniyle abartılı bir şekilde şirketin finansal durumuna yansımaları ve **bankanın faiz riskinin yeterince yönetememesi** idi.

Finansal koşullardaki sıkılaşma sermaye piyasalarında risk iştahının gerilemesine ve spekülasyon beklentilerle fiyatlanan şirketlere **gelen fonlamanın azalmasına**, şirketlerin giderek daha fazla nakit çekmelerine, balansların düşmesine ve bankanın varlık portföyünde de önemli kayıplara neden oldu. Öyle ki **2022'nin ilk çeyreğinde risk sermayesi için \$74 milyar üzerinde fon yaratılırken, son çeyrekte bu miktar \$20 milyar seviyelerine kadar geriledi.** Mevduatları bünyesinde tutmak için daha yüksek miktarlarda faiz vermekte zorlanan bankalara yönelik kaygılar, son haftalarda Silvergate Capital'de yaşanan çöküş ile beraber arttı ve Peter Thiel gibi yakından takip edilen yatırımcıları portföy şirketlerine paralarını SVB gibi bankalardan çekmelerini tavsiye etti. Bilginin çok hızlı dolaştığı bir müşteri ağına sahip olan banka için bu haberlerin hızla yayılması paniğin büyümesine neden oldu.

Bankanın giderek sıkışan likiditesini göz önüne alarak, **hızla tahvil ve bono portföyündeki likit varlıklarda satışa gitmesi** ve hisse satışı yoluyla bir miktar daha kapital enjeksiyonu yapma çabaları, yatırımcılarda tedirginliği daha da arttırırken, klasik bir bankaya güven kaybı dolayısıyla “bank run” senaryosunun gerçeğe dönmesine neden oldu ve Cuma günü FDIC bankaya el koydu.

Sonuç olarak bankanın çöküşündeki en önemli problem, aslında müşteri tabanının çok konsantre, az sayıda, birbirlerinden haberdar olan, küçük bir bölgedeki şirketlerden oluşması ve bu müşterilerin olası çalkantılar karşısında daha ürkek bir yapıda olmaları. Bir diğer problem de, bankanın getiri iştahı ile müşterilerden gelen nakdin karşılığında tahvil ve bono portföyünü oldukça yanlış bir zamanda hızla büyütmesi idi. Bu iki soruna ek olarak piyasada yaşanan gelişmeler ve tahvil faizlerinin tekrar yukarı yönlü hareketi, banka üzerinde adeta kusursuz bir fırtınanın oluşmasına neden oldu. Burada hoş olmayan bir önemli konu da, banka CEO'sunun önceki haftalarda \$3,6 milyona yakın hisse satışına gitmesi idi.

Her ne kadar konu büyük bir sistematik riske yol açmasa da, problemler yayılabildi...

Sıkıntılar her ne kadar bu noktada kriptopara şirketleri ve risk sermayesi fonları gibi müşterilere odaklanan ve az sayıda mudiye sahip bankalarla sınırlı kalsa da, “bank run” olarak ifade ettiğimiz müşterilerin panikle bankalardan varlıklarını çekmeye başlamaları, sisteme olan güveni de etkileyebilirdi.

Bankacılık sistemi ne kadar güçlü olursa olsun, oldukça hassas, güvene dayalı ve büyük ve ani mevduat çıkışlarını yönetebilecek bir yapıda olmaması dolayısıyla, toplu mevduat kaçışları en sağlıklı bankalarda bile önemli krizlere neden olabilir. Dolayısıyla ABD’de yetkili mercilerin bunun önüne geçerek erken bir şekilde güveni tesis etmek için FDIC garanti kapsamındaki mevduat şemsiyesini genişletmesi aslında önemli ve gerekli bir adım ve bir gün dahi geç kalınması krizin boyutlarının hızla genişlemesine yol açabilirdi.

Biz FED’in giderek bir politika hatasına doğru ilerlerlediğini ve hali hazırda yaratılan sıkılaştırmanın gecikmeli sonuçlarının beklenmesinin daha doğru olacağını düşünüyoruz. Merkez Bankası enflasyonla savaşa geç başladığı konusundaki politik baskının da etkisi ile finansal koşullarda bir gevşemeye mücadele etmeyerek risk iştahını törpülemeye çalışırken, bir taraftan da sistemde öngörülmesi güç riskler yaratıyor. Bu risklere ***daha önce*** aşağıdaki gibi değinmiştik.

