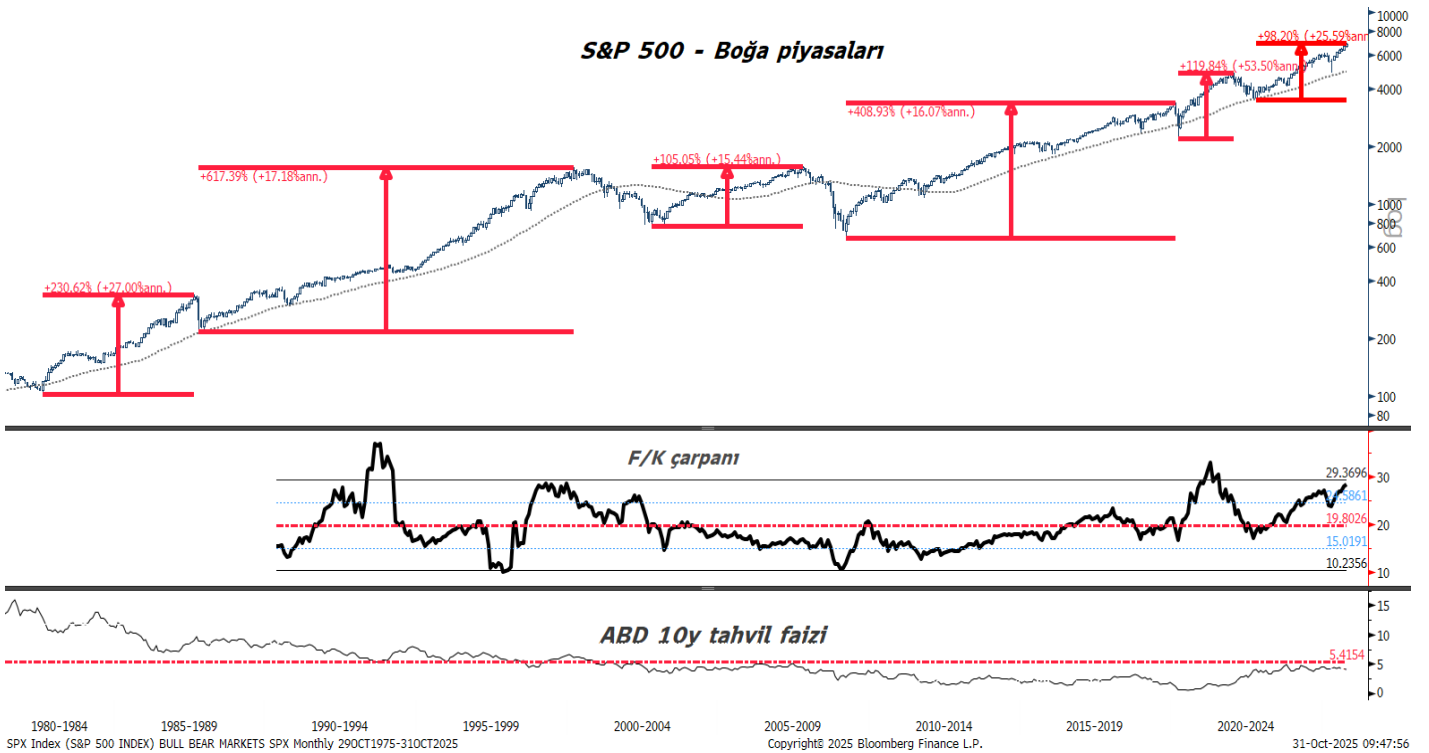


Hisse senetlerinde bir düzeltme görebiliriz ancak boğa piyasası henüz bitmedi...

Senenin ilk yarısında ABD'de yeni hükümetin başa gelmesi ile beraber değişen iç ve dış politikaların yarattığı belirsizlik piyasalarda volatilitenin artmasına neden olsa da, Nisan ayında hükümetin agresif tarife adımlarından ve ülke içerisinde DOGE gibi kemer sıkma politikalarından geri adım atması ve genişlemeci maliye politikaları ön plana alması ile beraber hisse senetlerinde soluksuz bir ralli gördük. S&P 500 bu sene %16 artıda seyrederken, Nisan ayında görülen dip seviyelerden %40 civarında yükselmiş durumda.

Bu yükselişin nedenlerine ve önümüzdeki dönemde baskı yaratabilecek faktörlere aşağıda değindik. Bu noktada hisse senetleri pahalı değerlemelerle işlem görüyor ve **bu soluksuz yükselişin bir düzeltmesinin yaşanması sürpriz olmayacaktır. Ancak biz henüz boğa piyasasının bittiğini düşünmüyoruz ve bu ralliyi besleyen dinamiklerin canlı kaldığını görüyoruz.**

Geçmişteki boğa piyasalarına baktığımızda, 1942'den bu yana görülen 15 boğa piyasası ortalama 4,3 sene sürerken, ortalama getiri %150 seviyesinde gerçekleşiyor*. Özellikle 1980 sonrasındaki boğa piyasalarında genişlemeci para politikaları, düşük faizler ve globalizasyonun olumlu etkileri ile iktisadi döngülerin ve boğa piyasalarının süresinin uzadığını ve getirilerinin büyüdüğünü takip ediyoruz.

**Aşırılığa doğru gidecek bir boğa piyasasının unsurları bir arada...**

ABD ekonomisinin trend üzerinde büyüdüğü ve (Trump politikalarının yarattığı belirsizlik göz ardı edildiğinde) temellerinin güçlü olduğu, şirket karlarının çift haneli büyüdüğü ve kar marjlarının sağlıklı kaldığı, tüketim harcamalarının resesyon kaygılarına rağmen iyi seyrettiği bir ortamda, hükümetin yüksek bütçe açıklarına rağmen vergi indirimleri ile genişlemeci maliye politikalarına gitmesi, ne pahasına olursa olsun büyümeyi öncelemesi ve para politikası tarafında merkez bankasının faizleri nötr faiz altına doğru çekmeye zorlanması riskli varlıklar için olumlu bir ortam yaratıyor.

Güçlü büyüme ve destekleyici makro politikalara, yapay zeka rüzgarının yarattığı spekülasyon büyüme beklentilerini, sabit sermaye yatırımlarını ve bu tema etrafında yaratılan hikayeyi de eklediğimizde, aşırılığa doğru gitmeye devam edecek bir boğa piyasasının unsurları tamamlanmış oluyor. Bu bileşim kısa vadede varlık balonlarının oluşması için uygun bir ortamı sağlarken, biz sarkacın bir miktar daha uca doğru gidebileceğini ve cazip faizlerin etkisi ile **dışarıda kalmış bazı yatırımcıları hala içeriye çekebileceğini düşünmüyoruz.**

*First Trust

Bilanço sezonu sonrasında kar satışları gelebilir ancak satışlar sınırlı kalacaktır...

