

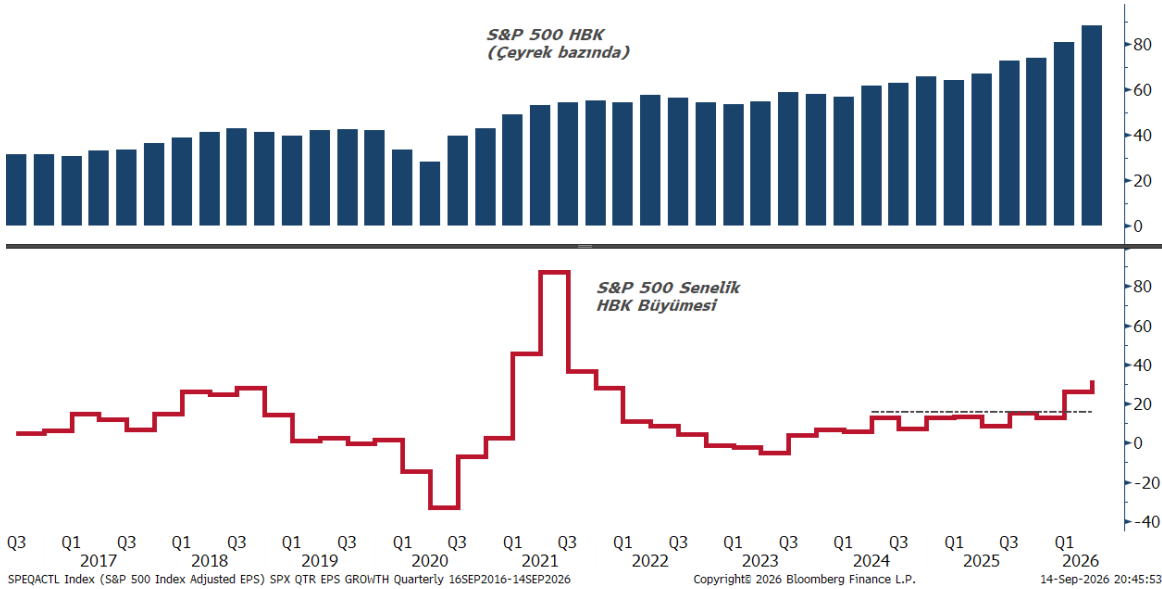
Güçlü bilançoların hisselerle desteğini, belirsiz makro dinamikler bozuyor:**Şirket karlarındaki güçlü büyüme endeksleri yukarıda tuttu...**

Son dönemde artan risklere ve belirsizliklere rağmen endekslerin güçlü kalmasının arkasındaki en önemli dinamik, güçlü gelen şirket karları idi. İkinci çeyrekte S&P 500 şirketleri %16 satış, %52 kar büyümesi sergilerken, bu krizden çıkış dönemleri haricinde görmediğimiz olağanüstü bir büyüme performansı. Net kara bir kerelik etki eden faktörleri ve Amazon ve Alphabet gibi şirketlerin diğer gelirler altındaki dev yatırım gelirlerini çıkartsak dahi %30 üzerinde bir büyüme var. Marjlara baktığımızda da tarihsel ortalamaların çok üzerinde %15'e yaklaşan kar marjları söz konusu.

Yapay zeka kaynaklı bir kar balonu şişiyor...

Bunun arkasındaki en önemli dinamik yapay zeka yatırımlarının bazı sektör ve hisselerde yarattığı ani büyüme etkisi ancak bu sürdürülebilir değil. Altyapı yatırımlarından direkt faydalanan şirketler çok güçlü kar büyümesi açıklarken, verimlilik anlamında yapay zekanın katkısı çok sınırlı. Goldman Sachs şirketlerin yaklaşık yarısının yapay zekanın olumlu etkisinden bahsederken **sadece %2'sinin bunu rakamlara dökemediğini** söylüyor. İdeal olan yatırım kaynaklı büyüme etkisinin yavaşlaması ile bu yatırımların dönüşünün rakamlara yansımaları olacaktır. Ancak bize göre internet balonunda da gördüğümüz gibi **yapay zeka yatırımları da getiri anlamında kısa dönemde hayal kırıklığı yaratacak ve yatırılan sermaye getirisi bir çok alanda tatminkar olmayacak, uzun vadede ise bu dönüştürücü teknoloji beklentilerin de ötesinde yeni büyüme alanları ortaya çıkaracaktır.**

