

Daha Temkinli

Önceki raporlarımızda piyasalarda gördüğümüz alışıldık olmadığımız çapraz varlık sınıflarındaki çelişkilere dikkat çekmiştik. Geçen hafta Pazartesi yayınladığımız raporda da hata marjı azalıyor şeklinde uyarımiştik.

ABD hisse senedi işlemleri, Brent petrolünün 105 doların üzerinde seyretmesinden sonra hala güçlü, ancak bu rahatlatma ne kadar uzun süreli soru işareti zira Hürmüz ve Suudi Arabistan altyapı projeleri hâlâ risk oluşturuyor.

Petrol hâlâ faiz oranlarındaki artışı destekliyor ve 10 yıllık tahvil faizinin %5,4'e yaklaşmasıyla birlikte, Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) artık daha fazla ağırlık taşıyor.

Hisse senetleri, kazanç beklentilerinin güçlü kalması nedeniyle daha yüksek faizleri absorbe etmeye devam ediyor, ancak piyasa yükü taşımak için giderek aynı dar kazananlar grubuna güveniyor.

S&P 500 şaşırtıcı derecede iyi bir direnç gösteriyor; ancak endeks üzerinde baskı oluşturan faktörleri artık göz ardı edilebilir birer "arka plan gürültüsü" olarak nitelendirmemek gerekiyor. Zira ABD Hazine tahvili getirileri son yılların en yüksek seviyelerine yakın seyrediyor, petrol fiyatları yeniden 100 doların üzerine tırmanmış durumda, mali ve jeopolitik riskler gündemdeki yerini koruyor ve Fed, hisse senedi yatırımcılarının alışkın olduğu türden bir parasal destek sağlamak yerine sıkılaşıma eğilimini sürdürüyor.

Bütün bunların yanında Kredi piyasalarında da çatlaklar oluşmaya başladı ki bunların hisse senetleri ile korelasyonuna baktığımızda temkinli olmak için bir neden daha ortaya çıkıyor..

Yüksek Hazine tahvil getirileri, Fransa'da hızla artan faizlerin bulaşma riski, 100 dolarlık petrol ve daha güçlü dolar, hisse senedi değerlemeleri ve şirket kazançları için daha riskli bir ortam yaratıyor.

Fransa 10 Yıllık tahvil faizleri



Kaynak: Bloomberg

Yapay zeka yatırım patlaması güçlü kalmaya devam ediyor, ancak devasa sermaye harcamaları ve artan borç bağımlılığı finansman modeli hakkında soru işaretleri yaratabilir.

Kredi piyasalarında stres belirtileri ve çatlaklar ortaya çıkmaya başlıyor. IG ve HYG (LQD ve HYG ETFleri) düşüş eğiliminde. Daha riskli segmentlerde stres belirtileri daha fazla. Örneğin CCC spreadleri 1.000 baz puan civarında.

HYG (sarı), LQD (beyaz), S&P500 (yeşil)



Kaynak: Bloomberg

Gerçek risk, yükselen reel faizlerinin kötüleşen kredi koşulları olumlu giden kazançlara çok az az hata marjı bırakıyor olması. Endeksi ayakta tutan şirketlerin bizzat kendileri giderek ağırlaşan bir sermaye maliyetiyle karşı karşıyayken, S&P 500 finansal yerçekimine meydan okumaya devam edebilir mi?

Geçen Çarşamba günkü güçlü 10 yıllık Hazine tahvil ihalesi, yatırımcılara alıcıların nihayet ortaya çıktığına dair kısa süreli bir umut verdi, ancak bu rahatlatma, getiriler ihale öncesi seviyelere doğru geri döndü.