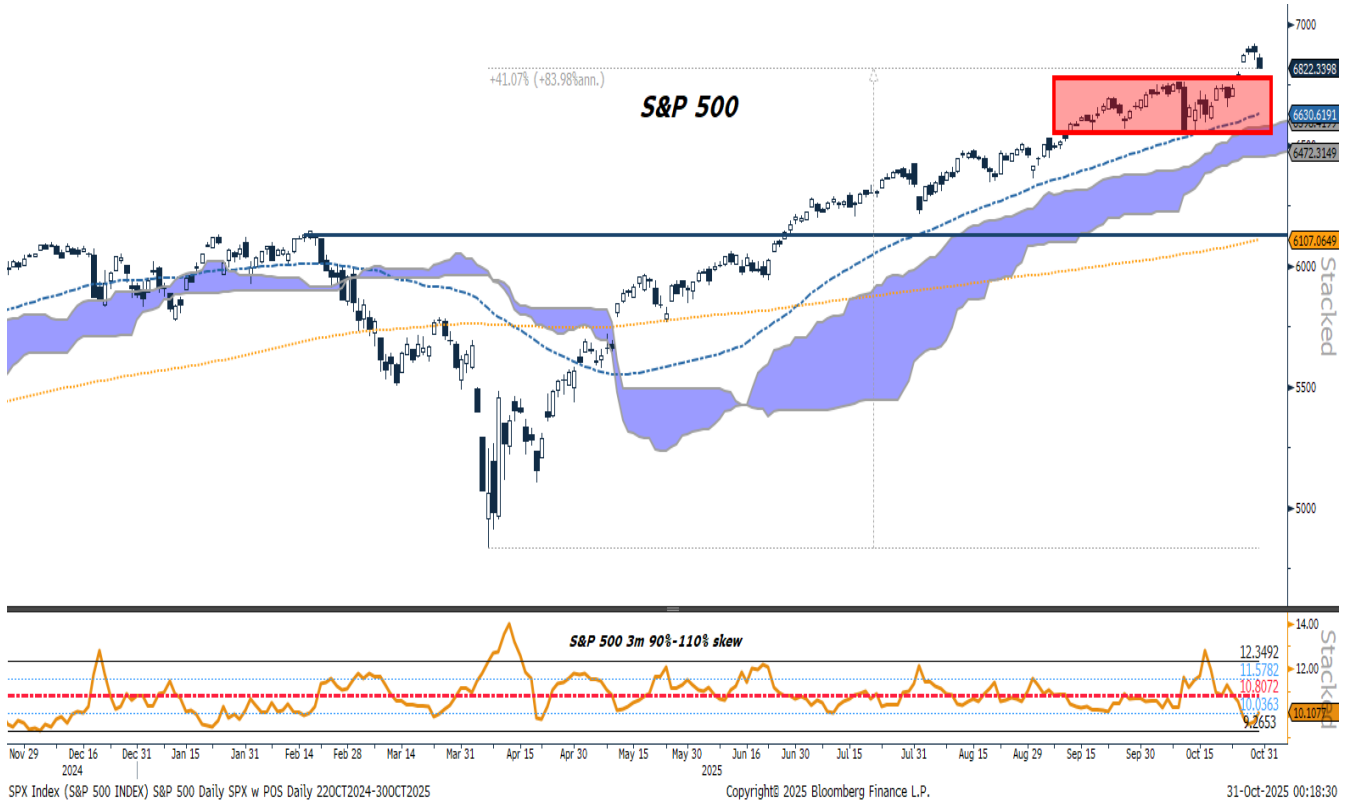
S&P 500 endeksi bir süredir sıkıştığı bandı (6,500-6,800) yukarı yönde kırmaya çalışırken, risk iştahına etki eden aşağıdaki temel, teknik ve spekülasyon faktörlerin dengede olması endeksi bir konsolidasyon sürecinde tutuyor. Ancak altı aydır bir düzeltmenin görülmemesi sağlıklı değil, burada yatırımcıların pesimist bir bakış açısıyla hedge pozisyonlarını yüksek seviyelerde tutmalarının da etkisi var. Önümüzdeki günlerde teknoloji bilançolarının bitmesi ile beraber hisseleri yukarıya ittirecek faktörlerin azalması ile endekste %5-7 bandında bir düzeltme görmemiz şaşırtıcı olmayacaktır. Ancak biz sene sonuna doğru risk iştahının güçlü kalacağını ve olası **düşüşlerin alım fırsatı yaratacağını** düşünüyoruz.

Risk iştahını destekleyici faktörler:

- × Spekülasyon büyüme beklentilerini destekleyen **yapay zeka yatırımları**
- × **Para politikasının daha destekleyici duruşa geçmesi**, faiz indirimleri ve bilanço küçültmenin durmasının likiditeye olumlu etkisi
- × **Vergi indirimleri** gibi genişlemeci maliye politikalarının ekonomiye destek olması
- × **S&P 500 şirketlerinde çift haneli kar büyümesinin** devam etmesi ve sağlıklı kar marjları
- × Sağlıklı tüketim harcamaları ve sabit sermaye yatırımlarının etkisiyle dirençli kalan ABD ekonomisi
- × Risk almak için para piyasalarında bekleyen \$7 trilyon üzerinde nakit
- × Hisse senetleri için mevsimsel olarak iyi bir sezona yaklaşmamız

Piyasalarda baskı unsuru yaratabilecek faktörler:

- × **FED'in bir para politikası hatası yapması** riskinin Powell sonrasında artacak olması
- × Trump'ın **şahin göçmen ve tarife politikalarının** enflasyon baskısını canlı tutması
- × İç ve dış politikadaki belirsizliklerin **Amerikan varlıklarına ve tahvillerine güveni azaltması** ve diğer güvenli limanlara doğru hızlanan rotasyon
- × Ticaret savaşlarının global büyümeye olumsuz etkisi
- × **Ekonomide genişleme döngüsünün sonuna** yaklaşıyor olmamız ve istihdam piyasasındaki zayıflama
- × Kredi piyasalarında yatırımcıların kayıtsızlığının şeffaf olmayan **özel kredi piyasalarında yarattığı riskler**
- × Tarihsel olarak **pahalı değerlemeler**



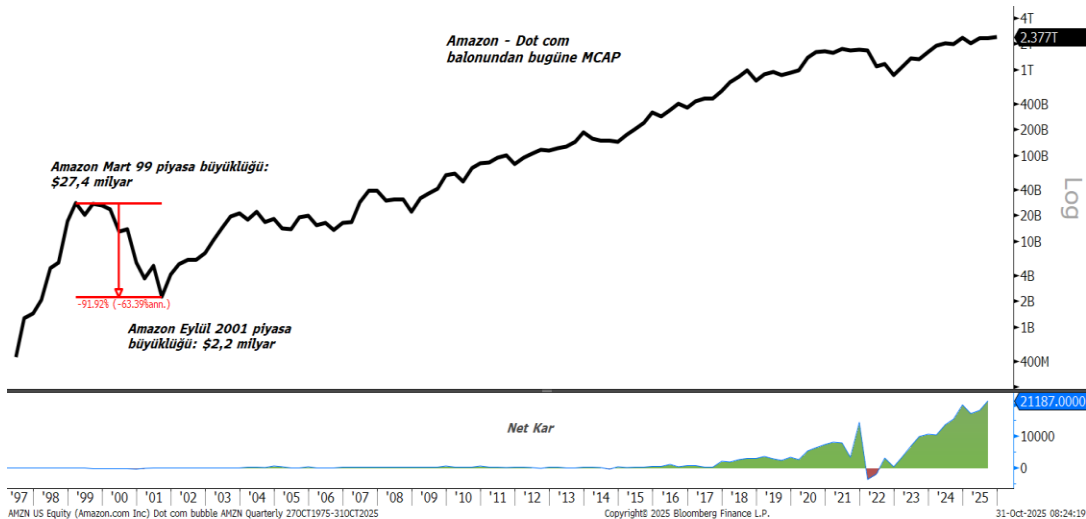
Hisselere destek olan en önemli dinamikler:

Yapay zeka rüzgarının şirketlerin arkasından esmesi...