Dolayısıyla rekabet avantajı kazanmak için şirketlerin yatırımlarını hızla yapmaları ancak bu yatırımların dönüşünün uzun vadeye yayılacak olması bir noktada yatırımcılarda hayal kırıklığı yaratacak ve piyasalarda ciddi bir ayı piyasasına neden olacaktır. Ancak bunu konuşmak için biraz erken.

**Bilançoların bitişiyile dikkatler makro dinamiklere ve politik gelişmelere kayıyor...**

Piyasa fiyatlamaları açısından yapay zeka ve şirket karları gibi net ve anlaşılır faktörlerden daha belirsiz ve kaotik makro dinamiklere geçiş yaparken, piyasa oyuncuları da buna kendisini hazırlamalıdır. Özellikle aşağıdaki tahmini güç ve ani haber etkisine açık makro dinamikler piyasalarda kırılganlığı artırırken, **idiyosinkratik hisse bazlı risklerden çok, geniş anlamda bütün hisseleri oynatabilecek riskleri fiyatlamaya çalışıyoruz.**

- ✗ İran savaşının çıkmaza girmesi ile petrol fiyatlarının patikasının tahmini daha güç bir hale gelmesi
- ✗ Enerji fiyatlarının tüketici davranışlarına ve enflasyon beklentilerine olumsuz etkisi
- ✗ ABD'de seçimlerin yaklaşması ile dozu artabilecek kaotik politikalar
- ✗ Genişlemeci maliye politikalarının sonunun görünmemesi
- ✗ Hazinesinin tahvil piyasalarına alışık olmadığımız şekilde müdahalesi
- ✗ FED'in para politikası patikasının giderek daha opak ve belirsiz hale gelmesi

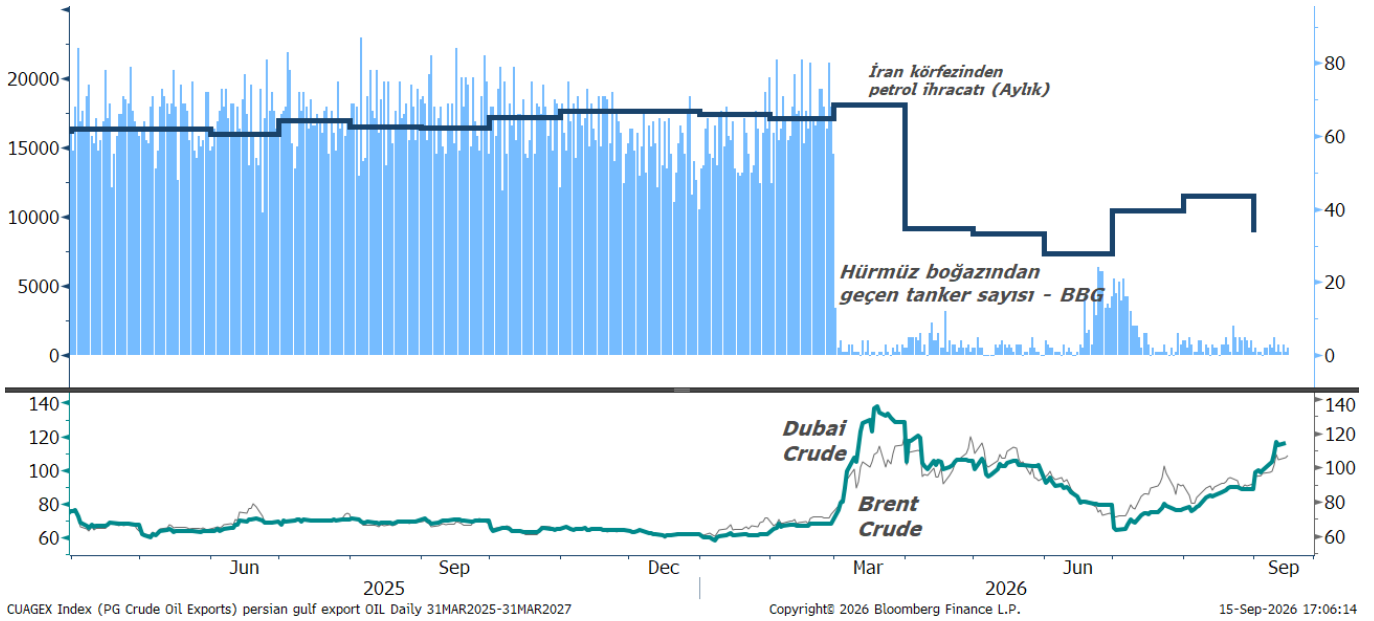
Bu makro dinamiklerden petrol, faiz ve FED politikalarını kısaca incelersek:**Petrol fiyatları...**