Daha da ilginç olanı, yapay zeka altında yatan gelişmeler. Yatırımcılar bir sonraki aşamaya kimin katılacağı konusunda daha seçici davranmaya başladı. Hesaplama gücüne olan talep olağanüstü düzeyde devam ediyor; Samsung ve TSMC, normalde çoşturacak büyüme rakamları sundu Ancak piyasayı etkilemek giderek zorlaşıyor. Samsung rekor düzeyde faaliyet kârı açıkladı ancak hisseleri %1,3 değer kaybetti. TSMC Eylül ayı için rekor rakamlar açıkladı ancak hisseleri günü yatay kapattı.

Sorun talep değil, talebi karşılamanın artan maliyeti. Yapay zeka altyapı harcamaları, serbest nakit akışını müthiş bir hızla tüketiyor ve daha fazla yatırımın borç finansmanına yönelmesine neden oluyor. Nakit zengini devler hala risk almayı göze alabilir, ancak teknoloji kredi merdiveninin daha alt kademelerinde finansman baskısı kendini göstermeye başlıyor. Bir zamanlar geniş çaplı, yapay zeka etiketli her şeyi satın alma eğilimi olan bir yatırımcı kitlesi daha seçici davranmaya başladı.

Bu arada, jeopolitik gelişmeler, pahalı enerji, artan nakliye maliyetleri ve tedarik zincirlerinin bir gecede zarar görebileceği bir dünyada ortaya çıkan daha geniş lojistik sorunlar nedeniyle enflasyon ateşini canlı tutuyor. Nötr faiz oranlarının nihayetinde nerede sabitleneceğine dair artan tahminleri de eklediğinizde, yapısal olarak daha pahalı para ile giderek daha fazla borç sermayesine bağımlı hale gelen yapay zeka yatırım patlaması arasında garip bir çatışma ortaya çıkıyor.

Piyasa henüz çıkışa doğru koşmuyor, ancak rekor seviyelere yakın seyreden bir endeksle normalde ilişkilendirilecek türden geniş bir çöküşü de sergilemiyor. Bunun yerine, azalan sayıda büyük hisse senedinden giderek daha büyük bir finansal yük taşıması istenirken, kredi piyasası yavaş yavaş sessizce hesaplamaları sorgulamaya başlıyor.

Bu S&P 500'ün hemen çökmesi gerektiği anlamına gelmiyor. Hisseler hala kar büyümleri beklentileri ile güçlü dururken fakat işin perde arkasında makro piyasa, özellikle de krdei piyasaları,, bu durumun sonsuza dek sürdürülemeyeceğine dair giderek daha ikna edici argümanlar ortaya koyuyor

Bu arada S&P, %1'lik bir düşüş yaşamadan 49 günü geride bıraktı; bu, altı yılı aşkın süredir görülen en uzun üçüncü seri. Yakın zamandaki seriler şunlardı:

