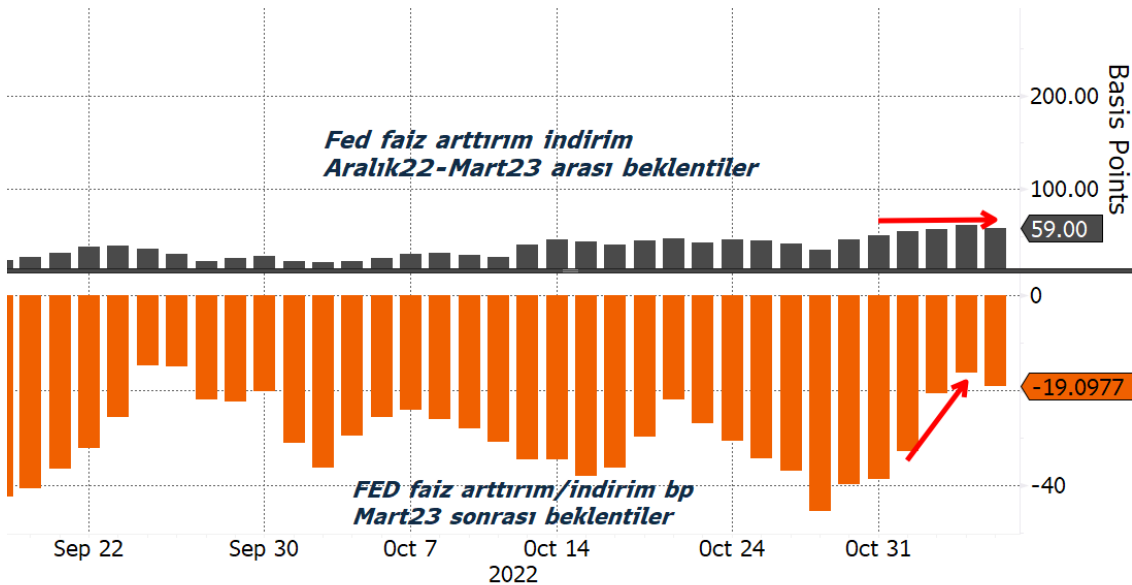


Geçtiğimiz hafta FOMC toplantısı sonrasında Powell'in şahin algılanan konuşması sonrasında hisse senetleri sert satış baskısı altında kaldı. Cuma günü piyasalarda göreceli bir toparlanma yaşanmış olsa da, haftalık bazda S&P500 %3,3, Nasdaq %5,6, MSCI Dünya %+2,1 geriledi. Gelişmekte olan piyasa endeksleri Çin'de açılma beklentilerinin Asya piyasalarında sert alımlara neden olması ile relatif güçlü kalırken, bunun olumlu etkisi MSCI EM endeksinde de %4,6 yükselişe neden oldu. Bloomberg Emtia endeksi de Çin'deki açılmanın emtia talebini tekrar arttıracığı beklentisi ile haftayı %5,1 artıda tamamladı.

Powell hassas bir dengeyi tutturmayı başardı...

Son senelerin en kritik FOMC toplantılarından bir tanesine girilirken, FED'in amacı piyasalarda ne bir çöküşe yol açacak kadar şahin, ne de sert bir rahatlama rallisine yol açacak kadar güvercin mesajlar vermektir. Bunu da merkez bankasının büyük oranda gerçekleştirdiğini gördük. FED'den gelebilecek bir pivot mesajını heyecanla bekleyen yatırımcılar, güvercin anlamda finansal koşulları rahatlatacak bir done alamazlarken, bunun yarattığı hayal kırıklığı ilk etapta bir satış baskısına yol açtı.