Petrolde yukarı potansiyel devam ediyor... İran savaşının bir çözüme ulaşmaktan uzak olması ve bu süreçte bize göre 1 milyar varile yakın bir arzın piyasadan çekilmesinin etkilerini giderek petrol piyasasında daha fazla görmeye başladık. İlk etapta Çin'in talebi törpülemesinin önemli etkisi, stratejik rezervlerden koordine olarak yapılan salınımlar ve talebin bir kısmının envanterden karşılanabilmesi petroldeki yükselişi sınırlı tutmuş ve ateşkes haberleri ile petrol fiyatları \$70 altına kadar geri çekilmişti. Ancak biz bu seviyelerin kalıcı olamayacağı ve ciddi bir alım fırsatına işaret ettiğine raporlarımızda değinmiştik.

Savaşın ilk döneminden daha zor piyasa koşullarındayız... Son dönemde Rusya'da rafinerilerin vurulması ile bitmiş ürün piyasasında sıkışıklığın artarken, Suudi Arabistan'ın Hürmüz'e alternatif Doğu-Batı petrol boru hattının kapanması ve Husi'lerin de devreye girmesiyle Arap yarımadasından petrolün dışarı çıkarılmasının son derece zor hale gelmesi, Suudi Arabistan gibi üreticileri üretim kesmek zorunda bıraktı ve Suudi'lerin üretimi 6,2 milyon varile yani son 36 senenin en düşüğüne geriledi. Bunlara global stokların kritik seviyelere gerilediğini de eklersek, petrol piyasasının savaşın ilk dönemde daha zor durumda olduğunu söyleyebiliriz. Yukarıda bahsettiğimiz gibi savaşın ilk döneminde **Çin petrol talebini hızla keserek (ikinci çeyrekte ithalatı %30 azalttı)** piyasanın dengelenmesine yardımcı olurken, bu sefer ABD ara seçimleri öncesinde yüksek petrol fiyatlarına müsaade ediyor olabilir.

Enerji hisseleri efektif bir portföy hedge'i... Biz halen petrol ve enerji hisselerini mevcut konjonktürde en efektif portföy hedge'lerinden bir tanesi olarak görüyoruz. Özellikle enflasyona yönelik risklerin tırmanması ve en önemli risk faktörlerinden bir tanesi olması ile beraber portföylerde enerji hisselerinin tutulmaya devam edilmesi doğru olacaktır. Sektör içerisinde Vista Energy, Arjantin'de büyüme potansiyeli ile bizim yurt dışı model portföyümüzde yer alan petrol üreticisi.

Doğal gaz... Kış aylarına girilirken doğal gaz fiyatlarında yukarı potansiyel görüyoruz. Özellikle Rusya-Ukrayna savaşının devam etmesi ile Avrupa'daki sıkışan gaz piyasasının ve LNG kargoları için Asya ile hızlanacak yarışın ABD'de yüksek kalan üretime rağmen HenryHub gaz fiyatlarını yukarı ittireceğini düşünüyoruz. Dolayısıyla petrolün yanı sıra doğal gaz üretimi de olan ConocoPhillips gibi hisselerle yönelik olumlu görüşümüzü sürdürüyoruz.