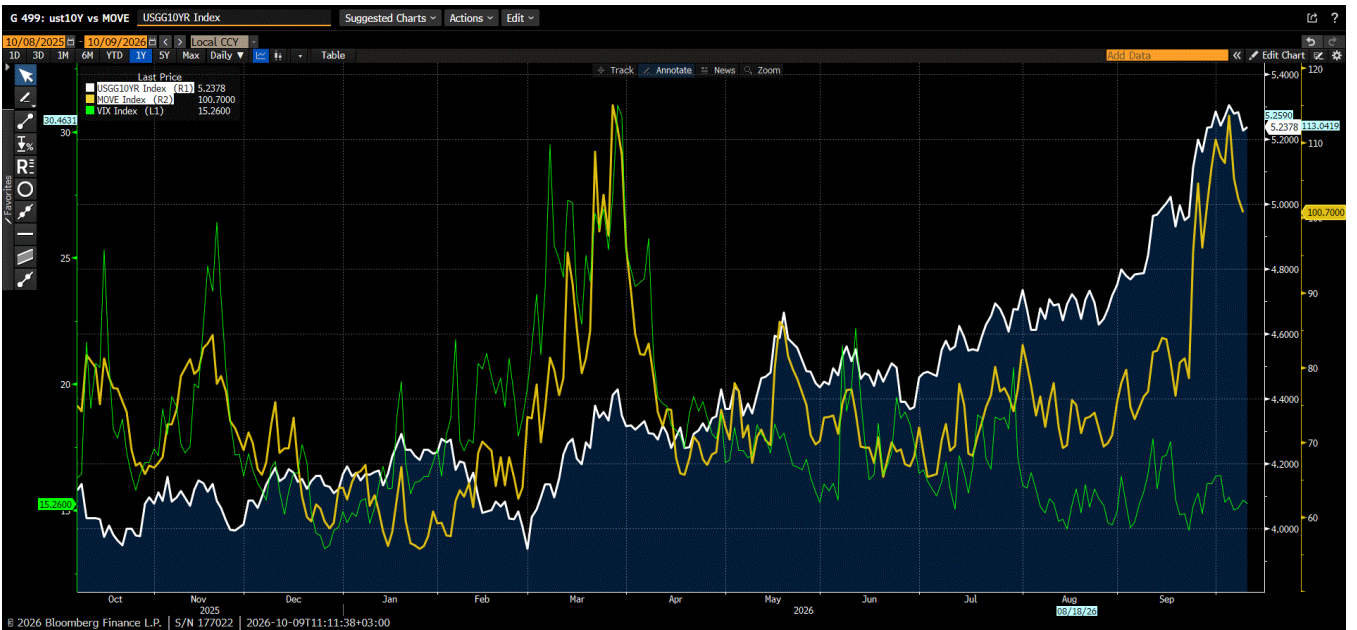
1 Ağustos 2023'te zirve yapan 47 günlük seri; bunu S&P'de 3 ay süren %10'luk bir geri çekilme izledi ve VIX 23 seviyesine çıktı.

16 Temmuz 2024'te zirve yapan 52 günlük seri; bunu S&P'de 2 hafta süren %9'luk bir geri çekilme izledi ve VIX 66 seviyesine fırladı ve carry trade işlemleri çöktü

9 Ekim 2025'te zirve yapan 48 günlük seri; S&P bir günlüğüne geriledi ve birkaç gün sonra VIX 29 seviyesine çıktı. Üç hafta sonra NDX/Teknoloji/Yüksek Beta hisseleri zirve yaptı (29 Ekim 2025). Geniş piyasa, eşit ağırlıklı endeksler, küçük ölçekli şirketler, konjonktürel hisseler ve faiz oranlarına duyarlı sektörlerin hepsinin sert bir yükseliş yaşadığı, aylarca süren büyük bir piyasa rotasyonu (sektör değişimi) etkili oldu.

Bu arada VIX, ABD 10 yıllıklar ve MOVE arasındaki kopukluk da devam ediyor.