Yapay zeka rüzgarının hisse senetlerine ve endekslere olumlu etkisini aşağıdaki dört başlıkta inceleyebiliriz:

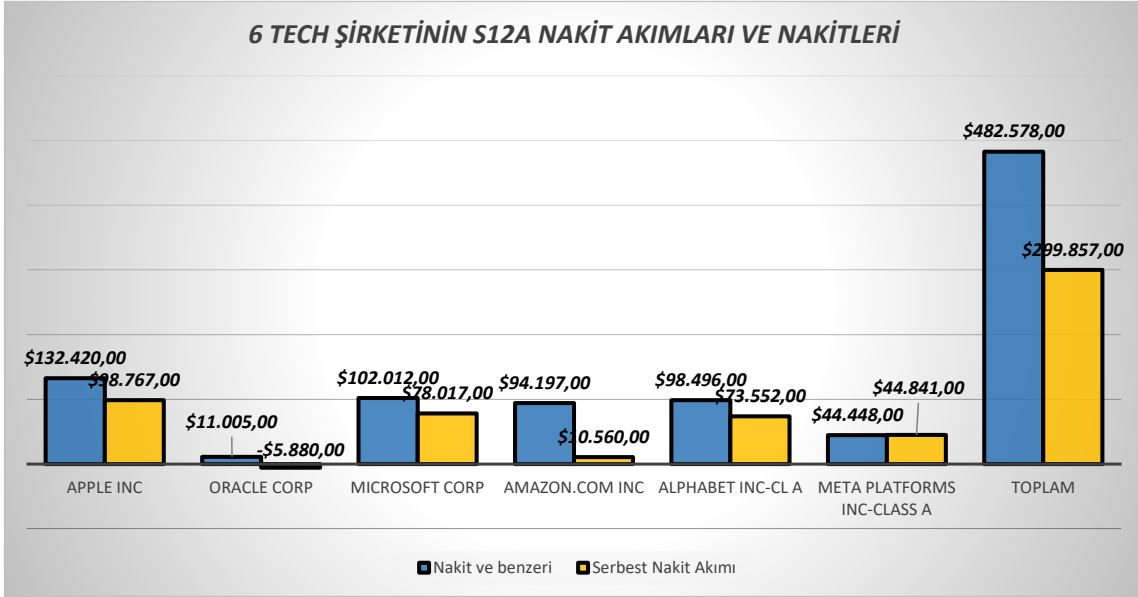
- ✳ **Büyüme beklentilerine etkisi...** Yapay zekanın dönüştürücü bir teknolojik yenilik olması, bir çok sektörde iş yapma şekillerini değiştirerek şirketleri daha verimli ve karlı hale getirebilme ve problemlere sunacağı çözümlerle yeni sektörler ve büyüme alanları yaratma potansiyeli, yatırımcıları heyecanlandırarak bu gelişmeleri kısa bir zamanda fiyatlama çabasına ve bir euphoria'nın eşiğine doğru itiyor. Teknoloji şirketlerinin bu rüzgardan ilk faydalanacak şirketler olmasıyla gelecekte yaratılacak gelir ve kar beklentilerinin hızla yukarıya çekilmesi ve kar çarpanlarının açılması endekslere de olumlu yansıyor.
- ✳ **Yatırımlardan direk fayda gören şirketler...** Hiper ölçekleyici olarak bilinen ve yapay zeka gibi büyük iş yükleri gerektiren uygulamaların hayata geçmesi için dev ölçekli bilgi işlem kaynakları sağlayan şirketlerin veri merkezi yatırımları, bazı donanım ve yazılım şirketlerinin finansallarına direkt olarak etki ediyor. Bu şirketlerle uzun vadeli kontratlar yapabilen elektrik üreticileri için de benzer bir durum var. Yapay zeka çipleri alanını %90'a yakın bir pay ile domine eden Nvidia'nın \$5 trilyona yakın piyasa büyüklüğüne ulaşmasının ve bunun spekülasyon beklentilerden çok kar büyümesi ile gerçekleşmesinin ana sebebi de bu yatırımlar. Nvidia finansallarını güçlendirirken bir çok şirkete yaptığı yatırımlarla etrafında yarattığı ekosistemi de yukarıya çekiyor. Jensen Huang'ın yapay zekanın genele yayılımına yönelik vizyonunu kararlı adımlarla desteklemesi, Nvidia'nın bir çip şirketinden entegre bir platforma dönüşmesi ve çok farklı sektörlerle yönelik ürünler geliştirmesi de sektöre dinamizm katarak ekosistemi genişletiyor.
- ✳ **Sermaye yatırımlarının ekonomiye etkisi...** Teknoloji şirketlerinin yapay zeka altyapısı ağırlıklı yaptıkları sabit sermaye yatırımları, ABD ekonomisinin bu sene dirençli kalmasında çok önemli bir etmen. Öyle ki bu konuda Harvard Üniversitesinden Jason Furman, teknoloji yatırımları dışarıda tutulduğunda ekonominin ilk yarıda %0,1 büyüdüğünü hesaplıyor. FED başkanı Powell'ın da değindiği gibi bu yatırımların faizlere olan hassasiyetinin de oldukça düşük olduğu unutulmamalı.
- ✳ **Son kullanıcı tarafında yaratılan değer...** Son kullanıcı tarafında ise OpenAI'nın ChatGPT ile bu teknolojiyi hızla tüketicilerin kullanımına sunması ve Alphabet ve Microsoft'un cloud başta olmak üzere bir çok ürünlerine yapay zeka uygulamalarını adapte ederek teknolojiyi paraya dönüştürebilmeleri adaptasyon sürecini hızlandırıyor ve şirketlerin gelecekte yaratacağı değer konusunda optimist beklentileri besliyor.

İnternet balonu ile benzerlikler olsa da büyük farklar var... Yapay zeka rüzgarı ile konuşlandırılan çok ciddi miktarda kapitalin önemli kısmının beklenen getirileri sağlamayabilir ve bir çok şirket iflasa sürüklenebilir, nitekim bu dönem dot.com balonu ile büyük benzerlikler gösteriyor. İnternetin yaygınlaşması tarihteki en önemli teknolojik gelişmelerden bir tanesi olsa da, o dönemde yapılan altyapı harcamalarının geri dönüşü beklenenden geç olmuş ve sadece projelerle yatırım alan bir çok şirket kar edemeden iflasa sürüklenmişti. İnternet çağının en başarılı şirketlerinden olan Amazon'un hissesi, balonunun patlaması ile %90 üzerinde düşmüş, ancak sonrasında e-ticaretin yaygınlaşarak hayatımızın önemli bir parçası olmasıyla yaklaşık 100 kat artmıştı.



