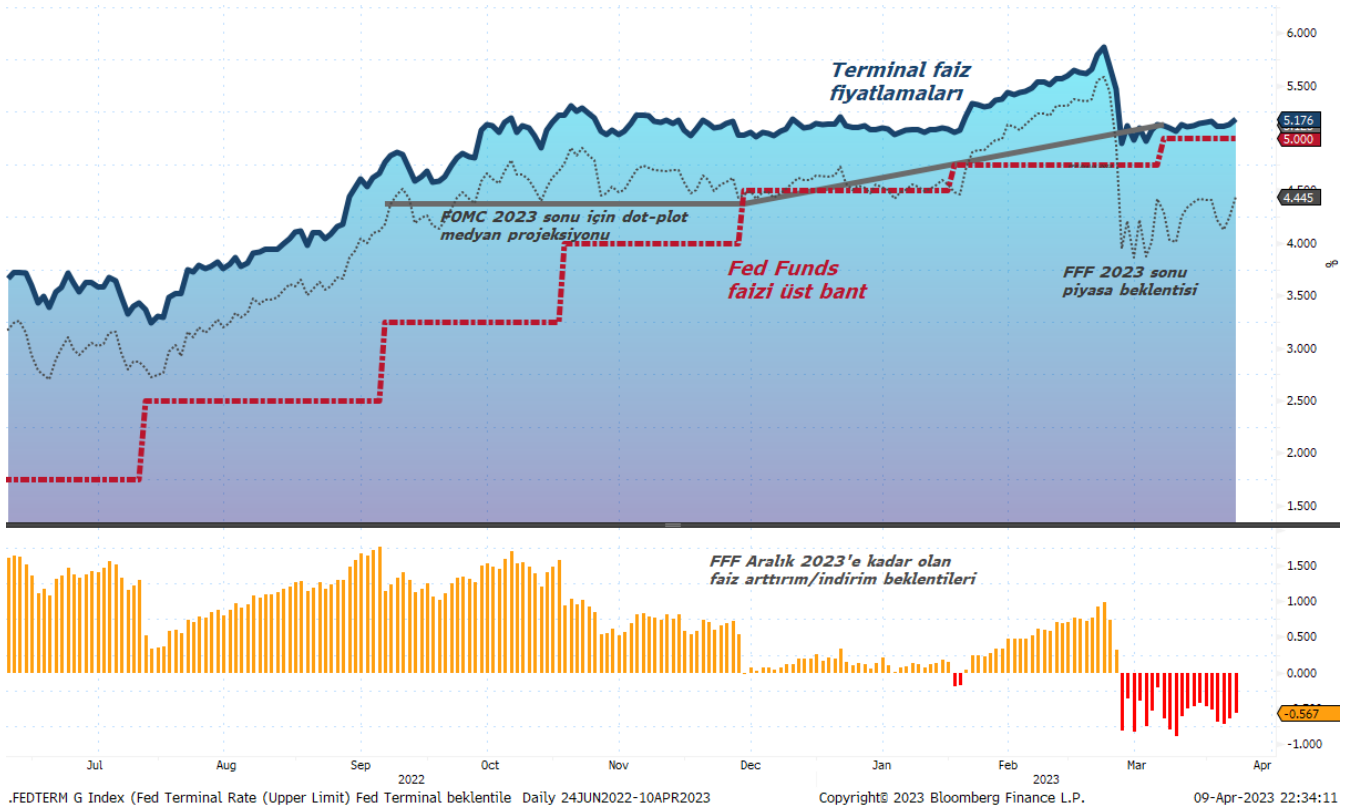


## İyi veri - kötü piyasa denklemine dönüş...

Bankacılık krizi öncesinde piyasalarda resesyon kaygılarının risk iştahını etkileyen en önemli dinamik haline geldiğini ve FED'in bu sene faiz kesintisine gitmeyeceği görüşünün yaygınlaşması ile şirket karlarında ve ekonomik verilerde görülen yavaşlamanın hisse senetlerine satış baskısı olarak yansıdığını ve yatırımcıların yaklaşan resesyondan endişe duyduklarını takip ediyorduk. Dolayısıyla iyi gelen veriler risk iştahına destek olarak, piyasaların güçlü kalmasına destek oluyordu.