- ✓ FED politika faizini beklentilere paralel 75bp arttırarak %3,75-%4 bandına çekerken, açıklama metninde para politikasındaki kümülatif sıkılaştırmanın gecikmeli etkisinin izleneceğine değinilmesi ve metindeki bazı ifadeler, faiz arttırmalarının sonuna yaklaşıldığına dair güvercin mesajlar olarak algılandı.
- ✓ Açıklamanın hemen sonrasında riskli varlıklarda yükseliş, tahvil faizlerinde gerileme görülürken, basın toplantısında Powell'in bu mesajı onaylamasını bekleyen yatırımcılar hayal kırıklığına uğradı. Faiz artış hızındaki yavaşlamanın daha düşük bir terminal faiz seviyesi anlamına gelmediği ve önceki toplantıda belirtilenin daha yukarısında bir terminal faize ulaşılabilceği, faiz arttırmalarında daha gidilecek yol olduğuna yönelik yorumlar riskli varlıklarda satışları hızlandırdı.
- ✓ **Ancak finansal piyasalarda ve ekonomide kırılğanlıkların oldukça arttığı bir ortamda FED'in ne kadar ek sıkılaştırma yapabileceği şüpheli.** Powell'in şahin yorumlarına biz bu noktada biraz daha az kredibilite vermenin doğru olacağını düşünüyoruz. Nitekim açıklama sonrasında faiz artırım beklentilerinde çok sınırlı bir değişim yaşandı. Esas olarak 2023 senesi için faiz indirim beklentileri azaldı.



S&P500 beklentisi...

Çarşamba ve Perşembe günleri yaşanan düşüşler sonrasında riskli varlıklar Cuma günü kritik seviyelerde destek bulurken, altında da sert bir yükseliş hareketi takip ettik. Tarım dışı istihdam verisinin beklentiden güçlü gelmesi ilk etapta volatilité yaratsa da, bu noktada verinin gecikmeli bir gösterge olması ve esas işten çıkartmaların ve ekonomik yavaşlamanın önümüzdeki aylarda artacağı beklentisi piyasaya üzerinde etkisini azaltıyor

- ✓ S&P500 endeksi, FED öncesinde önemli bir direnç seviyesi olan 3,900 etrafında konsolide olurken, merkez bankasından yatırımcıların bekledikleri güvercin pivot mesajını alamamaları 3,700 desteğine doğru sert satışlara yol açtı.
- ✓ Cuma günü hisselerde kritik desteklerden gelen toparlanmanın arkasında bize göre yatırımcıların Powell'ın tonlamasındaki kadar şahin bir FED beklememeleri vardı. Powell şahin yorumlarla bir denge sağlamak istese de, yatırımcıların Mayıs ayında Powell'ın 75 bp.'lık artışlara kapıyı kapattığını ancak sonrasında dört toplantı arka arkaya 75 bp faiz artışı yapıldığını hatırlatmakta fayda var.
- ✓ Nitekim piyasa oyuncularını da artık, gelen olası ek şahin yorumlara rağmen FED'in bu faiz artırım döngüsünde %5-%5,50 bandının ötesine gidemeyeceğini inatçı bir şekilde fiyatlamaya devam edebilirler.

Bizim bilanço sezonu öncesinde de değindiğimiz gibi, esas olarak bu noktadan sonra endekslerde aşağı yönlü önemli hareketlere neden olabileceğini düşündüğümüz dinamik, FED'in gelecekte yapacağı ek sıkılaştırmaya yönelik sözlü yönlendirmeden daha fazla, bugüne kadar yapılmış sıkılaştırmanın önümüzdeki dönemde gecikmeli olarak ekonomiye ve şirket karlarına olumsuz yansımaları olacak.

- ✓ Üçüncü çeyrek bilançolarının düşen bir büyüme ivmesine işaret etse de korkulan kadar kötü olmaması **sene sonu için endekslere bir soluklanma** ve sene sonu rallisi fırsatı verebilir. Ancak bu rallinin uzun soluklu olamayabileceğini ve **2023 senesinin ilk çeyreğinde resesyon rüzgarının daha sert hissedilmesi ile endekste bir aşağı yönlü hareket** daha takip edebileceğimizi düşünüyoruz.



2023'ün altın için iyi bir sene olabileceğine değinmiştik...

Her ne kadar biz 2023 senesinde doların ve tahvil faizlerindeki yükselişin yavaşlaması ve değerli metalin resesyonun yaklaşması ve enflasyon baskısının devam etmesi ile güvenli liman ve enflasyon hedge'i özelliklerinin ön plana gelmesini beklessek de, bu yükseliş hareketi yeni sene öncesinde de başlayabilir.