İnternet balonuna benzer bir durumu yapay zekada da görebiliriz ancak biz henüz tehlikeli seviyelere gelmiş bir balon görmüyoruz. Piyasalarda “bu sefer farklı” argümanını tehlikeli bulsak da, tarih tekerrür etmez ama kafiyelidir yaklaşımı ile bu döngüdeki üç önemli farkın altını çizmek istiyoruz:

- 1- Güçlü bilançolar ve ölçeklendirme kabiliyeti...** Öncelikle yapay zeka altyapısına yatırım yapan şirketler o dönem olduğu gibi kar üretemeyen, dışarıdan fonlama ihtiyacı olan kırılgan bilançolu şirketler değil. Bu sefer bu şirketler **çok güçlü bilanço ve nakit akımına ve ciddi rekabet avantajına sahip, faaliyet gösterdikleri alanları domine eden** ve yeni teknolojileri hızla ölçeklendirerek kara dönüştürebilen dev teknoloji şirketleri. Altı büyük teknoloji şirketinin önümüzdeki iki sene **\$1 trilyona yakın CAPEX harcaması yapması beklenirken, aşağıda görüldüğü gibi bu şirketler mevcut nakitleri ve nakit akışları ile bu miktarın önemli kısmını karşılayabilecek güçteler.**



- 2- Yatırımların dönüşünün daha hızlı olması...** İkinci olarak yapay zeka uygulamalarının şirketlerde hızla verimlilik artışına neden olarak net kara etki etme potansiyeli, bu temayı daha az spekülâtif hale getirebilir. Burada **ChatGPT'nin tarihte en hızlı 500 milyon kullanıcıya erişen aplikasyon olması ve bunu aylık \$1 milyar civarında bir ciroya dönüştürmesi**, önemli bir örnek. OpenAI bu hızlı büyümenin yardımı ile \$500 milyar değerleme ile yatırım alırken, bu büyümenin devam etmesiyle şirket dev yatırımlarını karşılamak için sermaye piyasalarına gelmeye devam edecektir. Dev teknoloji şirketleri arasında Microsoft yapay zekanın operasyonlarına etkisini rakamlara dökmeye çalışırken, Ocak ayında yapay zekaya dayalı gelirlerin \$13 milyara ulaştığına ve senelik \$75 milyar gelir elde edilen ve şirketin önemli bir büyüme bacağı olan Azure Cloud platformunun büyümesinin neredeyse üçte birinin yapay zekanın katkısıyla gerçekleştiğine değinmişti. Alphabet de son çeyrekte yapay zeka modelleri odaklı yaratılan gelirlerin %200 arttığına değindi. Dolayısıyla yapay zekayı efektif bir şekilde kullanan ve planlamalarını akıllıca yapan şirketler için yatırımlarının geri dönüşü beklenenden daha hızlı olabilir.
- 3- Yüksek faizlerin de etkisiyle proje şirketleri daha az...** İnternet balonu sırasında projeler üzerinden hisse satarak halka açılan, sınırlı operasyonlara sahip ve karlılık beklentisi uzak gelecekte olan bir çok şirketin ortaya çıktığını görmüştük. Bu döngüde bunun daha sınırlı olduğunu, yüksek faizlerin de etkisi ile az sayıda proje şirketinin halka açıldığını görüyoruz. Her ne kadar kuantum bilgisayarlar, küçük modüler reaktörler gibi alanlarda ufak çaplı balonlar oluşsa da, bunların oldukça sınırlı olduğunu söyleyebiliriz.

Yatırımların aşırıya kaçması ile getiriler hayal kırıklığı yaratabilir... Bir çok şirketin yapay zekayı operasyonlarında Microsoft gibi kullanarak gelirlerini büyütebileceği veya uygulama tarafında **yeni start-upların OpenAI gibi bu teknolojiyi hızla ölçeklendirerek monetize edebileceğinin düşünülmesi ve modellenmesi** önemli bir problem. Yatırımcılarda optimizmin artması ve temel dinamiklerden çok hikayelerin ön plana gelmesi, önümüzdeki dönemde bu eğilime yol açabilir, dolayısıyla bu konuda dikkatli olunarak yapay zekaya yapılacak yatırımları şirket bazında değerlendirmek mantıklı olacaktır.

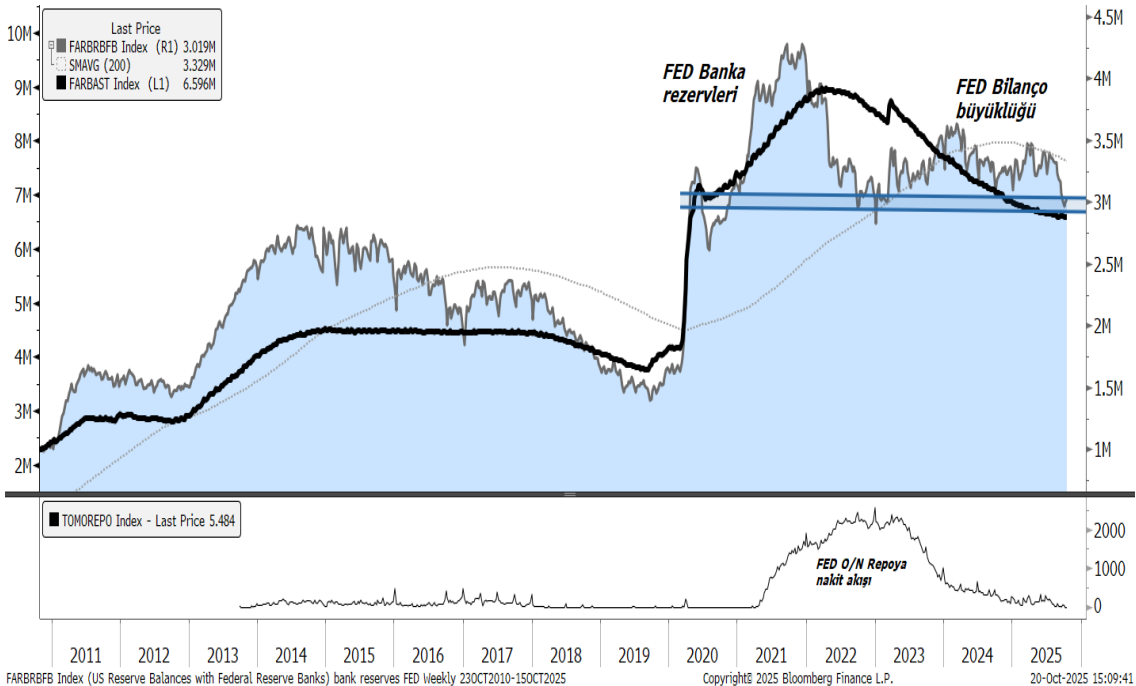
Yapay zekanın ikame edici bir teknoloji olduğu unutulmamalı... Tarihte teknolojik yeniliklerin toplum ve ekonomiye etkisini incelerken, bu yeniliğin ikame edici veya etkinleştirici olduğu ayırımını yapmak oldukça önemli. Her ne kadar yapay zekanın etkilerini toplumsal boyutta hissetmesek ve AGI olarak bilinen insan zekasına daha yakın ve kendisine öğretilmeyen konularda karmaşık sorunlara çözüm getirebilecek gelişmiş yapay zekaya henüz geçilmemiş olsa da, teknolojinin ikame edici özelliği önümüzdeki senelerde bazı işlerde ve sektörlerde yıkıcı dönüşüme, işsizlik oranında geçici artışlara ve global anlamda ülkeler arasındaki sosyal ve ekonomik farkların açılmasına yol açabilir.

Para politikalarının desteği...