Ancak son haftalarda özellikle de ABD'de 3 bankanın(Silvergate Capital, SVB, Signature Bank) iflası ve finansal sistemde kırılmalıkların artması sonrasında bu dinamiğin değiştiğini ve yatırımcıların FED'in bu sene 2-3 arasında faiz indirimine gideceğini fiyatlamaya başladıklarını görüyoruz. Her ne kadar **FED tarafında aşağıdaki grafikte de Mart toplantısındaki dot-plot projeksiyonlarında görüldüğü gibi henüz bir faiz indrimi sinyali gelmese de, merkez bankasını bu hamleye itebilecek her zayıf veri risk iştahı açısından olumlu algılanıyor** ve bol likidite/düşük faiz ortamına dönüş heyecanı, resesyon kaygılarının önüne geçiyor. Dolayısıyla kötü veri - iyi piyasa dinamiğine doğru bir dönüş görüyoruz.

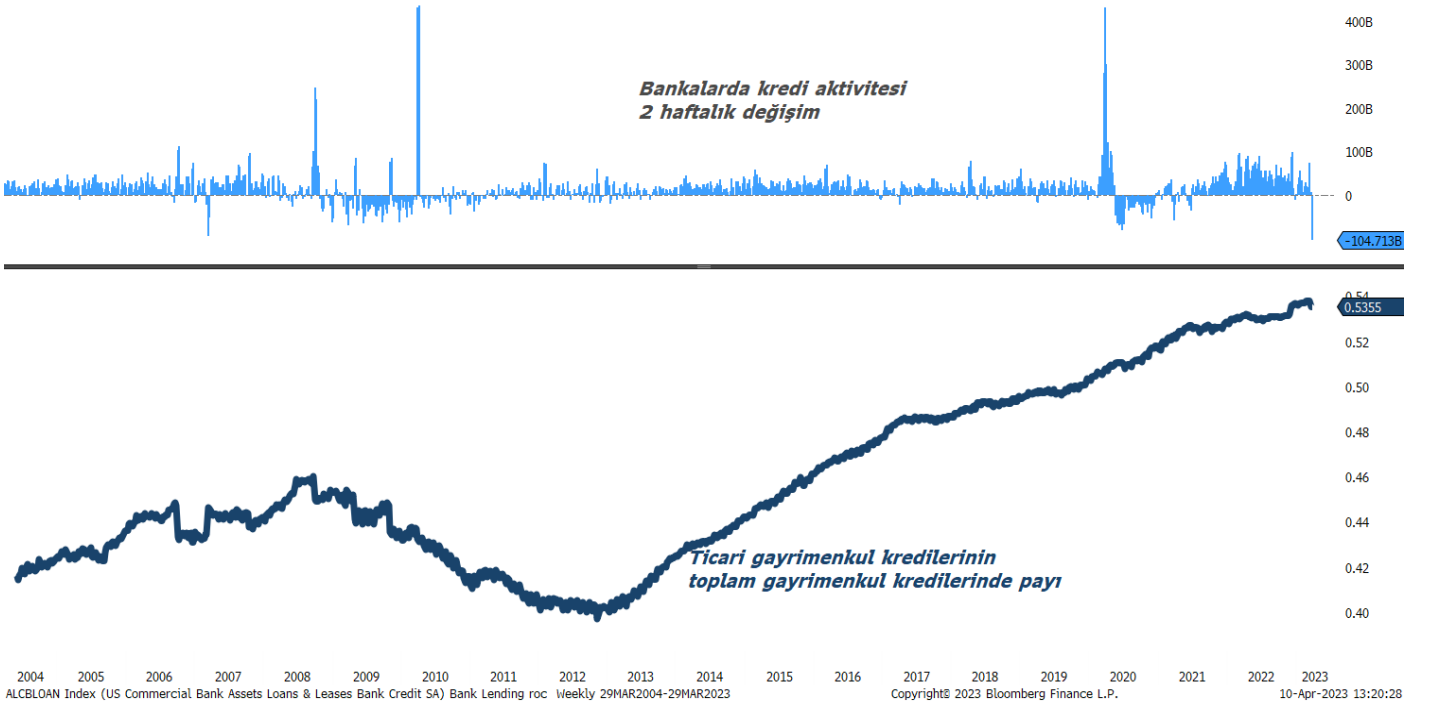
Geçtiğimiz iki hafta ekonomik verilerde ciddi bir zayıflama dikkat çekerken, bankacılık krizi öncesinde bu zayıf veriler gelmiş olsaydı, muhtemel olarak endekslerde ciddi bir satış baskısı görürdük ancak piyasa oyuncuları bu verilerin FED'i daha erken pivot etmeye ve güvercin politikalara döndüreceği beklentisi ile zayıf verilere önemli bir tepki vermediler. Piyasalarda FED'in Mayıs ayında son bir 25bp artışa gidebileceği ancak sonrasında sene sonunda faiz indireceği beklentisi aşağıda gösterildiği gibi hakim kanı.