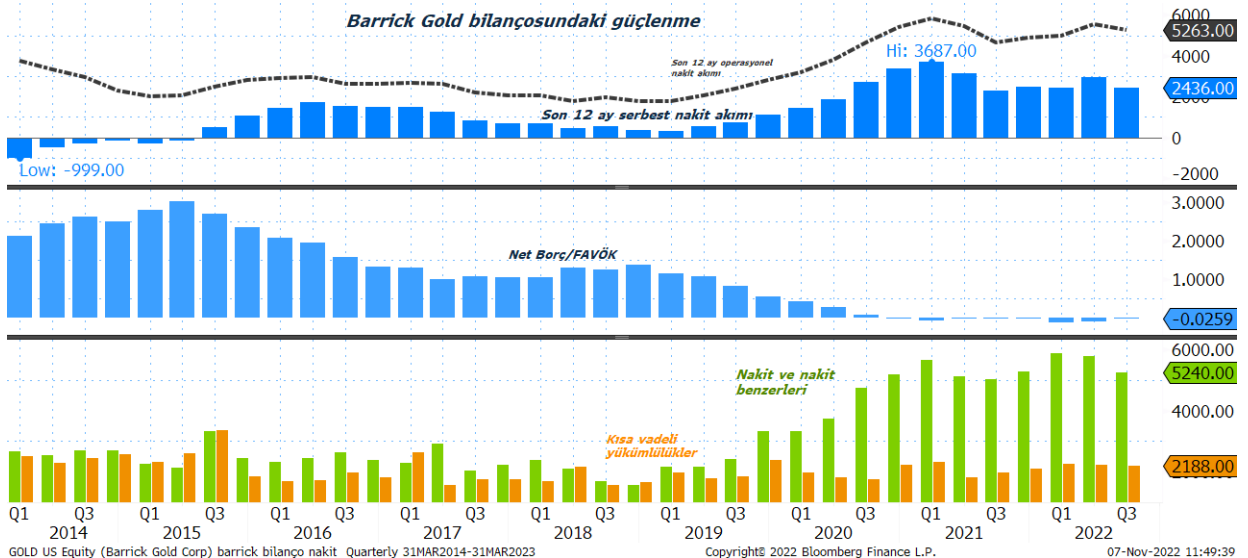
- ✓ Aylık performans anlamında altın, **tarihinde pek görüldük bir kayıp serisi yaşıyor ve 7 ay üst üste değerli metalde gerileme** takip ediyoruz. Daha önce kayıp serileri genellikle altı ay civarında sonlanırken, Kasım ayındaki performansını yakından takip edeceğiz.
- ✓ Grafiklere baktığımızda da oldukça kritik desteklerin test edildiğini ve düşük \$1,600'lü seviyelerde yatırımcıların, özellikle de daha zayıf ellerin tekrar tekrar test edildiğini görüyoruz. \$1,615 seviyesinde oluşan üçlü dip sonrasında altında Cuma günü takip ettiğimiz sert yükseliş, daha orta vadeli bir yukarı yönlü hareketin başlangıcı olabilir mi göreceğiz. 2 yıllık ABD tahvil faizlerinde Cuma günü gördüğümüz %4,8 seviyesi kısa vadede bir tepeye işaret ediyorsa, altında yükseliş hareketi de ilk etapta \$1,800 direncine doğru devam edebilir. Bu hafta ABD'de gelecek olan TÜFE verisi(beklenti manşet rakam: +%7,9, çekirdek:+%6,5) altın fiyatları üzerinde kısa vadede volatilité yaratabilecek en önemli gelişme.



Biz önümüzdeki dönem için altına, ve özellikle de oldukça ucuz seviyelere gerilemiş olan altın madencilerine olumlu bakıyoruz ve bir çok maden şirketinde de cazip uzun vadeli fırsatların ortaya çıktığını düşünüyoruz. Son bir kaç çeyrekte enflasyondaki artışın maliyetleri yukarı çekmesi, ancak altın fiyatlarının bu maliyet artışlarını takip edememesi madencilerin kar rakamlarını ve hisse senetlerini baskılamış olsa da, bu trendin önümüzdeki aylarda tersine döndüğünü görebiliriz.