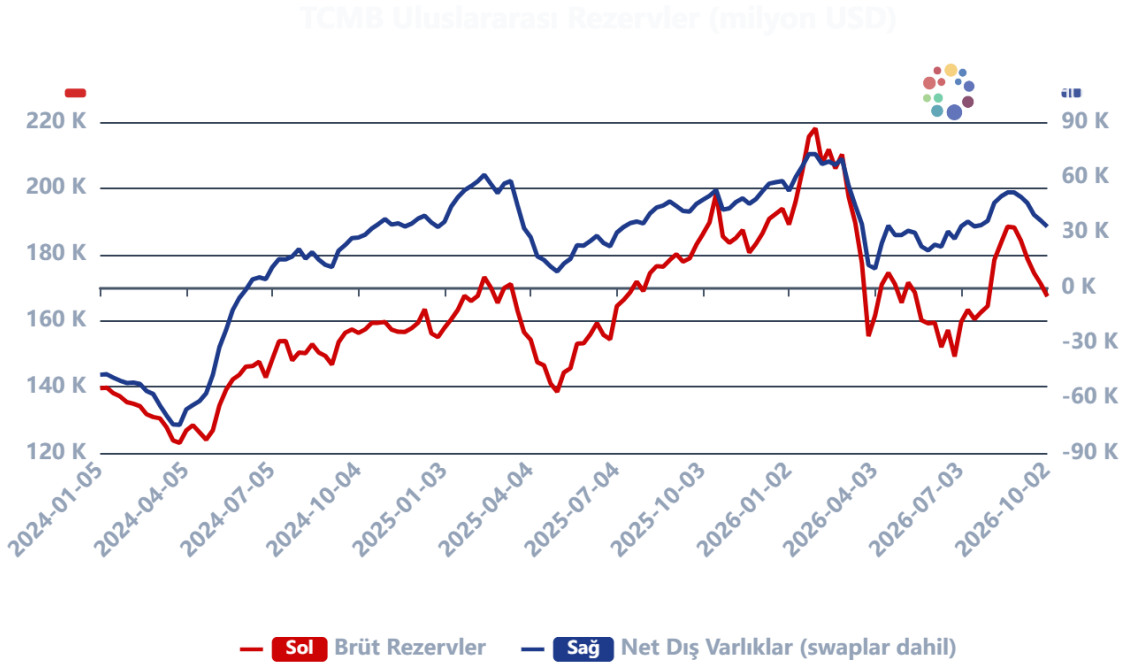
Move (sarı) vs Vix (yeşil), ABD 10 yıllık tahvil getirileri (beyaz)



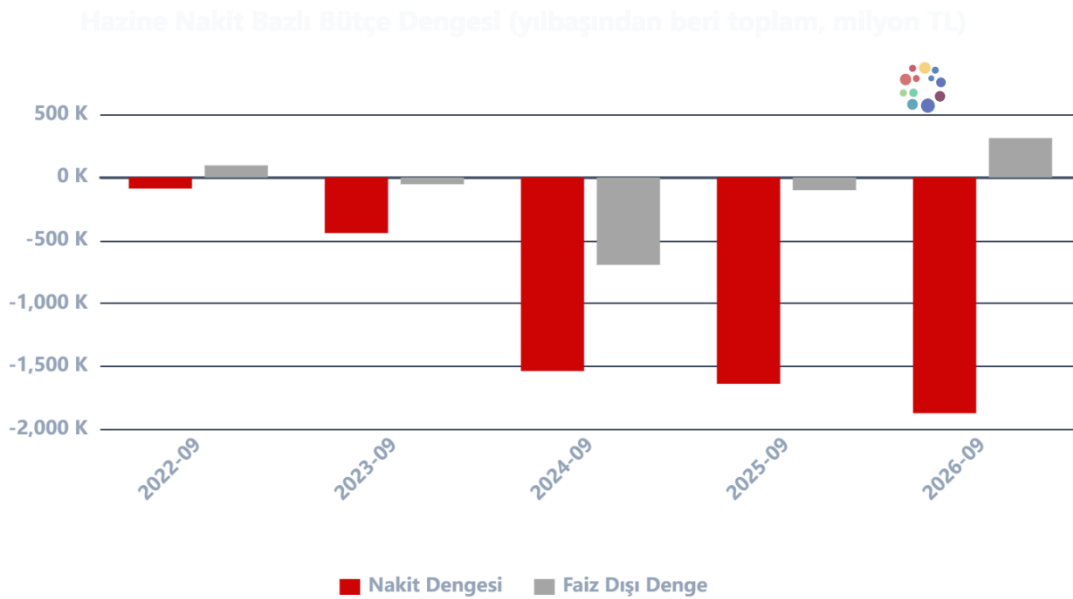
Kaynak: Bloomberg

Bu kesinlikle bir "her şeyi sat" durumu değil; ancak piyasada oluşan çatlakları görmemezlikten gelmemek lazım. Zirvelerde olan global piyasalar için risk getiri dengesi artık eskisi kadar cazip değil. Global piyasalar için biraz daha temkinli olma zamanı bizce geldi.