Faiz indirimleri devam edebilir... Bu haftaki FOMC toplantısında beklentilere paralel olarak 25 bp faiz indirimine gidilirken, Powell Aralık ayında bir indirimin kesin olmadığına değinerek, piyasa beklentilerini törpüledi. Ancak piyasa oyuncuları merkez bankasının sınırlı bir **“sigorta indirimi” yaparak durmak yerine daha derin bir faiz indirim patikasına girdiğimizi fiyatlıyorlar**. Bunun arkasında en önemli neden ise Trump’ın ara seçimlerin olduğu bir senede düşük faiz istemesi ve FED üzerindeki baskı kurarak faizleri nötr seviyenin altına indirecek ve hükümet politikalarına kısa vadede yardımcı olacak bir FED Başkanı atama hedefi.

Biz nötr faizlerin %4 civarında olduğunu ve bu seviyenin altında faiz indirimlerinin devam etmesinin ekonomiye aşırı ısındırarak, enflasyonist riskleri canlı tutacağını düşünüyoruz. Burada konut piyasasındaki durgunluğa, alt ve orta gelir gruplarının harcamalarına bakıldığında daha düşük faizlerin gerekli olduğu argümanı kısmen haklı olsa da, biz mevcut seviyenin (%3,75-%4) makul olduğunu ve hükümetin kapalı olduğu ve sağlıklı verilerin gelmediği bir dönemde FED’in bir süre bu seviyelerde beklemesi gerektiğini düşünüyoruz. Nitekim FED içerisinde çok sayıda başkan bunu desteklerken, Kansas City FED Başkanı Schmid’in bu toplantıdaki indirimle karşı oyu merkez bankasında ayrıışan görüşlerin altını çizdi.

Bilanço küçültmenin durması likidite için olumlu... Powell önceki hafta verdiği mesajlarda FED’de tutulan banka rezervlerinin bankacılık sistemi ve finansal piyasalarda likidite koşullarını etkileyebilecek kritik seviyelere (~\$3 trilyon) yaklaştığına değinmiş ve bilanço küçültmenin(QT) durdurulacağına işaret etmişti. Nitekim FOMC toplantısında Aralık başında bunun başlayacağı ve sonrasında vadesi dolan mortgage bonolarından gelen nakdin kısa vadeli tahvillerine yatırılacağına değinildi. 2022 senesi ile beraber FED, bilançosundaki vadesi dolan mortgage ve hükümet tahvillerinde alımları yenileyemeyerek pandemi döneminde \$9 trilyon üzerine şişmiş olan bilançosunu küçültürken \$6,5 trilyona doğru çekmiş ancak rezervleri de bol seviyede tutmaya ve **Eylül 2019’da yaşanan gibi bir likidite sıkışmasının** tekrar olmamasına dikkat etmişti. Bu paralelde önümüzdeki dönemde bilanço küçülmesinin durması piyasaya ek bir likidite kaynağı sağlayarak, riskli varlıklara yardımcı olabilir.

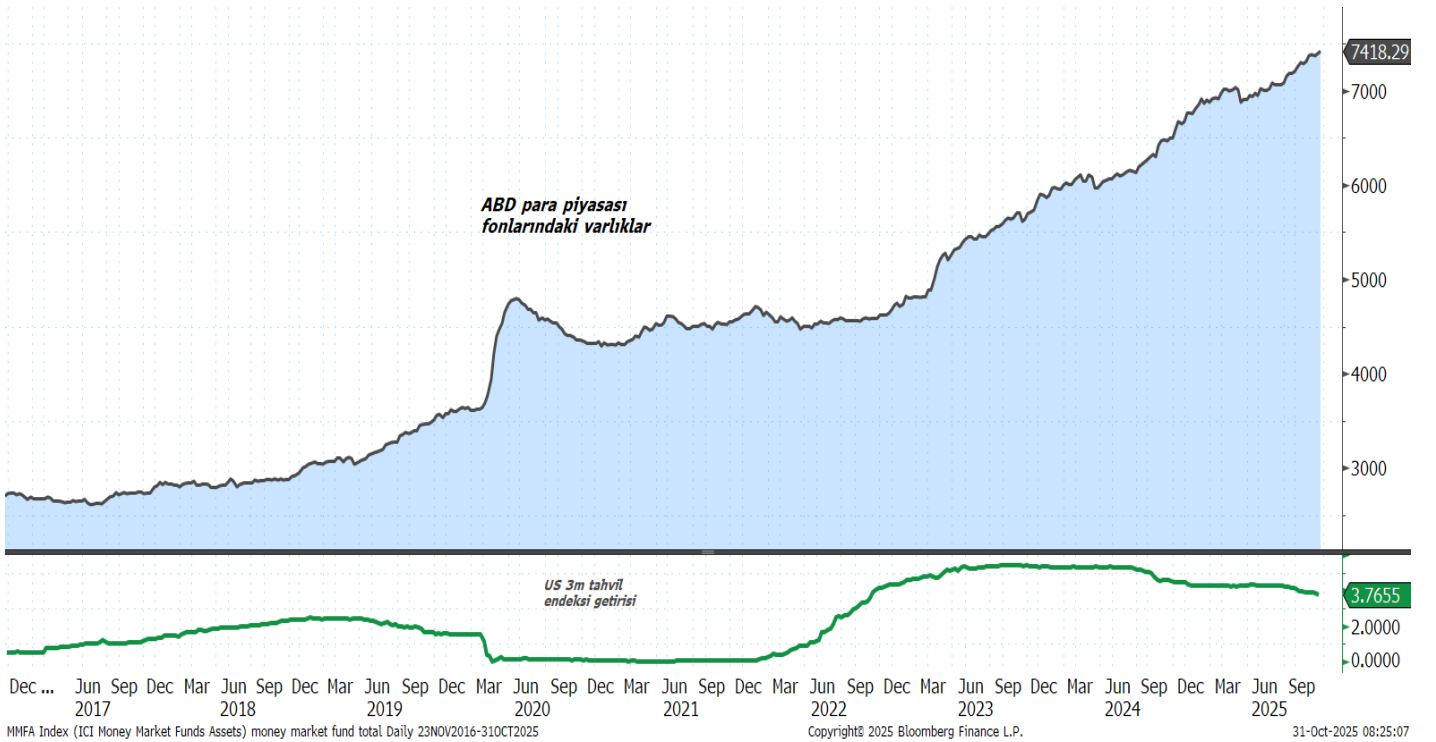


Düşük faizleri hisse yatırımcısı olumlu karşılayabilir ama FED'in kredibilitesi için büyük bir risk... Trump'ın boşalan FED üyesi koltuğuna atadığı Miran'ın, nötr reel faizlerin 0 olması gerektiği gibi açıklamalar yapması ve ilk toplantıdaki bu sene için 6 faiz indirimi beklentisi, bu profilde bir başkanın FED'e atanabileceği endişelerini uyandırdı. Hazine Bakanı Bessent geçtiğimiz hafta başkanın Kevin Warsh, Kevin Hassett, Chris Waller, Michelle Bowman ve Rick Rieder arasından seçileceğine değinirken, biz FED içerisinde her ne kadar güvercin kanatta olsa da, daha makul görüşlere sahip olan **Chris Waller'ın** FED'in kredibilitesi açısından daha makul olacağını düşünüyoruz. Son toplantıda şahin görüşlerin ön plana gelmesi, yeni başkanın seçim sürecini de hızlandırabilir. Önümüzdeki dönemde FED'in para politika patikasını daha karmaşık kılan ve zorlaştıran faktörlerin varlığı, merkez bankasında daha güçlü bir liderliği ve kredibilitiyi gerektirecektir (yüksek gelir grubunun servet artışından fayda görerek harcamaya devam etmesi, düşük gelir gruplarının gerileyen reel ücret büyümesi ile harcamalarını yavaşlatmaları, yapay zeka yatırımları gibi büyümeye etki eden bazı alanların faizlere olan düşük hassasiyeti, tarifelerin enflasyona olası gecikmeli etkileri, vb gibi).