**Tahvil faizleri...**

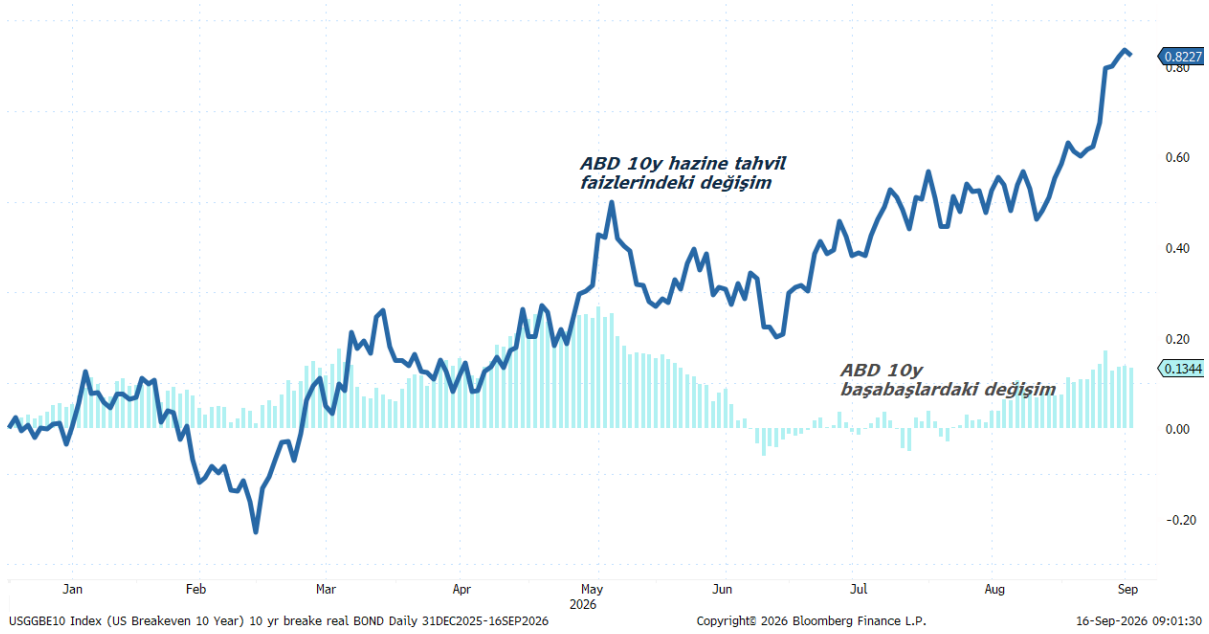
Yatırımcıların uzun vadeli tahvil tutmak için artan bir risk primi talep etmelerinin nedenleri... ABD'de tahvil piyasalarındaki huzursuzluğu "[son raporumuzda](#)" aşağıdaki başlıklarla özetlemiş ve uzun vadeli faizleri yukarıya ittiren dinamikleri detaylı olarak incelemiştik:

- ✗ İç politikada popülist, genişlemeci maliye politikaları ile sağlıklı bir ekonomiye rağmen yüksek bütçe açıkları
- ✗ Dış politikada savaş ve gümrük vergileri gibi korumacı politikaların enflasyonist etkisi

- ✗ Mali disiplin ihtiyacına rağmen \$40 trilyon üzerine ulaşan rekor borç stoku
- ✗ Yapay zeka yatırımlarının finansmanı için arz edilen şirket bonolarının tahvillere alternatif yaratması
- ✗ Kurumlara güvenin aşınması ve FED'in politize olabileceği kaygıları
- ✗ Piyasa dinamiklerinin çalışmasını istediğini açıklayan bir FED ve tahvil piyasalarına müdahale ile fiyatların sinyal etkisinin bozan bir hazinenin yatırımcılarda yarattığı çelişki