### ***Kredi aktivitesi yavaşlıyor, yavaşlamaya devam edecek...***

Bankacılık krizinde panik havası şimdilik geride kalırken halen para piyasası fonlarına girişler devam ediyor (geçtiğimiz hafta +\$49 milyar) ancak FED bilançosunda gördüğümüz genişleme sona ermiş gibi duruyor ve aylık devam eden parasal sıkılaştırmanın (QT) da etkileri ve bankalara verilen kredi miktarındaki düşüşle beraber bilançoda toparlanma dikkat çekiyor.

**Bankaların verdikleri krediler Mart ayının son iki haftasında rekor bir şekilde azalırken(-\$105b), mevduatlarda da onuncu arka arkaya kayıpla \$64,7 milyar düşüş yaşandı.** Kriz öncesinde zaten FED'in anketlerinde de kredi verme isteğinin ciddi şekilde azaldığı göze çarpıyordu, bu durumun devam etmesi finansal koşullarda sıkılaştırmayı artırarak özellikle ticari emlak kredileri gibi alanlarda kriz tetikleme riskini artırabilir.



### ***Ticari gayrimenkul kredileri endişe yaratıyor...***

Nitekim verilen ticari gayrimenkul kredilerde \$35,3 milyar düşüş yaşandı. Pandemi sonrasında ofise dönüşün sınırlı kalması ve çalışanların haftanın belli günlerde evden çalışma isteği, kiralanan metrekare miktarında düşüşe neden olurken bu piyasada zayıflamaya yol açtı.

Düşük faizle alınan **ticari gayrimenkul kredilerinin yüksek faizlerle tekrar finanse edilecek olması ve 2025 senesi sonuna kadar \$1,5 trilyonluk kredinin vadesinin dolacağı** tahminleri, üstelik bunların önemli kısmının da kırılğan ufak-orta ölçekli lokal bankalar üzerinde olması ister istemez finansal sistem üzerinde önemli bir risk barındırıyor ve bir sonraki kriz acaba ticari gayrimenkul kredileri ve buna bağlı finansal enstrümanlardan mı çıkacak sorularını akla getiriyor.

### **Ekonomik verilerde yavaşlama emareleri görüyoruz...**

Geçtiğimiz hafta gelen ISM İmalat verisinde(46,3) aktivitenin son 3 senenin en düşük seviyelerine gerilemesi, 50 seviyesinin oldukça altında gerçekleşmesi ve yeni siparişlerin beklenti altında kalması, ekonominin dinamosu olan hizmet sektörünün zayıflamaya başladığını gösteren ISM Hizmet endeksinin 50 üzerinde kalmasına rağmen beklentinin oldukça altında(51,2) gelmesi, istihdam tarafında JOLTS rakamında(9,93m) açık pozisyon sayısında sert düşüş, ADP istihdam(145,000) ve işsizlik başvurularının beklentiden zayıf gerçekleşmesi ve son veriye yapılan yukarı revizyon dikkat çeken bazı noktalardı.