Geçtiğimiz hafta bizim beğendiğimiz madencilerden bir tanesi olan Barrick Gold'un bilançosu geldi. Rakamlar geçen seneye göre zayıflamaya işaret ederken, biz yatırımcıların miyopik bir bakış açısı ile hissede kar rakamları sonrasında aşırı satışa gittiklerini düşünüyoruz.

- ✓ Barrick üçüncü çeyrekte beklentinin üzerinde \$0,13 hisse başına düzeltilmiş net kar açıklarken, bu rakam geçtiğimiz seneye göre %45 düşüşe işaret ediyordu. Satışlar ise \$2,53 milyar ile beklenti altında kalırken, yıllık bazda %11 düştü.
- ✓ Altın üretimi bir milyon onsa yakın ve beklentilere paralel gerçekleşirken, bakır üretiminin %23 artması olumlu bir noktaydı. Şirketin sene sonu projeksiyonlarına baktığımızda; capex \$1,90-\$2,2 milyar ile beklentilere paralel, üretim de yine 4,2-4,6 milyon onslar beklentilerin bir miktar üzerinde kalmaya devam etti. Şirket \$1,040-1,120 maliyet projeksiyonunu(AISC) da devam ettirirken (bu rakam VanEck rakamlarına göre sektör için önceki seneye göre %10 arttı ve \$1,200 seviyesine çıktı), 3. Çeyrekte üretimdeki aksamalar, artan maliyetler brüt ve net kar marjında ciddi bir daralmaya neden oldu. Yatırım harcamalarındaki %39 artışa karşılık operasyonel nakit akımındaki %27 daralma şirketin beş çeyrek sonra eksi serbest nakit akımına geçmesine neden oldu.
- ✓ Negatif serbest nakit akımına dönüş (-\$34m) kırılğan bir ortamda yatırımcıların bir miktar canlarını sıkımsa olsa da, biz Barrick'in pek iç açıcı olmayan rakamlarını normal karşılıyoruz ve hissede satışların orta vadeli bir alım fırsatı ortaya çıkarttığını düşünüyoruz. 2023 senesine yönelik altının güçlü performans göstereceği beklentimiz de Barrick'e yönelik olumlu görüşümüzün temelindeki en önemli faktör.



ABD’de yapılacak ara dönem seçimlerinin etkisi sınırlı olacaktır...