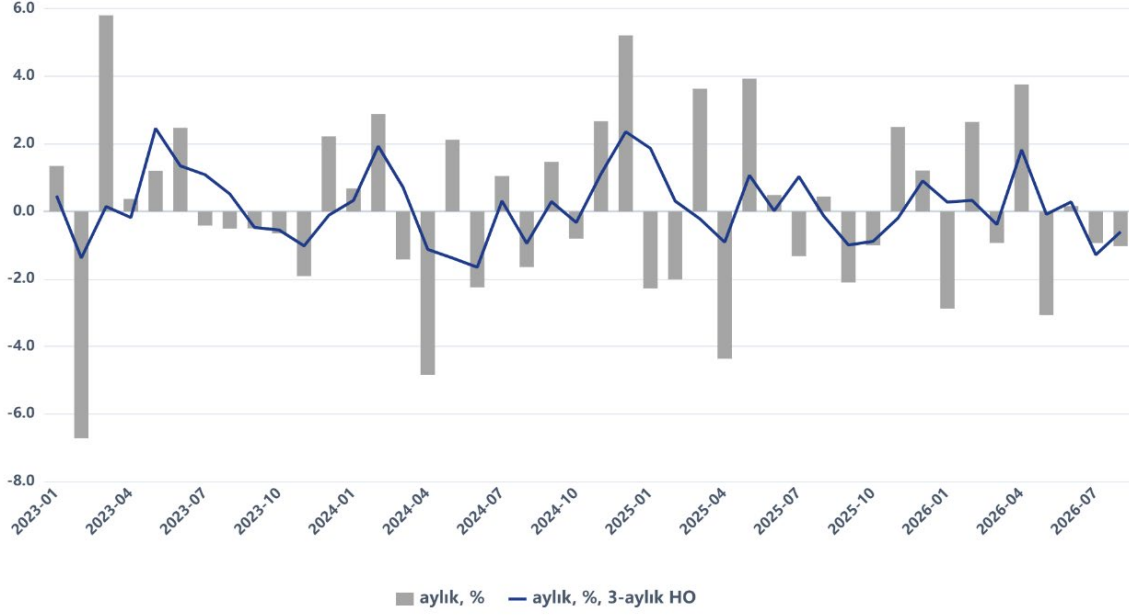
Türkiye’de ise son açıklanan veriler rezerv durumunun güçlü olmaya devam ettiğini, dolarizasyon eğiliminin olmadığı, talep koşullarının zayıf seyrettiğini ve bütçe durumunun da beklenen yönde ilerlediğini gösteriyor. Ekim PPK’sında 100bps indirim beklemeye devam ediyoruz.