Konut piyasasında da önceki hafta gördüğümüz gibi, mortgage faizlerindeki sert yükselişin etkisi ile durgunluk ve fiyatlarda gerileme var ki, hisse senedi piyasalarındaki düşüş ve konut piyasasındaki yavaşlama tüketicilerin zenginlik efekti açısından olumsuz faktörler. Nitekim ekonomik döngüden sınırlı etkilenen perakendecilerden Costco'nun Mart ayı satış rakamlarındaki ciddi yavaşlama da, tüketim harcamalarının sağlığına dair gelen olumsuz işaretlerden bir tanesiydi. Cuma günü gelen tarım dışı istihdam rakamı ile zayıf veri silsine bir ara verildi ve beklenti üzerinde gelen istihdam artışının(236,000) yanında, işsizlik oranı geriledi(%3,5), saatlik ücretler(%4,2) de beklenti altında gelerek enflasyon endişelerini hafifletti. Bu veriye piyasa tepkisi Cuma günü Paskalya tatili dolayısıyla spot piyasanın kapalı olması dolayısıyla göremedik. Bu hafta içerisinde gelecek olan perakende satışlar ve özellikle de Salı günü gelecek olan TÜFE rakamı oldukça kritik veriler. Bu verilerde enflasyon rakamının yüksek, perakende satışların beklenti üzerinde gelmesi, FED'i faiz indirimi konusunda elini zorlayacağı için risk iştahı açısından olumsuz karşılanabilir.

### **Altında bir konsolidasyon sonrasında yeni zirveler...**

Ekonomideki yavaşlamanın sert bir duruşa geçmesi ve yukarıdaki faktörlerin etkisi ile yumuşak iniş senaryolarının **sert iniş dönmesi ve tahvil faizlerindeki baskı, altında yeni zirvelerin görülmesine neden olabilir.**



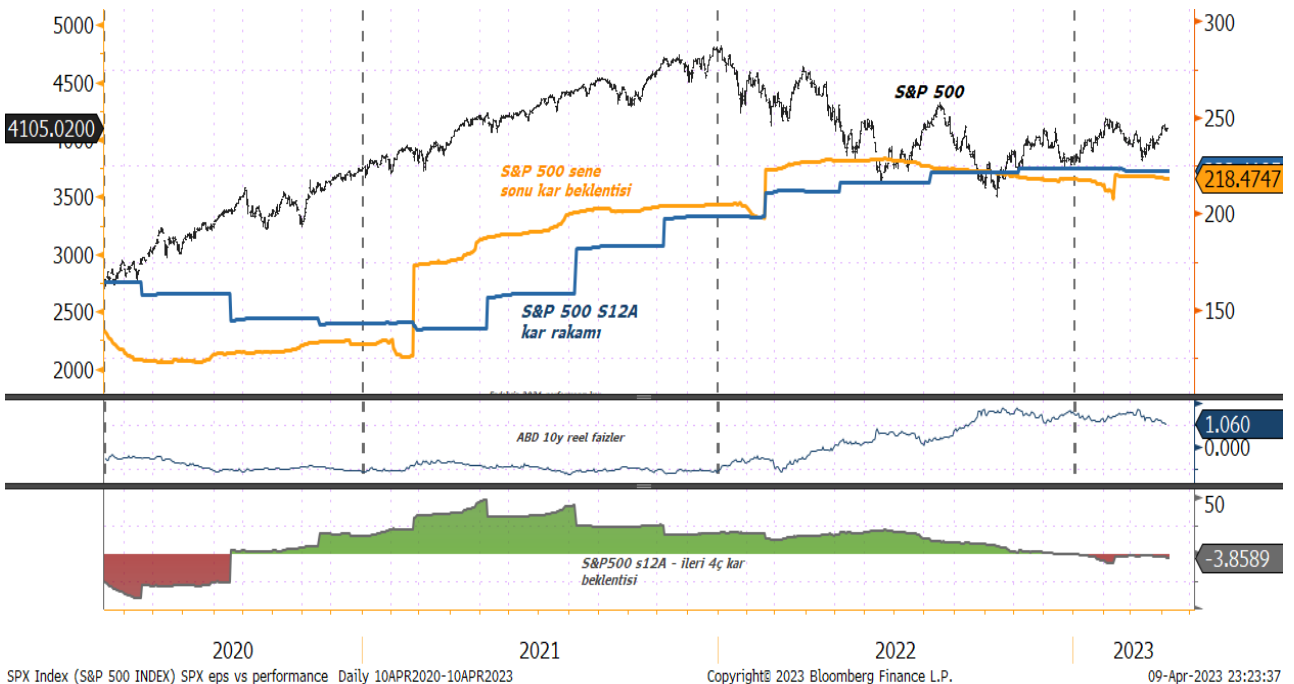
Altın hakkında Eylül ayından bu yana devam eden olumlu görüşümüzü sürdürüyoruz ve değerli metalin, dolardaki zayıflama, tahvil faizlerindeki düşüş, ekonomideki duraksama, risk iştahındaki gerileme ile güvenli liman varlıklarına ilgi be portföyleri hedge etme isteği ve son olarak finansal sisteme olan güvenin azalması ile yukarıda hareketini yeni rekor seviyelere doğru sürdüreceğini düşünüyoruz. Burada bir sonraki risk iştahındaki geri çekilme döneminde ki bunun **Mayıs ayının öncesinde yaşanabileceğini düşünüyoruz, ETF'lere girişlerin hızlanması ve ticari oyuncuların kısa pozisyonlarını kapatmaları ile yukarı hareketin momentum kazandığını** görebiliriz.