Bu dinamikler getiri eğrisinde dikleşmeye, enflasyon beklentilerinin yükselmesine ve risk priminde artışa neden olurken, son dönemde **10 yıllık tahvil faizleri %5 üzerine, 2007 sonrası en yüksek seviyelere tırmadı ve 10 yıllıklarda vade primi de son 10 senenin en yükseğine çıktı.**

Burada uzun vadede **halen enflasyon beklentilerinin çıpalanmış olduğunu ve uzun vadede reel faizlerin arttığını** görüyoruz. Biz **uzun vadeli tahvil faizlerinde kalıcı bir rahatlamanın** müdahalelerle değil; öncelikle FED'e, hazineye ve hükümetin harcamaları ve bütçe açıklarını disipline alabileceğine olan güvenin geri gelmesi ile olacağını düşünüyoruz. **Bunun önemli bir testi seçimler öncesinde FED'in faiz artırımı konusunda piyasa beklentilerini karşılayıp karşılayamayacağı olacak.**



Fed toplantısı ve para politikası...

Piyasa FED'in faiz artırımı konusunda elini test ederek kredibilitesini sorguluyor... Petrol fiyatlarındaki artışın tüketiciler üzerindeki etkisi ve enflasyon beklentilerini yukarı çekmesi, güçlü gelen istihdam rakamları, ÜFE ve TÜFE rakamlarının sınırlı da olsa beklenti üzerinde aylık artışlara işaret etmesi ve global merkez bankalarının faiz artırımı sürecine girmeler, FED'den faiz artış beklentilerini yukarıya çekti.

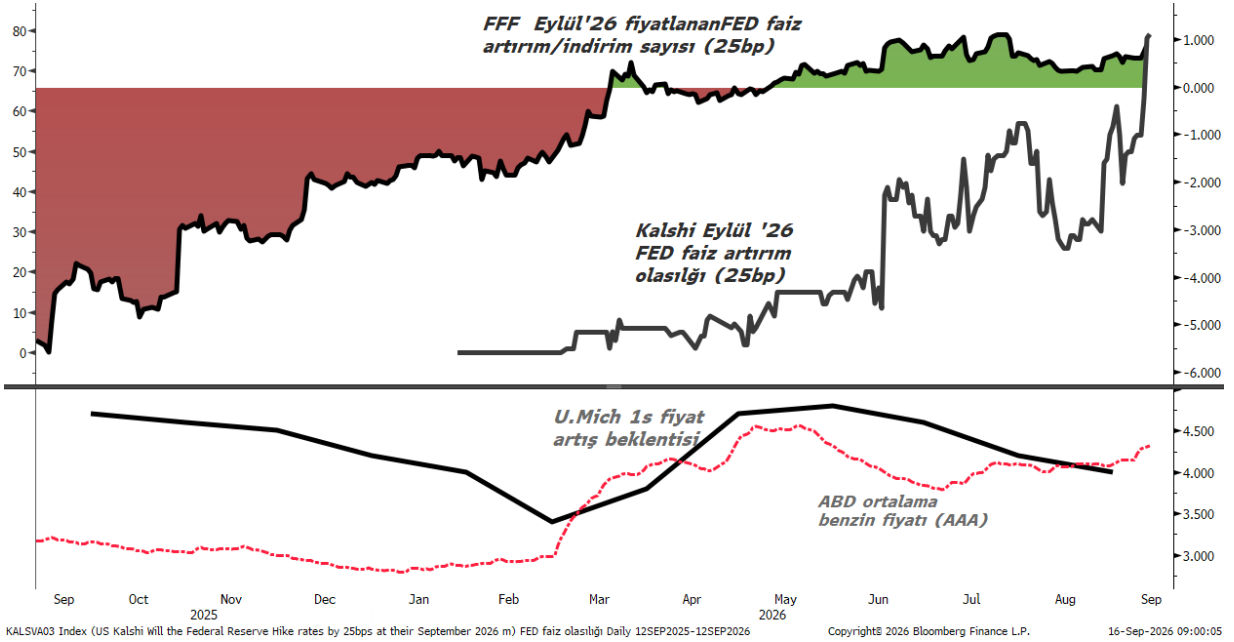
Ancak bize göre önemli bir diğer konu, piyasanın bunca kafa karışıklığı sonrasında FED'in elini test etmek istemesi ve politik gelişmelerin para politikasından ayrıştığını görmek istemesi. Merkez bankasını baskı altında tutan ve faiz indirmeye her fırsatta zorlayan bir ABD başkanı, tahvil piyasasına müdahalelerle fiyatların sinyal etkisini hafifleten bir hazine başkanı ve fiyat istikrarına yönelik verdiği güçlü mesajların arkasında durmakta zorlanan ve FED'in reaksiyon fonksiyonuna dair ciddi belirsizlik yaratan bir FED başkanının varlığında, kurumun gerekeni yapıp yapamayacağını yatırımcılar görmek istiyorlar.