Artan faizler ve daralan dolar likiditesi ABD dışında bir krizi tetikleyebilir... Enflasyonun yavaşladığı, ekonomik aktivitenin ciddi ivme kaybetmeye başladığı, konut piyasasının durduğu, şirket yöneticileri arasında resesyon beklentisinin %90 üzerine çıktığı ve hem bankaların hem de teknoloji şirketlerinin birbiri ardına işten çıkartmalara başladıkları bir dönemde, faiz artışlarının bu hızla devam etmesi ciddi finansal ve ekonomik krizlere davet çıkaracaktır. Doların rezerv para birimi konumunu göz önüne alarak FED’in politikalarının diğer ülkeler üzerindeki etkisini de göz önüne aldığımızda, sıkılaştırmanın bu hızla devam etmesinin yaratacağı olası bir krizin merkezi de ABD değil, daha kırılgan ülkeler olabilir.

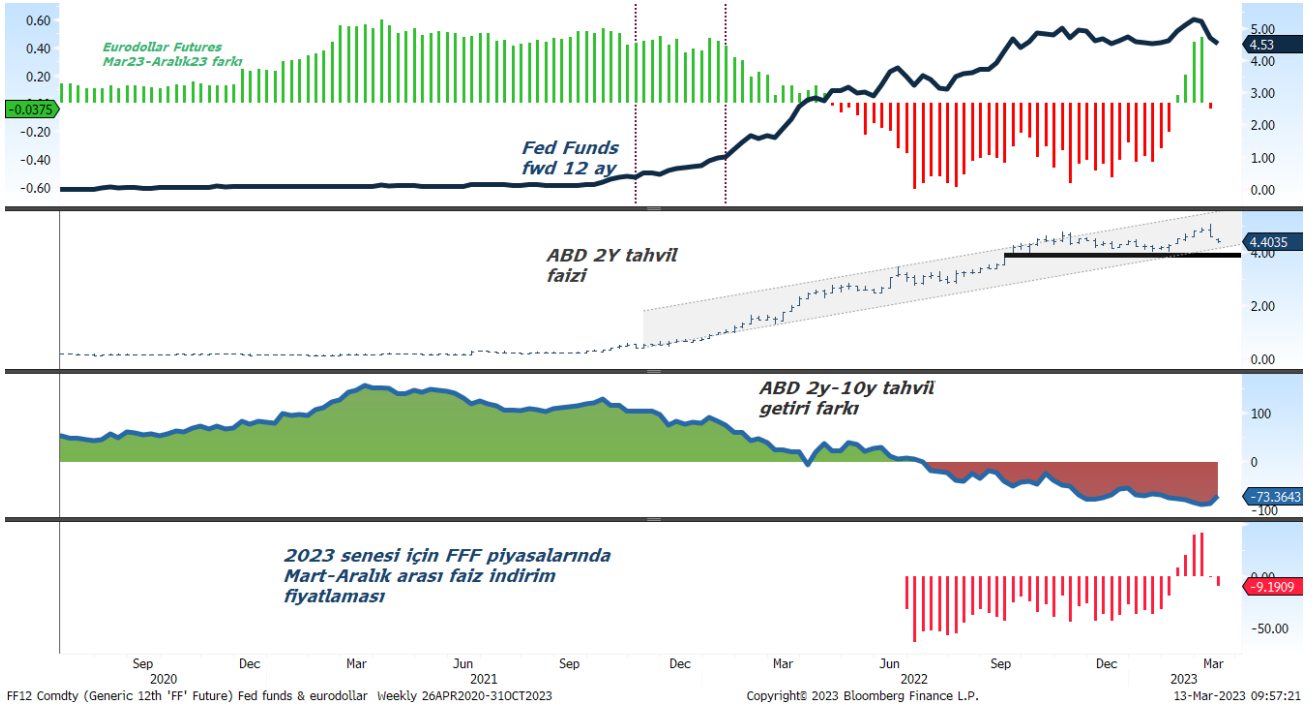
Esas olarak FED’in QE’den QT’ye geçişi ile beraber bilanço küçültmeye başlaması ve 2022 senesi sonlarında bunun hızını arttırarak, her ay vadesi gelen \$60 milyarlık tahvil ve \$35 milyarlık mortgage’a dayalı bono alımlarını sonlandırması, tahvil piyasasında giderek artan bir etki yaratacaktır. Özellikle piyasalarda stresin arttığı dönemlerde bu sıkılaştırmanın etkisi daha çok hissedilecek ve 2019 sonlarında repo piyasasında yaşanan sıkışıklık gibi, kredi piyasalarında sıkışmalara da yol açabilecektir