Yüksek nominal büyüme, yüksek enflasyon ve daha yüksek uzun vadeli faizler... Yeni FED başkanı ile beraber hükümetin enflasyonist büyüme odaklı politikalarının etkisi ile FED'in %2 enflasyon hedefinin giderek daha uzakta kalacağını ve somut olarak ifade edilmese de %3 seviyesinin daha realistik bir hedef olarak ön plana geldiğini görebiliriz. Hisse senedi piyasasının miyopik bakış açısının ötesine baktığımızda, FED'in kredibilite kaybı uzun vadede ABD varlıkları için çok olumsuz bir gelişme ve **son dönemde altında gördüğümüz buna yönelik fiyatlamaları bir noktada uzun vadeli ABD tahvil ve bono piyasalarında da görmeyi ve 10 yıllık getirilerinin tekrar %5 ve üzerine doğru gitmesini bekleriz. Politika hatası nedeniyle uzun vadeli faizlerin kontrolden çıkması durumunda ise FED tekrar bilanço genişletmeye ve varlık alımlarına geri dönebilir.**

Kenarda bekleyen nakit...

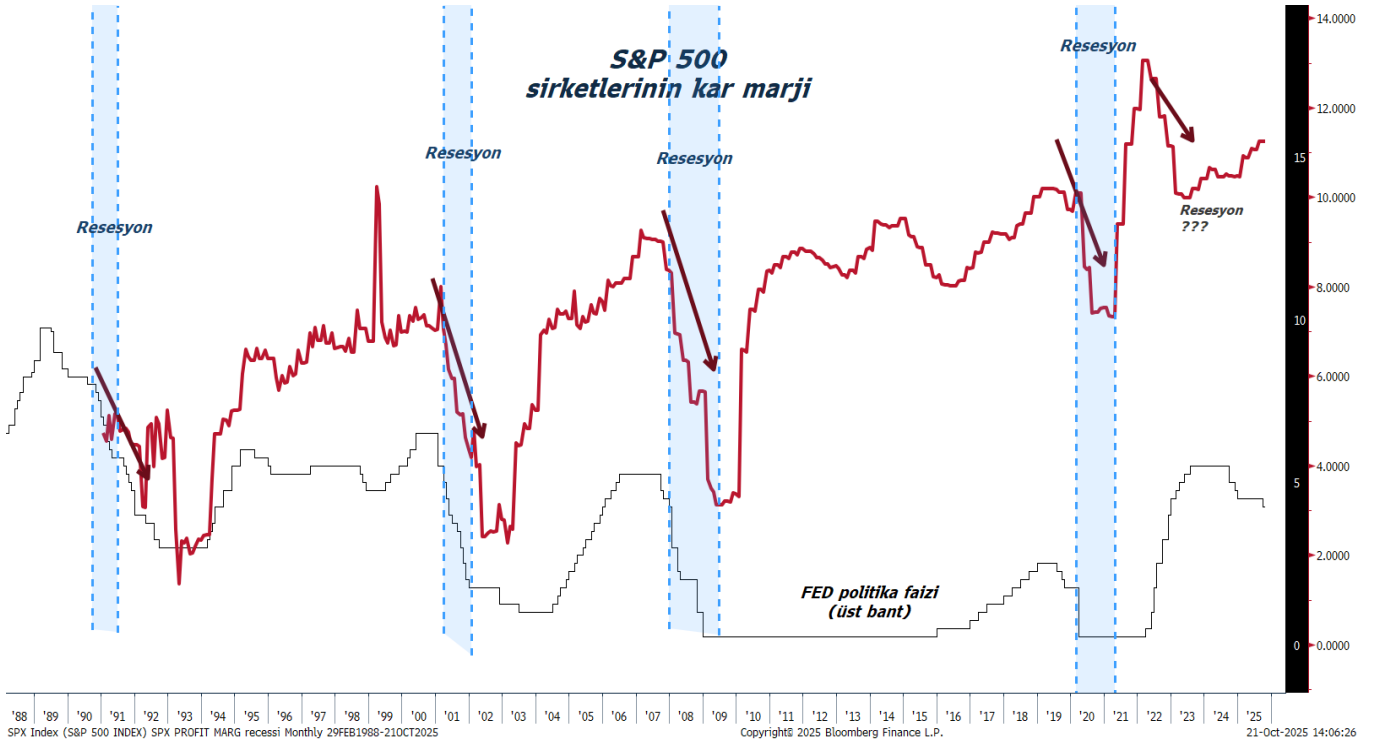
Para piyasaları fonlarından hisse senetlerine tekrar rotasyon görebiliriz... Yüksek faizleri göz önüne alarak uzun zaman sonra nakitlerine makul sabit getiri alan yatırımcılar, önümüzdeki dönemde FED'in faizleri aşağıya çekmesi ile beraber düşen getirileri göz önüne alarak tekrar risk almak üzere hisse senedi piyasalarına dönebilirler. Özellikle de endekslerin güçlü performans göstermeye devam etmesi, bireysel yatırımcıları hisse senetlerine çekerek ek bir talep yaratabilir.



Güçlü bilançolar ve kar büyümesi...

Çift haneli kar büyümesinin devamı ile hisseler pahalı değerlemelerin içerisine büyüyebilirler... Son üç çeyrekte çift haneli kar büyümesi sergileyen S&P 500 şirketlerinden 2025 senesi için %10 kar büyümesi beklenirken, sıkı finansal koşullara ve maliyetler üzerindeki baskıya rağmen kar marjlarının %12 üzerinde kalabilmesi olumlu. Üçüncü çeyrekte de teknoloji tarafında birçok donanım şirketinin ve çip şirketinin altyapı yatırımlarından fayda görmesi, genişlemeci para ve maliye politikalarının desteğiyle kar büyümesinin teknolojiden sanayi ve temel materyaller gibi diğer döngüsel alanlara doğru genişlemesi ve bankaların güçlü performansı ile S&P500 şirketlerinin %87'sinin beklenti üzerinde kar rakam açıkladıklarını ve %9 üzerinde kar büyümesi yakaladıklarını görüyoruz.

Uzun vadede S&P 500 endeksinin performansı ile endeksin hisse başına kar büyümesi arasında çok yakın bir ilişki bulunurken, son senelerde **şirket karlarının ekonomiye göre daha hızlı büyüdüğünü** ve kar marjlarının genişlediğini görüyoruz. Burada düşen faizler ve vergi oranları, oransal olarak gerileyen iş gücü maliyetleri, globalizasyonun olumlu etkileri, sınırlı da olsa verimlilik artışı gibi faktörleri sayabiliriz. Geçmişte **endeksin kar marjının tepe yaptığı seviyeler genellikle resesyon dönemlerine denk gelirken, bu döngüde FED'in agresif faiz artışlarına rağmen ekonominin dirençli kaldığını,** resesyonun atlatıldığını ve marjların tekrar yükselişe geçtiğini görüyoruz. Pandemi dönemindeki genişlemeci politikaların tüketicilere desteği ve yapay zeka yatırımları bunun en önemli nedenleri arasında.