### **Petrolde ve enerji şirketlerinde yukarı hareketin devamı beklentimiz sürüyor...**

Arz/talep dengesinin çok hassas olduğu, son haftalarda bir miktar arz fazlasının ön plana çıktığı ve envanterlerin dolmaya başladığı bir dönemde, OPEC+ tarafından gelen 1,1 milyon varillik şok arz kesintisinin şaşkınlığı piyasa oyuncularında devam ediyor. Bir grup bunu OPEC'in zayıflayan talep dinamiklerini göz önüne alarak yaptığını savunsa ve fiyatlarda yeni düşüklüklerin görebileceğini belirtse de, biz **grubun fiyat kontrolünü tekrar ele alarak daha yüksek fiyat hedefi doğrultusunda bu adımı attığını düşünüyoruz**. Dolayısıyla önümüzdeki günlerde WTI'de \$80 etrafında bir konsolidasyon sonrasında yukarı hareketlerin devam edebileceğini ve bunun ABD'deki bağımsız şeyl üreticilerinin hisselerine olumlu yansıtacağını düşünmeye devam ediyoruz. Nitekim geçtiğimiz hafta CEO'sunun yorumlarına yer verdiğimiz **Pioneer Natural Resources'u, Exxon'un almak istediğine dair çıkan haberlerle, hissede açılış öncesinde sert yükselişler takip ediyoruz**.

### **Şirket karlarında resesyona yaklaşıyoruz...**

Bu haftanın en önemli gelişmesi ABD'de Cuma günü banka rakamları ile başlayacak bilanço sezonu olacak. Mini bankacılık krizi sonrasında bu sezon, banka bilançoları ön planda olacak. Cuma günü JP Morgan, Citi ve Wells gibi bankalardan gelecek yorumlar, alınan provizyonlar ve net faiz marjı beklentileri yatırımcıların yakından takip edecekleri açıklamalar olacak, beklentiler halen bankaların %4 civarında bir kar büyümesi açıklaması yönünde.