Paranın zaman değerinin sifıra çekildiği ve global bazda bol likiditenin yaratıldığı bir ortamda kapital alokasyonunun dikkatsizce ve yanlış şekilde yapılması, bize göre spekülatif balonların oluşumunun önemli nedeni. Bunun örneklerini son senelerde özellikle kriptopara piyasasında gördük ve bu dönemde yaratılan irrasyonel aşırılıkların karın ağırlarını, önümüzdeki senelerde de muhtemel olarak çekmeye devam edeceğiz.

Yaşananlar sonrasında FED'in sıkılaştırmaya ara vereceği umutları doğdu...

Önemli bir krizin eşiğine gelinmesi sonrasında FED'in finansal koşulları sıkılaştırma konusunda daha dikkatli olacağı görüşleri, bu sabah risk iştahında hızlı bir artışa neden oldu ve ABD hisse senedi endekslerinin vadelilerinde sert yükselişler takip ediyoruz.

Yatırımcılar hızla FED'den faiz artış beklentilerini aşağıya çekerlerken, tahvil faizlerinde de sert düşüşler yaşanıyor. 2 yıllık tahvil faizlerinde 3 günlük sürede tarihteki en sert düşüşlerden bir tanesi yaşanırken, bu da altın ve hisse senetlerine olumlu yansıyor.