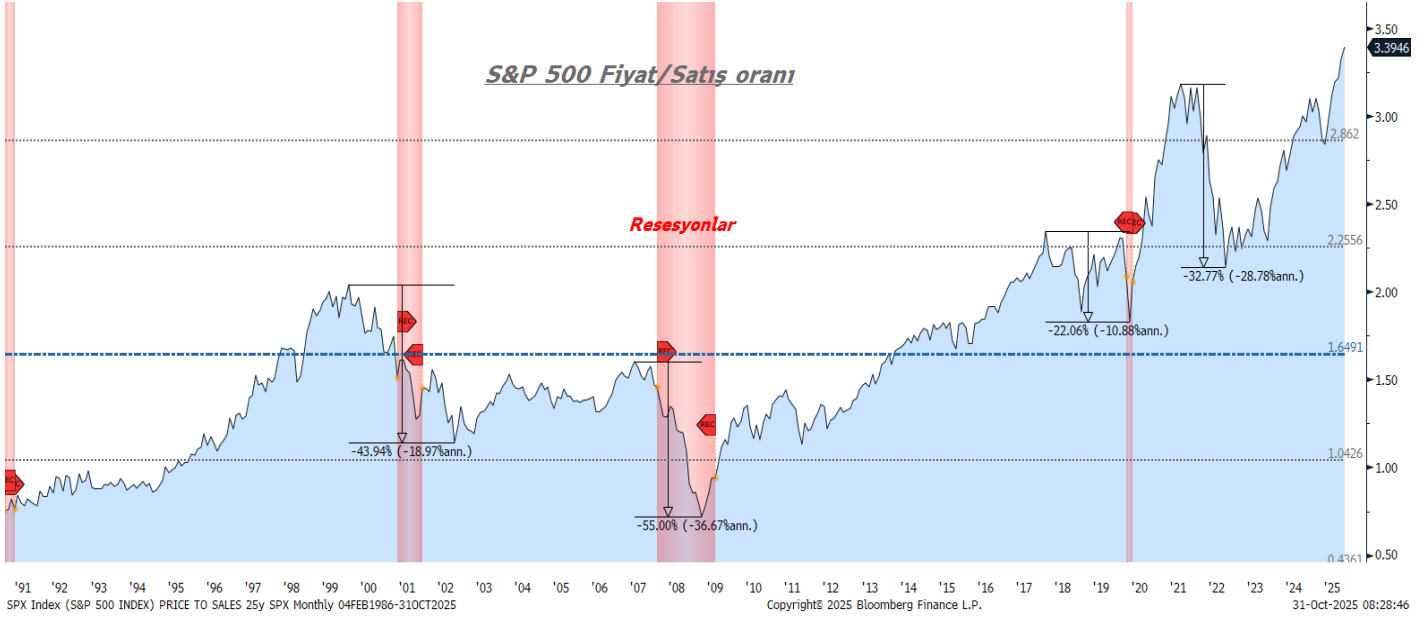


Harika Yedili endeksin hala büyüme dinamosu... Dev teknoloji şirketlerinin hala oldukça güçlü büyümeye devam ettiklerini, büyük yatırımlara rağmen ciddi miktarda nakit yarattıklarını ve kar marjlarının da sağlıklı kaldığını görüyoruz. Yapay zeka altyapısına yönelik CAPEX harcamalarının artarak devam etmesi (önümüzdeki iki sene 6 teknoloji şirketinin yaklaşık \$1 trilyon yatırım yapmaları bekleniyor) ve yapay zeka uygulamalarının satışlara ve net kara olumlu katkı yapmaya başlaması, özellikle Microsoft ve Google'ın bir çok iş koluna yapay zeka uygulamalarını yansıtarak büyüme yaratabilmeleri ve bunu somutlaştırmaları oldukça önemli. Örnek olarak Alphabet, son çeyrekte yapay zeka modellerini kapsayan ürünlerin satışında %200 büyüme olduğuna ve büyük cloud müşterilerinin %70'inin yapay zeka ürünleri aldığına değindi. Bu noktada yatırımcılar yavaş yavaş yapılan yapay zeka yatırımlarının dönüşünü de sorgulamaya başlarken, Meta'nın bulut bilişim platformu gibi diğer şirketlere kiraladığı bir bilişim kapasitesinin ve gelir kaynağının olmaması, yapay zeka yatırımlarının getirisini somutlaştırmasını zorlaştırıyor. Dolayısıyla yapay zekanın etkisi giderek daha ayrışan şekilde teknoloji şirketlerine yansıyor. Büyük resimde yedi dev teknoloji şirketi S&P 500'ün yaklaşık üçte birini oluşturuyorlar ve bu şirketler domine ettikleri alanda son derece sağlıklı büyüyorlar. **Bu grubun önümüzdeki 4 çeyrek satışlarını %15, düzeltilmiş HBK rakamlarını %29 büyütmesi beklenirken, bu da endeksin büyüme hızının yaklaşık üç katı.**

Bizi rahatsız eden ve hisse senetleri için olumsuz dinamikler:

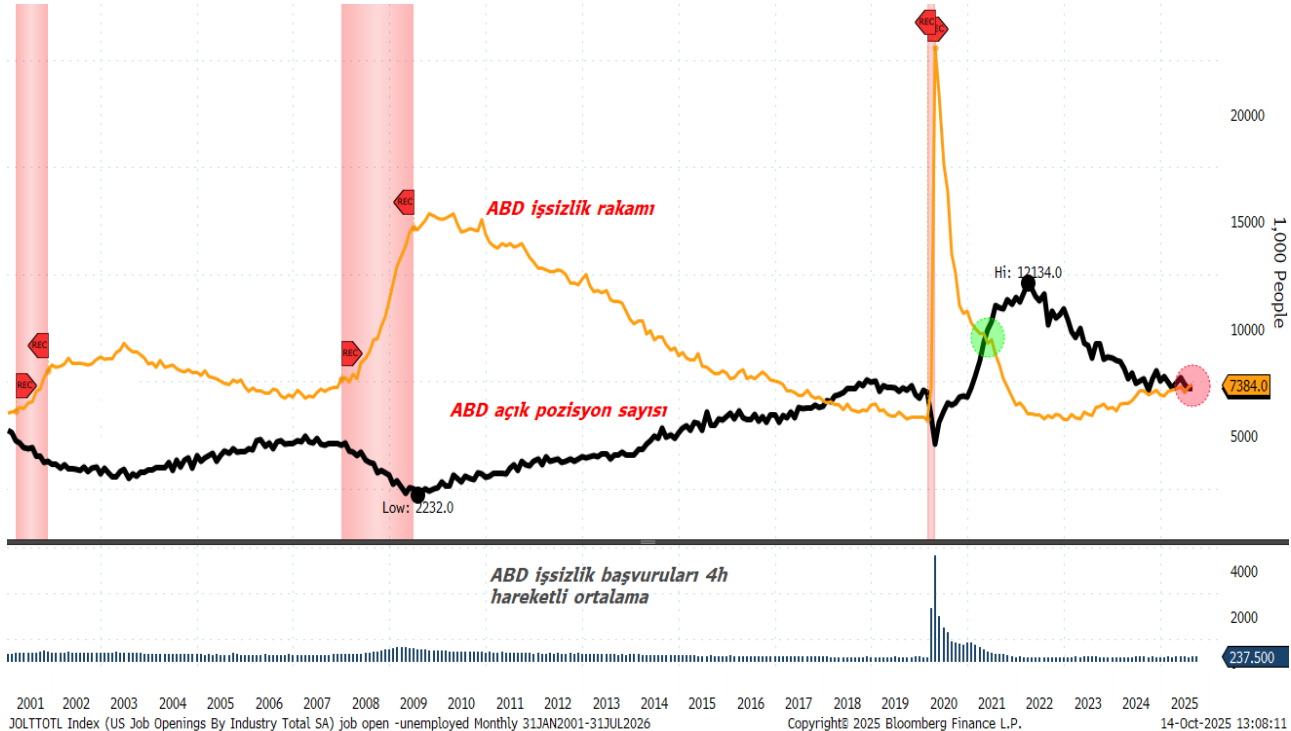
Pahalı değerlemeler...