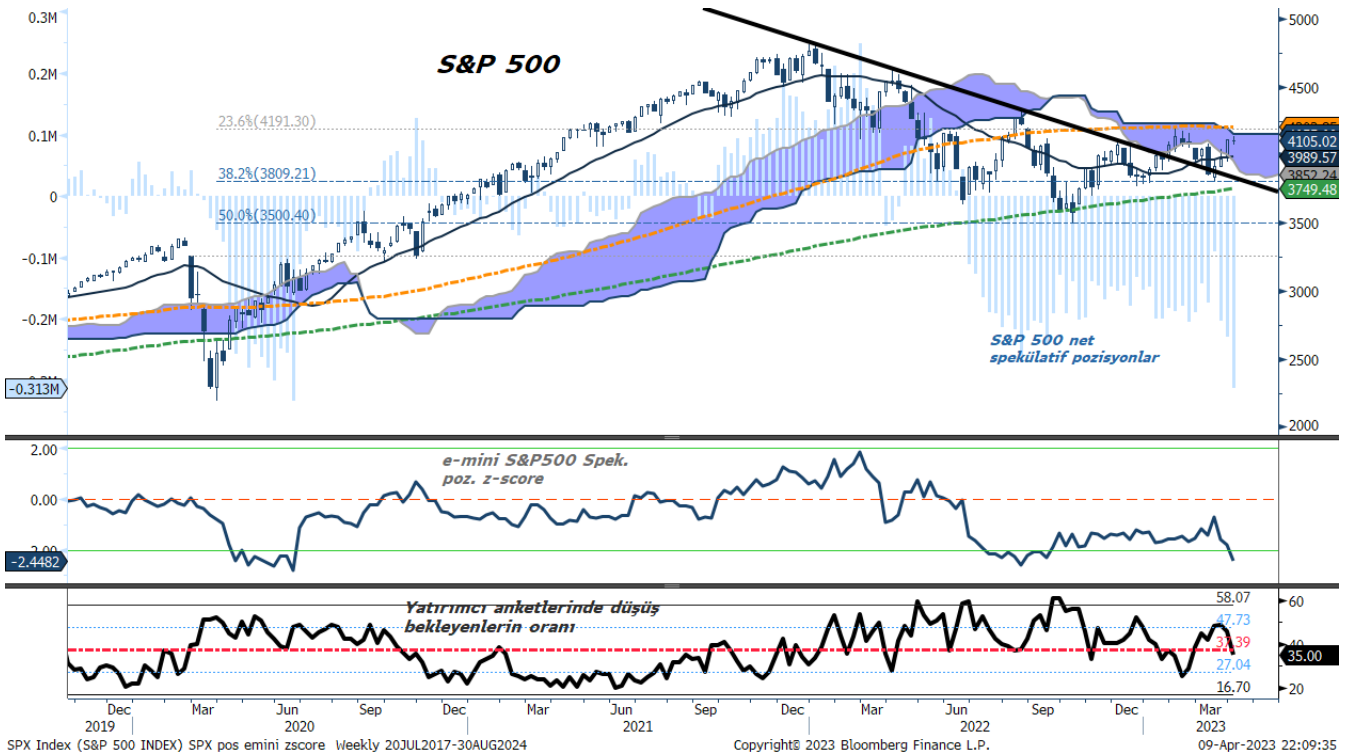


2022 senesinin son çeyreğinde şirket karlarında gördüğümüz eksi büyümenin bu bilanço sezonunda da devam etmesi ve rakamlar beklentilere paralel gelirse S&P 500 şirketlerinin karlarının %6'ya yakın daralması ile beraber **bir kar resesyona doğru** adım atacağız. Karlarda yaşanan eksi büyümenin önümüzdeki çeyrekte de devam etmesi bekleniyor.

### S&P 500 çok kritik direnç seviyelerinde...

S&P 500 endeksine baktığımızda endeks oldukça kritik direnç seviyelerine yaklaşmış durumda. Geçtiğimiz hafta gelen zayıf verilerin FED'in elini faiz indirmesi konusunda güçlendirdiği algısı risk iştahına destek olurken, endeks yatay bir performans gösterdi. 4,150 ve 4,200 seviyeleri yakın vadede izleyeceğimiz çok önemli dirençler ve bu seviyelere yaklaşılan noktalarda satış baskısı şaşırtıcı olmayacaktır.

Geçtiğimiz hafta yatırımcı algısında belirgin bir iyileşme yaşanırken, yükseliş bekleyen yatırımcı oranında ciddi bir toparlanma görüyoruz. Ancak bu pozisyonlanmaya yansımada ve vadeli piyasalarda kısa pozisyonlarda bir artış dikkat çekiyor. Burada hisse pozisyonlarını sürdüren yatırımcıların kırılganlıkları göz önüne alarak hedge pozisyonlarını arttırmış olmaları yüksek olasılık. Nitekim S&P 500 opsiyonlarına baktığımızda putlara olan ilginin artması ile zımmi oynaklığın ve primin call opsiyonlarına göre yükseldiğini ve skew yapısının/gülümsemenin sol tarafta dikleştiğini görüyoruz. Put/call rasyosu ortalamalara yakın seyrederken, genel anlamda yatırımcılarda bir kararsızlık hali söz konusu. Halen ralliye geniş anlamı bir katılım yok, yükseliş hareketinin kalıcı olabileceğine yönelik beklenti düşük ve az sayıda dev teknoloji hissesi, gerileyen faizlerin etkisiyle güçlü performans göstermeye ve endeksi yukarıya çekmeye devam ediyorlar. Bu da aslında yükselişin sürdürülebilirliği açısından olumlu bir dinamik değil.