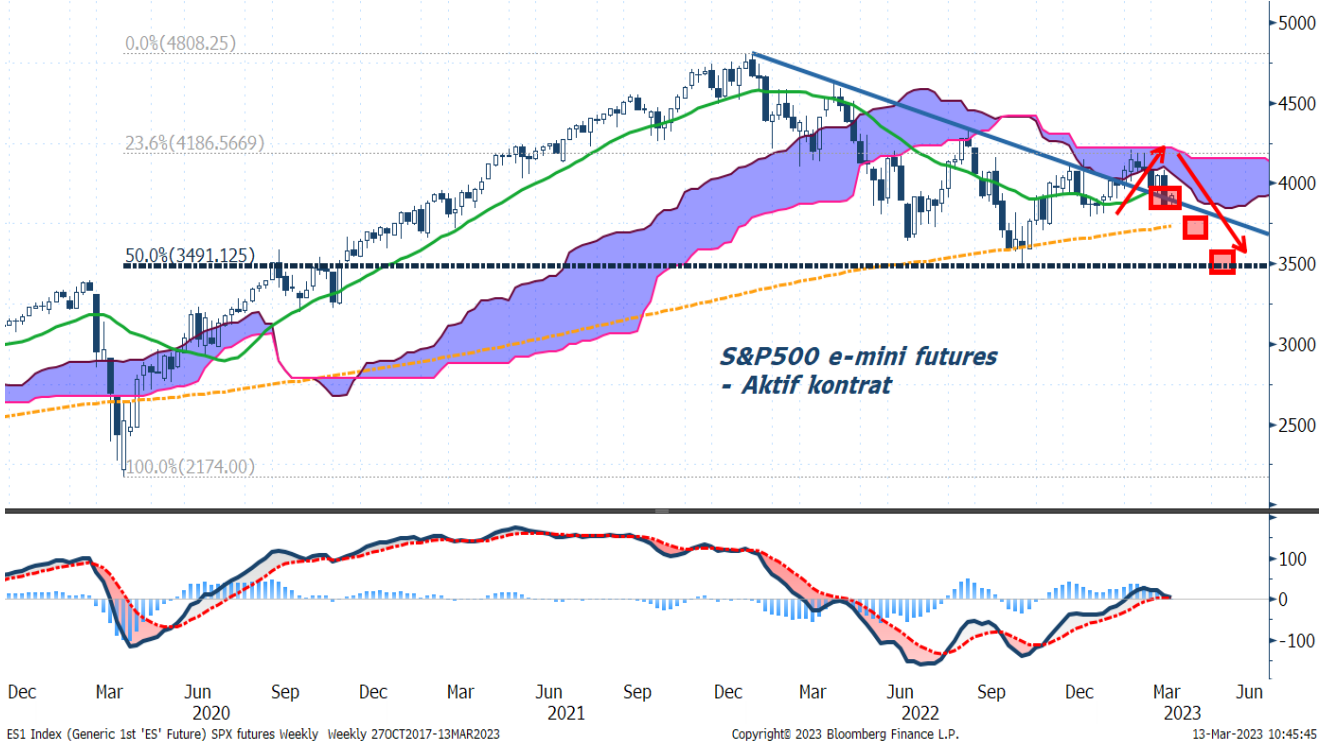


Bu sene yayınlanan raporlarda da sıklıkla **FED'in bu sene politika alanının oldukça daraldığını** ve terminal faizlerde bir tepeye yaklaştığımızı belirtmiştik. Bu noktada bu hafta gelecek olan enflasyon verisi oldukça kritik ve beklenenden daha yüksek gelecek bir veri, merkez bankasının politika patikasına yönelik beklentilerde bir belirsizliğe ve ayrışmaya neden olabilir.

Biz **parasal sıkılaştırmanın finansal sistemde kırılmalara yol açması riskini, FED açısından en önemli ve kaçınılması gereken politika hatası olarak gördüğümüz** için merkez bankasının ek sıkılaştırma adımları ve mesajları konusunda daha temkinli olacağını düşünüyoruz. Bu her ne kadar kısa vadede risk iştahına olumlu yansısı da, hali hazırda yaratılan sıkılaştırmanın reel ekonomiye ve finansal piyasalara olumsuz yansımalarını önümüzdeki aylarda da hissetmeye devam edeceğiz. Güçlü seyreden istihdam piyasası ve pandemi döneminde tüketicilere yapılan finansal desteğin tasarrufları yüksek tutması tüketim harcamalarına katkıda bulursa da, sıkılaştırılan finansal koşulların giderek tüketici bütçelerinde daha fazla stres yaratacağı ve önümüzdeki çeyreklerde şirket kalarında düşüşlerin ön plana geleceği unutulmamalı.

Endekslerde sınırlı bir tepki sonrasında düşüşlerin devamını görebiliriz...

Tahvil faizlerindeki gerileme risk iştahına destek olurken, aşağıda görüldüğü gibi S&P 500 endeksi, ilk düşüş hedefimizin içerisinde girmişti. Bu seviyelerde bir süre konsolidasyon sonrasında aşağı yönlü hareketin devam etmesini bekleriz. Bir sonraki aşağı hareket **şirket karlarına yönelik birinci çeyrek beklentilerinin aşağıya çekilmesi ile olacaktır.**



Yüksek menkul kıymet portföyüne sahip banka hisselerinde satışlar devam ediyor...

Her ne kadar banka mevduatlarının tamamının (~\$19tr) garantiye alınması panik havasını yumuşatsa da, yatırımcılarda bazı ufak/orta ölçekli hisselerle karşı halen rahatsızlığın devam ettiğini görüyoruz. Açılış öncesinde First Republic Bank, PacWest, Western Alliance gibi hisselerde kayıplar dikkat çekiyor.