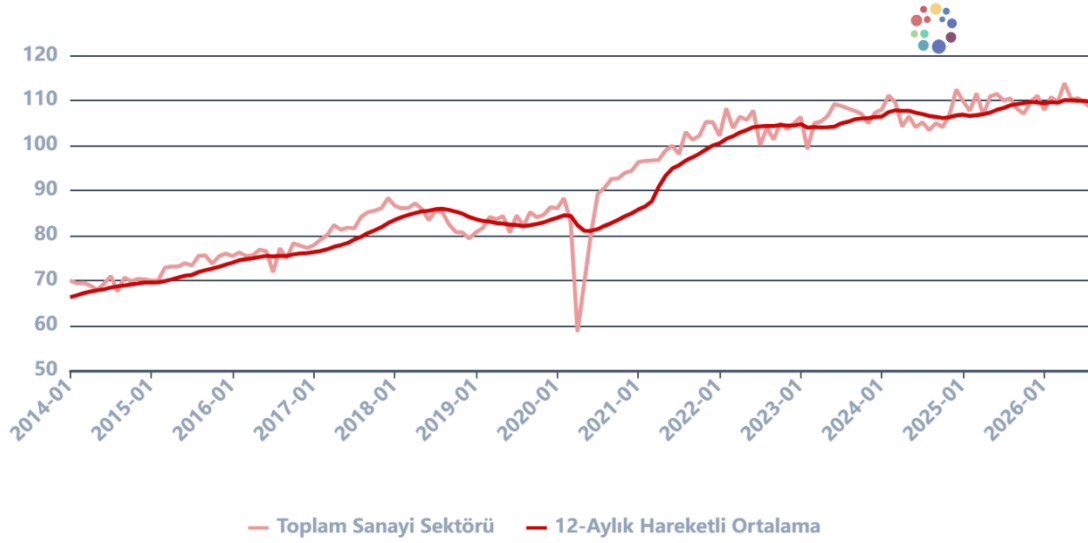
Kaynak: Macrohub



Sanayi Üretimi (aylık, %)
(takvim ve mevsim etkisinden arındırılmış)



Sanayi Üretimi: Takvim ve Mevsim Etkisinden Arındırılmış



Kaynak: Macrohub

Örneğin TÜİK 2026 Ağustos ayı sanayi üretimi rakamını açıkladı

Sanayi Üretimi 2026 Ağustos ayında takvim etkisinden arındırılmış olarak yıllık bazda %1,9 azalış gösterdi. (Temmuz 2026: %-0,2, Ağustos 2025: %+7,1)

Diğer yandan takvim ve mevsim etkisinden arındırılmış üretim ise 2026 Ağustos ayında %1 azalış gösterdi. (Temmuz 2026: %-0,9, Ağustos 2025: %+0,4)

Sanayi üretiminde detaylara bakıldığında Ağustos ayında aylık bazda enerji hariç bütün alt kalemlerin düşüş gösterdiği görülüyor. Ara malı, dayanıklı tüketim malı, dayanıksız tüketim malı, enerji ve sermaye malı üretiminde sırasıyla %-0,9 %-2,9 %-0,7 %+3,4 %-3,3 değişim gerçekleşti (Temmuz 2026: %-0,3, %+3,3, %-2, %-1,5, %-1,6) Ara malı, dayanıklı tüketim malı, dayanıksız tüketim malı, enerji ve sermaye malı üretimi aylık artışa sırasıyla -0,3 puan, -0,1 puan, -0,2 puan, +0,4 puan katkı ve -0,7 puan katkı sağladı.

Yıllık bazda bakıldığında ise Ağustos ayında enerji üretimi haricinde bütün alt kalemlerin düşüş sergilediği görülüyor. Ara malı, dayanıklı tüketim malı, dayanıksız tüketim malı, enerji ve sermaye malı üretiminde sırasıyla %-0,8, %-1,5, %-4,1, %+4,4 ve %-5,1 değişim gerçekleşti (Temmuz 2026: %+1,2, %+0,9, %+0,3, %-1,6 ve %-2,6). Ara malı, dayanıklı tüketim malı, dayanıksız tüketim malı, enerji ve sermaye malı üretimi yıllık artışa sırasıyla -0,3 puan, -0,1 puan, -1 puan, +0,5 puan ve -1 puan katkı sağladı.

Alt sektörler bazında bakıldığında, 2026 yılı Ağustos ayında madencilik ve taş ocakçılığı sektörü endeksi bir önceki aya göre %4,1 artış (+0,2 puan katkı), imalat sanayi sektörü endeksi %1,6 düşüş (-1,4 puan katkı), elektrik, gaz, buhar ve iklimlendirme üretimi ve dağıtım sektörü endeksinin ise %3,3 artış (+0,2 puan katkı) gösterdiğini görüyoruz. Yıllık bazda ise madencilik ve taş ocakçılığı sektörü endeksi bir önceki yılın aynı ayına göre %1,7 artış (+0,1 puan katkı), imalat sanayi sektörü endeksi %2,5 düşüş (-2,1 puan katkı) ve elektrik, gaz, buhar ve iklimlendirme üretimi ve dağıtım sektörü endeksi ise %1,3 artış (+0,2 puan katkı) gösterdi.

ÇEKİNCE:

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.