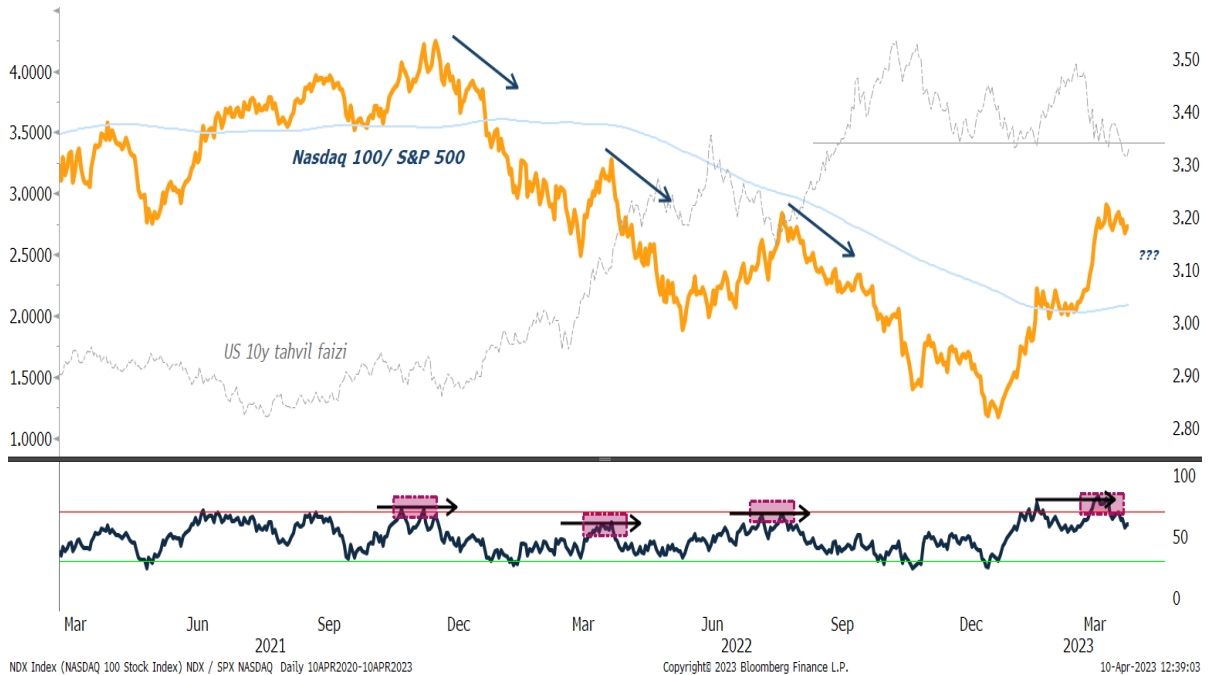
### Mayıs ayına yaklaşılırken düşüş riskleri artacaktır...

**Biz endekste Nisan ayı sonralarına yaklaşılırken, ciddi aşağı yönlü riskler görüyoruz** ve bu sefer mevsimselliğin yanı sıra, şirket karlarında göreceğimiz düşüş ve olası aşağı yönlü revizyonlar, bankacılık krizinin esas olarak kredi piyasalarına etkisi ve bunun tetikleyeceği sıkılaştırmanın reel ekonomide yaratacağı kırılmalıklar bizi önümüzdeki aylar için daha pesimist olmaya itiyor. Özellikle 3 Mayıs'taki FED toplantısı, piyasalardaki risk iştahı açısından oldukça kritik bir gelişme olacak.

**Portföylerde ne yapalım...** Bu noktada yatırımcılara defansif duruşlarını sürdürmelerini, FED'in pivotunu yakalamak için hisse pozisyonlarını belli seviyede tutmak isteyen yatırımcıların **enerji, maden ve sağlık gibi daha defansif alanlarda kalmalarını ve önümüzdeki haftalarda nakde ve altın gibi değerli madenlere geçmelerini** öneriyoruz. Şubat ayında sıklıkla ABD 2 yıllık tahvillerin oldukça cazip getirilere ulaştığına ve portföylerde ağırlıklı olarak yer verilmesi gerektiğine değiniyorduk, son dönemde faiz indirimlerinin fiyatlanması ile tahvil faizlerinde sert düşüşler yaşandı ve tahvillerde ralli gördük.Önümüzdeki dönemde FED'in sıkı duruş sinyalini devam ettirmesi ve enflasyon verisinin beklenti üzerinde gelmesi durumunda 2 yıllık faizlerinin %4 üzerine attığını görebiliriz. Bu da **%4,30 seviyelerine doğru bir yükselişi tetikleyerek, 2 yıllıklarda tekrar cazip bir alım fırsatı yaratacaktır.** Dolayısıyla sabit getiri odaklı yatırımcıların son ralli sonrasında ek alım için beklentileri mantıklı olacaktır.