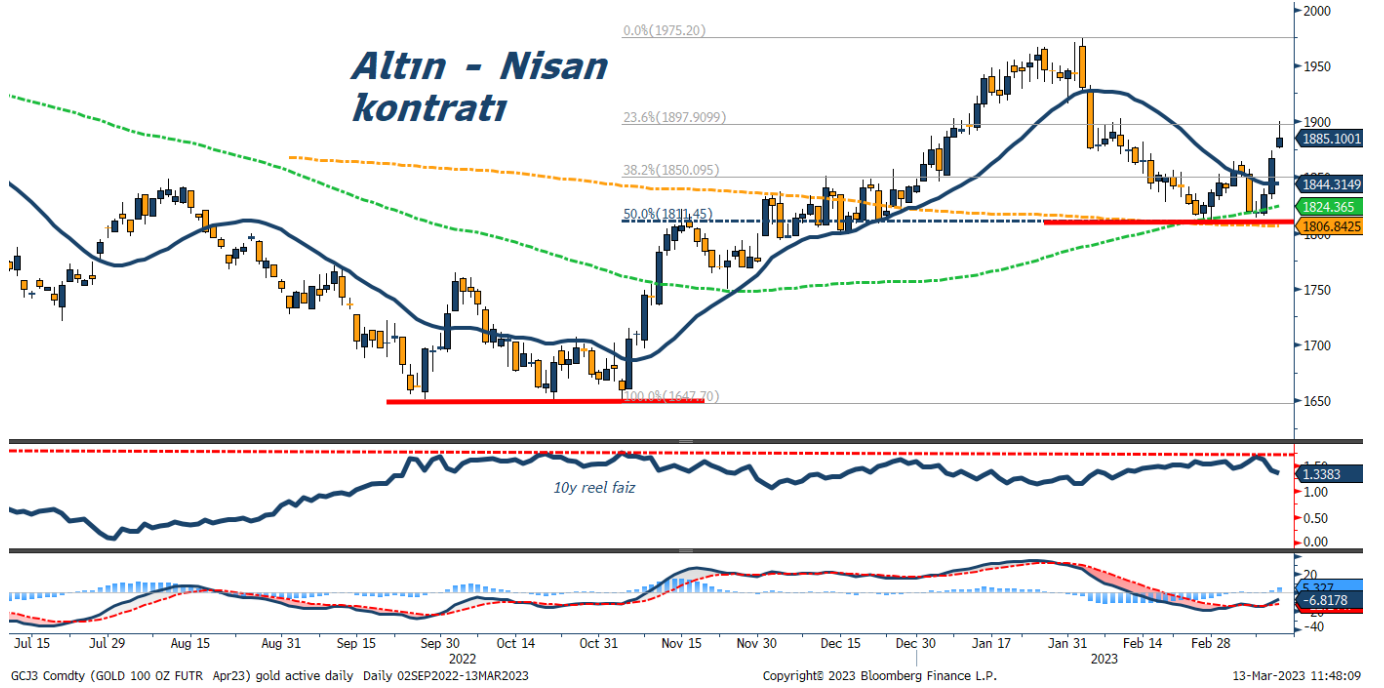
Toplam varlıklar içerisinde menkul kıymetlerin oranlarının en yüksek olduğu bankalara baktığımızda ilk iki sıradaki bankanın SVB (%55,4) ve Silvergate Capital (%50,5) geçtiğimiz hafta batmış olması sıkıntılı bir durum. Listedeki diğer bankalara baktığımızda; First Financial Bankshares, Farmers & Merchants Bank of Long Beach, Cullen/Frost Bankers, Popular Inc, Prosperity Bancshares, Commerce Bancshares, WTB Financial, CVB Financial, Bank of Hawaii ve Heartland Financial gibi ufak ölçekli diğer bankalar dikkat çekiyor.

Dolayısıyla biz yatırımcıların temkinli duruşa devam etmelerini, yükseliş hareketini fırsat bulurak özellikle teknoloji hisselerinde bir miktar satışa giderek nakit yaratmalarını ve sağlık, madencilik ve enerji hisseleri ağırlıklı kalmalarını tavsiye ediyoruz. Daha önce belirttiğimiz gibi özellikle kısa vadeli tahvil ve bono getirilerinin de son günlerde faizlerde yaşanan düşüşlere rağmen cazip seviyelerde seyrettiğini düşünüyoruz.

Altın, sisteme olan güvenin azalması ve tahvil faizlerindeki düşüşten olumlu etkilenecektir...

Altına yönelik bir düzeltme sonrasında yukarı hareketlerin ön plana geleceğine ve \$1,800 seviyelerinden bir tepki hareketi yaşanabileceğine önceki raporumuzda değinmiştik. Nitekim bu seviyelerden gelen alımlarla yaklaşık \$100'lık bir ralli gerçekleştiren altın için \$1,900 seviyesi önemli bir başka direnç. Bu seviyeleri sabah saatlerinde test eden değerli metalin önümüzdeki günlerde yukarı ataklarının devam ettiğini görebiliriz. Biz daha önce belirttiğimiz gibi altın ve gümüş gibi değerli metaller için 2023 senesinin iyi bir sene olacağına inanıyoruz ve altın madeni şirketlerinde de son dönemde maliyetlerde görülen artışın yarattığı endişelerle yapılan satışların uzun vadede alım fırsatı yarattığını düşünüyoruz.

Son dönemde yaşanan gelişmeler değerli metal için daha da önemli bir itici güç haline gelirken, tahvil faizlerindeki düşüşün yanı sıra, finansal sistemin bir alternatifi olan ve para birimlerine ve sisteme olan güvenin azaldığı ortamlarda ön plana gelen altında yükselişin soluklanma sonrasında devam edeceğini 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.