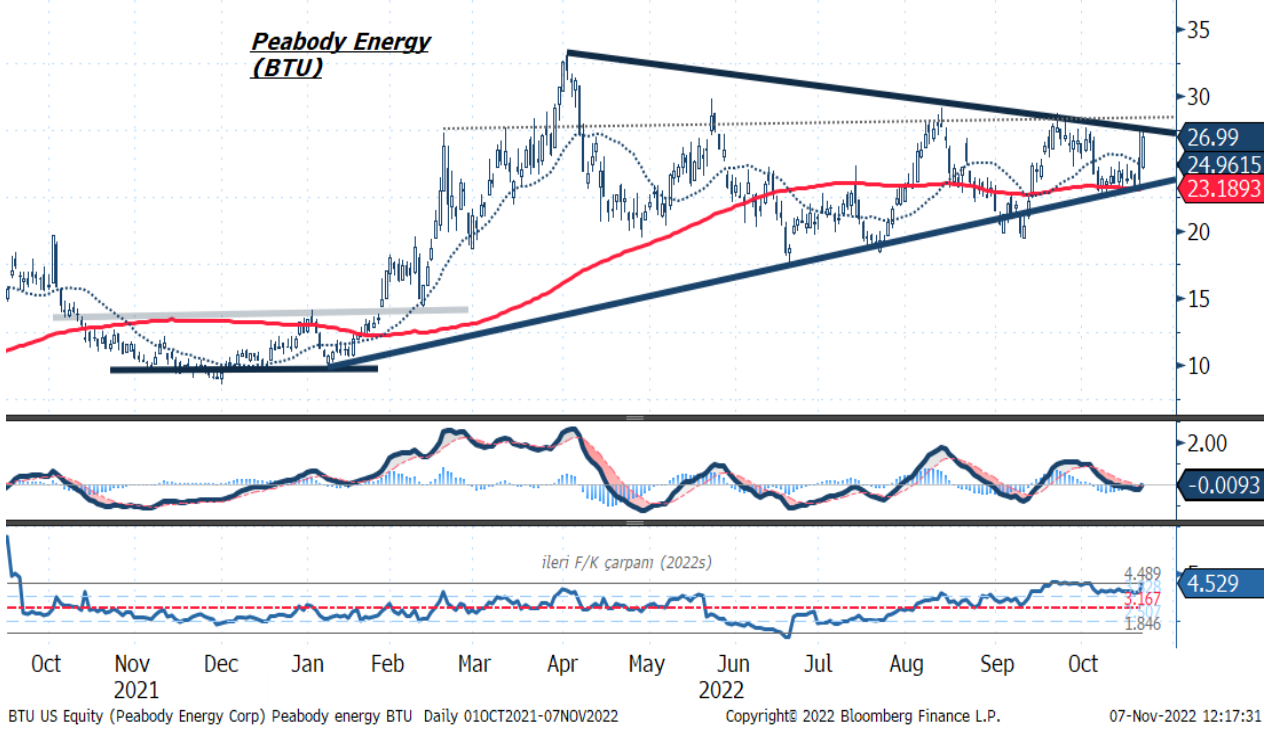
Salı günü yapılacak ara dönem seçimlerinde Temsilciler Meclisindeki sandalyelerin hepsi, Senato’dakilerin ise yaklaşık üçte biri tekrar seçime girecek. Burada **Demokratların Kongre’nin her iki kanadını da kaybetme olasılıkları** hiç düşük değil. En azında bir tanesinden(muhtemelen Temsilciler Meclisi) çoğunluklarını kaybedecekleri ise bu aşamada baz senaryo. Nitekim geçmişte de, **ara seçimler genellikle iktidardaki partinin aleyhine** sonuçlanmış durumda. Ancak Cumhuriyetçilerin büyük bir çoğunlukla Kongrenin iki kanadını da alması, yakın bir zamanda **Trump’ın da geri dönerek 2024 için adaylığını ilan etmesine** yol açabilir.

- ✓ Bu her ne kadar Biden hükümetini maliye politikaları anlamında ciddi şekilde kısıtlayacak olsa da, geçmişte genellikle parçalanmış bir Kongre’nin hisse senedi piyasası için olumlu olduğu söylenir. Bunun ana sebebi de, bölünmüş bir Kongrede iki kanadın da kendi uç politikalarını uygulamalarının sınırlanması ile düzenin değişmeyeceği ve herhangi bir sektöre yönelik ek bir olumlu/olumsuz yasanın çıkmayacağı beklentisi olabilir. Piyasaların her zaman tahmin edilebilirliği sevdiğini unutmamamız gerekiyor. Nitekim ara seçimlerden sonraki 12 ayda genellikle endeksler güçlü performans gösteriyorlar.
- ✓ **Ancak biz bu aşamada seçimlerin orta vadeli etkisinin piyasalar üzerinde oldukça sınırlı olacağını düşünüyoruz.** Hükümetin ön plana aldığı temiz enerji gibi alanlarda atabileceği yeni adımlar kısıtlanabilir ve kömür gibi fosil yakıt üreticilerine yönelik olumsuz adımların atılma olasılığı azalabilir. Önümüzdeki dönemde borç tavanı gibi sıkıntılar tekrar gündeme gelebilir, borç tavanı her ne kadar kısa vadede piyasalar üzerinde stres yaratsa da, orta vadede kalıcı bir piyasa tesiri olmayan bir gelişme.

Peabody Energy Corp... Cumhuriyetçilerin önemli bir zafer kazanmasından olumlu etkilenebilecek sektörlerden bir tanesi olarak değindiğimiz kömür sektörü hisselerine de kısaca bakarsak; enerji hisseleri arasında bu sene sıklıkla petrol ve doğal gaz şirketlerine değinmiş olsak da, kömür fiyatlarının da güçlü kalmaya devam edeceğini ve bundan Arch Resources ve **Peabody Energy Corp** gibi şirketlerin fayda göreceklerini önceki raporlarda ifade etmiştik. Arch Resources bilançosuna geçtiğimiz hafta değinmiş ve şirketin güçlü kalmaya devam eden nakit akımının yarısının yatırımcılara geri döndürülmesinin hisseye destek olacağını belirtmiştik. Peabody Energy Corp da benzer şekilde güçlü rakamlar açıkladı.

