

Riskler Gerçekleşmeye Başlarken

20 Şubat'ta yayınlanan raporumuzda şöyle yazmıştık: *"İç dinamikler çelişkili kalmaya devam ediyor, liderlik dar ve istikrarsız, makro sinyaller ise karışık ama değişimin yönü olarak hafif stagflasyonist mesajlar veriyor. Bu gibi ortamlarda, sabit fikirler doğal olarak daha düşük, alçakgönüllülük ise daha yüksek olmalıdır. Bununla birlikte, risk dengesi artık simetrik değil bizce ve aşağı yönlü riskler yavaş yavaş daha ağır basmaya başlıyor. Borsalarda endeks düzeyinde bir düşüş olasılığını artırıyor"*

Gelinen noktada bahsettiğimiz risklerin gerçekleşmeye başladığını düşünüyoruz. Yılın başında yayınladığımız, "Sis kalkıyor ama yol hala dar" başlıklı 2026 strateji raporumuzda, birkaç aylık bir fırsat penceresi olduğunu güçlü başlangıcın ardından sert bir düzeltme ile karşılaşabileceğimizi belirtmiştik. Defansif taktiksel görüşümüzün arkasındayız. Peki bundan sonra neler olabilir? Görebildiğimiz kadarıyla genel görüş savaşın kısa süreceği, ufak bir düzeltmenin de hemen alım fırsatı yaratabileceği yönünde şekilleniyor ancak biz bu görüşe katılmıyoruz. Piyasalar, İran savaşı öncesi dahi düzeltme hazırlığındaydı ki bunun sebeplerini son raporumuzda paylaşmıştık. Dolayısıyla geçmiş savaşlardaki gibi kısa düzeltme sonrası yükseliş için gerekli risk iştahı savaş öncesi dahi kaybolmuştu.

Görebildiğimiz kadarıyla piyasalar sanki daha kısa süreli ve daha dar bir savaşı fiyatlıyor. Öte yandan ABD Başkanı Donald Trump, sürecin dört ila beş hafta süreceğini söylüyor. Brent petrolünün 80 dolar civarında olması bu varsayımı yansıtıyor. Brent petrolünün varil başına 80 dolar civarı olması, daha kısa vadeli bir kesintinin ardından normalleşmeyle tutarlıdır. Bu fiyatlandırma, hızlı bir ateşkes ve petrolün tekrar akmaya başlayacağı varsayımını içerir. Çöl Fırtınası'ndan bu yana Orta Doğu'daki her çatışmayı fiyatlandıran aynı çerçevede oldu. Piyasa da bu varsayım ile fiyatlandırmaları yapıyor gibi duruyor. Bu çerçeve kısa süreli savaşlar için doğru olabilir ancak şu anda yaşananlar için yapısal olarak yanlış fiyatlandırıldığı düşüncesindeyiz. Bu görüşümüz hızlı bir ateşkes söz konusu olması durumunda dahi geçerlidir. Hisse senedi portföyleri, Körfez Savaşı'ndan bu yana her jeopolitik şoktan sonra işe yarayan düşüş alım stratejisine göre konumlandırılmış gibi duruyor. Kısa vadede ateşkes olması durumunda dahi bizce riskler devam edecek. Pek konuşulmayan ama Hürmüz Boğazı'nı esas kapatanın ne olduğu ile ilgili fikrimiz de farklı., pek konuşulmayan ama Hürmüz Boğazı'nı kapatan durumlarla da ilgili de yapısal olarak yanlış fiyatlandırma olduğunu düşünüyoruz.

1 Mart 2026'da Hürmüz Boğazı'ndan dört süper tanker geçti. Bir gün önce yirmi iki tanker geçmişti. Bunu okuduğunuzda, sayı sıfır olabilir. İslam Devrim Muhafızları'nın boğazı mayınlamasından dolayı değil. Her gün yaklaşık yirmi milyon varil ham petrol ve petrol ürününün aktığı, küresel tüketimin yaklaşık beşte birini temsil eden Hürmüz Boğazı, yedi sigorta şirketinin aksiyonları nedeniyle fiili olarak kapandı.

1 Mart ile 2 Mart arasında, International Group of Protection and Indemnity Clubs'a bağlı on iki kulüpten yedisi, Basra Körfezi, Umman Körfezi ve tüm İran karasularında savaş riski teminatı için yetmiş iki saatlik iptal bildirimi yayınladı. Gard AS, NorthStandard, Steamship Mutual, Assuranceforeningen Skuld, American Club, Swedish Club ve London P&I Club, dünya okyanus büyük ticari tonajının yaklaşık yüzde doksanını topluca sigortalıyor. Bu kulüpler teminatlarını geri çektiğinde, gemiler sefere çıkmıyor. P&I teminatı yoksa, hiçbir liman onları kabul etmez, hiçbir kargo sahibi yükleme yapmaz ve hiçbir banka seferi finanse etmez. Gemi, tamamen kurumsal güvene dayalı bir sistemde, ticari olarak sürdürülebilir olmayan bir konuma gelir.