Geçmişte FED sözlü yönlendirme ile beklentileri yönetir ve toplantı öncesinde piyasa beklentilerine paralel bir para politikası aksiyonu alırdı. Özellikle faiz indirim/artırım beklentilerinin bir yönde %50'yi geçmesi durumunda FED piyasayı yanıltmazdı. Şu anda swap ve tahvil piyasalarında faiz artış beklentisinin %90'lara çıkması ve 2 yıllık tahvil faizlerinin Fed faizinin çok üzerinde %4,66'ya tırmanması ile piyasa oyuncularları her yönden merkez bankasına faiz artırması için mesaj veriyorlar.

FED'den faiz artışının gelmemesi piyasada dislokasyona neden olabilir...

Walk the talk... Bu noktada **faiz artışının gerekliliği tartışılabilir**, sonuçta **enflasyon beklentilerinin artmasının arkasında gümrük vergileri ve petroldeki arz şoku gibi arz bazlı dinamikler** var ve faiz artışının bunlara etkisi sınırlı olacaktır. Ancak son dönemde FED politikalarına yönelik yaşanan kafa karışıklığı, yatırımcıların merkez bankasının reaksiyon fonksiyonunu anlayamaması ve bunun merkez bankasını komünikasyona daha kapalı hale getirme isteği ile pekişmesi ve Başkan Trump'ın devam eden düşük faiz açıklamaları FED'e olan güveni aşındırdı ve Başkan Wash'un enflasyona karşı şahin duruşunu ve söylemlerini somut adımlarla devam ettirebileceğini göstermesi gerekiyor.

Faiz artırımı hisse senedi piyasalarını da rahatlatabilir... Dolayısıyla FED'in kredibilitesinin sorgulandığı bir ortamda güçlenen beklentilere rağmen FED'den bir faiz artışı görmezsek piyasalarda ciddi bir dislokasyon ve uzun vadeli tahvil faizlerinde sert yükselişler görebiliriz. Normal şartlarda hisse senetleri için olumsuz algılanan bir faiz artışı, bize göre bu sefer tahvil piyasalarının durulması ve FEDin tekrar kredibilite kazanması için gerekli. Her ne kadar piyasa biraz ileri giderek bir senede dörde kadar faiz artışı fiyatlasa da bu artırım döngüsü kısa olabilir, belki diğer faiz artışları seçimler sonrasına sarkabilir. Ancak bu noktada kurumlara, piyasaya ve dolara olan güveni güçlü tutmak açısından biz faiz artışının makul olacağını ve bu adımın uzun vadeli tahvilleri rahatlatarak, para politikası üzerindeki politik belirsizliği azaltacağını düşünüyoruz.



Portföyler için kısa vadeli öneriler...

Bu noktada biz portföylerde; teknoloji içerisinde yazılım hisselerine doğru rotasyonun ve Harika Yedili'de beğendiğimiz hisselerde (Amazon, Alphabet, Nvidia) ağırlıklı kalmanın, sektör bazında teknolojiye sağlık ve defansif alanlara geçmenin, bir miktar nakit yaratmanın, enerji pozisyonlarını bir portföy hedge'i olarak tutmaya devam etmenin, enerji içerisinde seçimler öncesinde solar gibi alternatif enerji hisselerinde ve kış ayı öncesinde doğal gaz üreticilerinde ağırlık artırmanın mantıklı olacağını düşünüyoruz.



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.