### Tech hisselerinin liderliği çok uzun sürmeyebilir...

Senenin ilk çeyreğinde ana endeksler arasında en güçlü performansı göstererek tekrar boğa piyasasına giren Nasdaq 100'de, az sayıda teknoloji hissesinin çok yüksek ağırlığının olması ve bu hisselerin çok güçlü performans göstermiş olması, endekste ciddi relatif getiri sağlamıştı.Ancak burada bir yorulma dikkat çekiyor ve şirket karlarının beklentilerin de üzerinde gerileyeceğini düşündüğümüz bir ortamda, **endeksin 26 F/K çarpanı ile ana endekslere göre oldukça pahalı çarpanlarla işlem görmesi, bize göre kırılmalıkları arttırıyor.**





### Defansif hisseler arasında Eli Lilly dikkatimizi çekiyor...

Son haftalarda defansif sektörler arasında sağlık sektörünün, sağlık içerisinde de bazı büyük farma şirketlerinin güçlü performans gösterdiklerini görüyoruz. Burada FED'in olası bir güvercin pivotundan faydalanmak için hisse pozisyonlarını sürdürmek isteyen ancak aşağı yönlü risklerden de çekinen yatırımcılar için sağlık gibi defansif sektörler makul bir risk/getiri potansiyeli sunuyor. Özellikle bu pozisyonları spekülative hisse ve ETF'lerde short pozisyonlarla pair yapabilen veya endeks vadeli kontralarında kısa pozisyonlarla market-neutral hale getirebilen yatırımcılar için defansif karakterli dev farma şirketleri cazip.

Bu şirketlerden bir tanesi olan Eli Lilly, diğer ilaç şirketlerine göre oldukça primli işlem görürken, bu primin bize göre haklı bir tarafı var ve şirketin gelir büyümesinde önümüzdeki iki sene ciddi bir ivmelenme takip edebiliriz. Obezite ve alzheimer ilaçlarına olan ilgi ve heyecanın artması ile hisse rekor yüksek seviyelere tırmanırken, burada Eli Lilly'nin halen diyabet için onaylı ve sigorta şirketleri tarafından cover edilen, ancak obezite tedavisi için FDA'den onay beklediği Mounjaro (tirzepatide) terapisinin, gelmiş geçmiş en yüksek hasıllata ulaşacak ilaçlardan bir tanesi olabileceği ve piyasada çok satılan iki Novo Nordisk ilacının önüne geçebileceği konuşuluyor. 2022 senesinde \$22 milyar satışları olan şirketin diyabet ilaçları hali hazırda gelirlerinin yarısını oluşturuyor ve bu ilaçtan senelik \$25 milyar üzerinde ciro elde edilebileceği gibi oldukça optimist tahminler var. 2022 senesinde Mounjaro \$482 milyon ile şirketin gelirlerinin %2'den düşük bir yer edindi.

Ancak **obezite onayı ile beraber satışlarda çok ciddi bir ivmelenme yaşanabilir, bu beklentiler de hissenin güçlü performansının ve primli değerlemelerin arkasındaki en önemli dinamik.** Eli Lilly'nin heyecanla beklenen bir başka terapisi de Alzheimer üzerine ve önümüzdeki aylarda bununla da alakalı bir update bekleniyor. Değerleme tarafında 43 ileri F/K çarpanı ile grup ortalamasına göre yaklaşık 2 kat primli işlem gören şirketin borçluluğu da benzerlerine göre bir miktar yüksek olsa da, hali hazırdaki ürünlerinden yarattığı güçlü serbest nakit akımı sayesinde bu konuda endişe yaratmıyor. Hisse \$370 seviyelerinde bir miktar zorlanabilir ve bir geri çekilme yaşanabilir biz \$320 seviyelerine doğru geri çekilmelerin hissede cazip alım fırsatları yaratabileceğini 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 tecrübeye uygun sonuçlar doğurmayabilir.

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