Son gelişme olarak da Amerika Birleşik Devletleri Başkanı, Hürmüz Boğazı'nın füzelerle değil, sigortayla kapatıldığını üstü örtülü bir şekilde söylemiş oldu. Çözüm olarak ortaya koyduğu ise, federal bir sigorta güvencesi oldu. Trump, ABD Kalkınma Finans Kurumu'na (DFC), Körfez'den geçen tüm deniz ticaretine derhal geçerli olmak üzere siyasi risk sigortası sağlamasını emretti. Hürmüz'den geçen tankerler için "en kısa sürede" donanma refakatçileri de sağlanacak.

Bunlar, yukarıda öne sürdüğümüz tezimizi değiştiriyor mu? Hayır.

DFC bir kalkınma finans kurumu olarak biliniyor. Görevi ise gelişmekte olan ülkelerdeki projeleri finanse etmek ancak hiçbir zaman deniz savaş riski sigortası üstlenmemiş. Arkasında anlaşmalı reasürans da bulunmuyor. Trump, kurumun daha önce hiç yapmadığı, uzmanlık alanı olmayan bir alanda derhal yürürlüğe girecek şekilde bir şey yapmasını emretti.

Bunu, yukarıda bahsettiklerimizle birlikte ele alalım. Bu emrin neyin yerine almaya çalıştığını düşünelim. Küresel tonajın yüzde 90'ını kapsayan on iki P&I kulübü, Solvency II kapsamında savaş riski modelleri, sermaye rezervleri, hasar ağları ve düzenleyici uyumluluk oluşturmak için on yıllarını harcadı. Risk modellenemez hale geldiği için Körfez'den 72 saat içinde çekildiler. Trump, bu mimarinin tamamını bir kalkınma finansmanı ajansı ve başkanlık emriyle değiştirmeyi öneriyor. Bir de donanma refakat gemileri konusu var. 1980'lerdeki Tanker Savaşı, Operasyon Earnest Will kapsamında tam olarak bu şablonu kullandı. Organize edilmesi yedi ay sürdü. Primler artmıştı ancak teminat hiçbir zaman geri çekilmemişti.

Bu sefer özel sigorta piyasası devre dışı kaldı. Temel teminatı olmayan refakat gemileri sorunu çözüyor çünkü P&I kulüpleri bir geminin yasal olarak ticaret yapabilmesi için savaş riski teminatının olmasını şart koyuyor. Bir tankerin yanında seyreden bir donanma destroyeri, global reasürörler için gerekli gereksinimleri karşılamıyor.

ABD hükümetinin sorunu kabul ettiğine dair sinyal anlamlı ancak bir başkanlık emriyle kırktan fazla bağımsız sendikanın, on iki P&I kulübünün ve beş büyük reasürörün yeterli ikame teminatı olarak kabul edeceği bir ortam ateşkes olsa dahi sonrasında saatlerle değil, muhtemelen haftalarla hatta aylarla ölçülebilir.

Bu gereksiz bir detay değil. Bazı medya kanallarındaki haberlere göre ateşkes yakında da olabilir ama bu da tezimizi değiştirmez. Çünkü askeri bir abluka, askeri operasyon sona erdiğinde bitebilir Sigorta kaynaklı bir blokaj ise sigorta piyasası sona erdiğine karar verdiğinde biter. Bunlar, temelde birbiriyle alakalı ama temelde farklı iki zaman çizelgesidir. Piyasa birincisini fiyatlandırıyor. Alfa yaratmak için ise ikincisinin de farkında olmak gerekiyor.

Arada geçmiş örneklerle bakıp hemen alım fırsatı refleksi kas hafızası nedeniyle kendini gösterecek, tepki denemeleri önümüzdeki günlerde yaşanabilir fakat önümüzdeki haftalarda dolar, petrol, bono faizlerinin ve volatilitenin (özellikle MOVE ve VIX) artmaya, enerji ve defansif sektörler hariç hisse senetlerinin ve endekslerin düşmeye devam edeceğini düşünüyoruz.

İran savaşı öncesi de piyasaların düşme eğiliminde olduğunu düşündüğümüzü ifade etmiştik. İran'da olası bir ateşkese rağmen bu fikrimizin arkasındayız.

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.