- ✓ Özellikle termal kömüre olan hassasiyeti(2021 senesinde cirosunun %77’si termal kömürden geldi) ve ABD’deki en büyük kömür üreticisi olması dolayısıyla yüksek kömür fiyatlarından olumlu etkilenen şirket, bir önceki sene açıkladığı hisse başına \$0,38 zarara karşılık bu sene 3. Çeyrekte \$2,33 kar açıkladı ve cirosunu %97 arttırdı.
- ✓ Daha önce bir kere Ch11 iflas sürecinden geçen ve yaklaşık iki sene önce yine finansal durumunda sıkıntılar yaşamaya başlayan kömür üreticisi için, özellikle termal kömür fiyatlarındaki sert yükseliş, adeta bir can yeleği oldu. \$4,2 milyar firma değerine sahip olan şirket, sadece geçtiğimiz çeyrekte \$454 milyon sertbest nakit akımı yarattı. 2022 son kar beklentilerine göre 4,5 F/K çarpanı ile işlem gören şirket, yavaş yavaş bilançosunu güçlendirerek Net Borç oranını sıfıra çekme yolunda ilerlerken, kömür fiyatlarının bir

süre daha güçlü kalmaya devam etmesi, hissenin depresif değerlemelerden kurtulmasına yol açabilir. Bir süredir daralan bir üçgene sıkışan hisse aslında bir anlamda kömürde yükselişin ne kadar kalıcı olacağını fiyatlamaya çalışıyordu. Burada kömür fiyatlarında büyük düşüşler olmaması durumunda, hissede yükselişin \$30 üzerinde doğru devam ettiğini görebiliriz.



Qualcomm Inc... Her ne kadar içerisinde bulunduğumuz ortamda bir teknoloji şirketi önermek güç olsa ve sektörde bir miktar daha gerilemenin olacağını ve 2023 senenin ilk yarısında burada bir dip görüleceğini düşünsen de, zaten ciddi şekilde gerilemiş olan ve talebin yavaşlaması ile envanter birikiminin sektör genelinde kendisini göstermeye devam ettiği çip şirketleri, önümüzdeki sene ilk dip yapan hisse grubu olabilir. Sektör içerisinde uzun vadede beğendiğimiz ancak bir süre daha alım için sabırlı olunulabilecek bir şirket de **Qualcomm Inc.**

- ✓ Mobil dünyanın en önemli oyuncularından bir tanesi olan ve çipleri kullandığımız bir çok mobil cihazda yer al (iphone'lar da dahil) Qualcomm, cirosunu %22 büyütürerek \$11,4 milyara yükseltirken, beklentilere paralel \$3,13 hisse başına kar açıkladı. Akıllı **telefon piyasasında da bu sene iki hanelere ulaşabilecek bir daralma yaşanacağına** ve envanter kanallarında 8-10 hafta gibi uzun süreli bir aşırı arz birikimi olduğuna değindi ve önümüzdeki çeyrek için beklentileri oldukça aşağıya çekti. Qualcomm son çeyrek için \$12 milyar civarında olan ciro beklentisini \$9,2-\$10 milyar bandına çekerken, bu sert düşüşte talepteki ani geri çekilmeye değinmesi, yatırımcılar açısından oldukça moral bozucu bir gelişme idi.
- ✓ Her ne kadar tedarik zincirindeki açılma da her sektörde olduğu gibi envanterlerin bir anda şişmesine neden olsa ve bu şirket özelinde bir gelişme olsa da, talebe yönelik yavaşlama hardware tarafında özellikle elektronik üreticileri için önemli bir negatif ön sinyal olabilir. Her ne kadar Qualcomm 9x ileri F/K gibi oldukça ucuz çarpanlarla işlem görse de, hissede önümüzdeki dönemde \$90 seviyelerine doğru geri çekilmenin devam ettiğini görebiliriz.

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 getirisinin 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, yayımlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.