S&P 500 endeksinin hemen her metriğe göre tarihsel olarak oldukça pahalı seviyelerde olduğunu görüyoruz. Ancak her ne kadar **pahalı değerlemeler** hisse senetlerinde **kırılganlığı artırsa da**, geçmişte yapısal boğa piyasalarının hisselerin çok pahalı olması veya yükselişlerin uzun sürmesi gibi nedenlerle değil, iktisadi, politik veya tahmin edilemeyen dışsal bir etmenin ve beklemeyen şokların etkisi ile sonlandığını not etmek gerekiyor.



Şahin göçmen ve tarife politikalarının, büyüme ve enflasyona yansımaları...

İstihdam piyasasında son dönemde gördüğümüz zayıflamanın önemli bir nedeninin politik etkilerden kaynaklandığı unutulmamalı. Sıkı sınır kontrolleriyle ülkeye çalışmak için gelen göçmenlerin azalması, yasa dışı yollardan çalışanların sınır dışı edilmesi, bazı vizelerin iptali ve H1B gibi nitelikli iş gücünün ülkede çalışmasına imkân veren vize kategorilerinin pahalı hale getirilerek kısıtlanması gibi şahin göçmen politikaları iş gücü arzının giderek azalmasına neden olurken, politik belirsizliğin iş verenleri harcamalar konusunda daha temkinli olmaya itmesi de istihdam piyasasında zayıflamaya yol açtı.



Bu politikaların etkisi önümüzdeki dönemde ücretler ve enflasyonda yukarı yönlü baskı olarak görülecektir. Düşük ücretli işlerde çalışan sayısının azalması ile özellikle hizmet sektöründe ücretlerde yükselişler göreceğiz, **nitelikli iş gücündeki kayıp ise önümüzdeki dönemde ABD ekonomisindeki büyümenin önemli bir dinamosu olan yenilikçi teknolojilerin geliştirilmesi ve risk sermayesinin büyümesinin önünde engel olacağını düşünüyoruz.**

Göçmen politikalarındaki değişimin popülasyon üzerindeki olumsuz etkisi de önümüzdeki dönemde demografik olarak yaşlanan bir nüfusa sahip olan ABD ekonomisinin büyümesine olumsuz yansıyacaktır. Biz ikinci dünya savaşı sonrasında Amerika'da yaratılan sürdürülebilir ekonomik büyüme, teknolojik gelişme ve yaşam standartlarındaki iyileşmenin ve bunun sonucu olarak **Amerikan varlıklarına atfedilen ek prim ve istisnanın (American exceptionalism) kurumlara ve hukuka güvenin yanı sıra, ülkenin en iyi beyinleri ve kapitali çekme kabiliyetinde saklı olduğunu ve bunun korumacı politikalarla zarar görmemesi gerektiğini düşünüyoruz.**

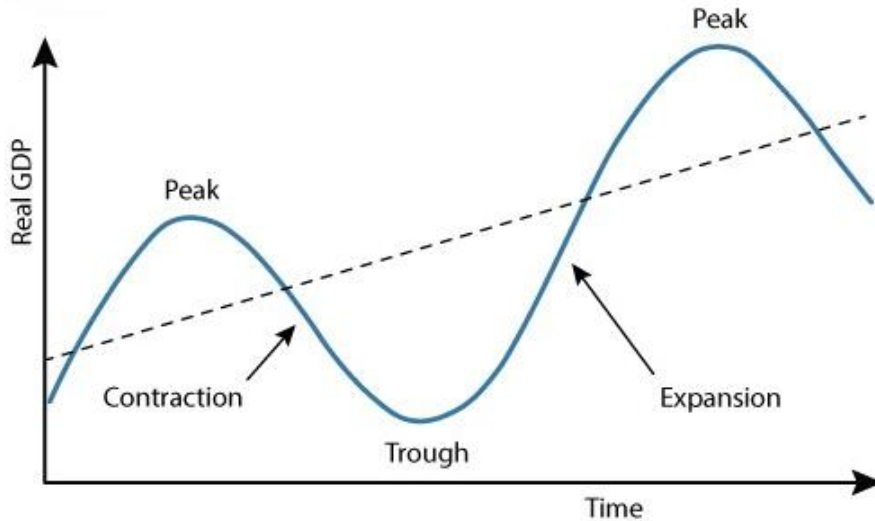
Tarifelerin de enflasyon üzerindeki etkisi henüz tam olarak görülmemiş olabilir. İkinci çeyrek bilanço sezonunda Walmart, Target, Home Depot gibi dev perakende zincirleri, fiyat artışlarının hissedilse de tüketicilere şimdiye kadar sınırlı yansıtıldığına ancak önümüzdeki dönemde envanterlerin yenilenmesi ile beraber fiyat artışlarının tüketicilere daha çok yansıtılacağına değinmişlerdi. Son dönemde ÜFE, TÜFE Mal ve TÜFE Konut Hariç Hizmetler gibi verilerde gördüğümüz yukarı hareketlenme de bize enflasyon tehdidinin geçtiğini söylemek ve agresif faiz indirimlerine gitmek için erken olduğunu düşündürüyor.

İş döngüsünde genişlemenin sonlarında mıyız?

İş döngüsünün sonları ekonomide **büyümenin yavaşladığı, şirket karlarının ve satışlarının düşüşe geçtiği, envanterlerin yükseldiği ve kar marjlarının daraldığı, kredi koşullarının daralmaya, spread'lerin açılmaya başladığı ve resesyona yaklaşıldığı bir dönem** olarak ön plana geliyor. Pandemi sonrasında başlayan genişleme döneminin sonlarında olup olunmadığı tartışmaları sıklıkla konuşulurken, ABD ekonomisinin yüksek faizlere rağmen oldukça dirençli kalması, güçlü şirket karları ve kar marjları ve sağlıklı bir şekilde devam eden yatırımlar bu döngünün biraz daha uzadığını gösteriyor. Benzer bir durumu finansal kriz sonrasındaki bol likidite ortamında da yaşamıştık.

Trump hükümetinin popülist politikalarla büyümeye ve finansal piyasalardaki hareketlere hassas yaklaşımı, görünmeyen bir **dışsal şok olmadığı sürece genişlemenin bir miktar daha devam edeceğini düşündürüyor.** Özellikle hükümet için kritik olacak 2026 ara seçimleri öncesinde makro anlamda ekonomiyi destekleyici politikaların devam edeceğini göreceğiz. Ancak biz yine de önümüzdeki sene yatırımcıların temkinli bir optimizm ile kredi piyasalarını daha yakından takip etmeleri gerektiğini düşünüyoruz.

St Louis FED - İktisadi döngü şeması



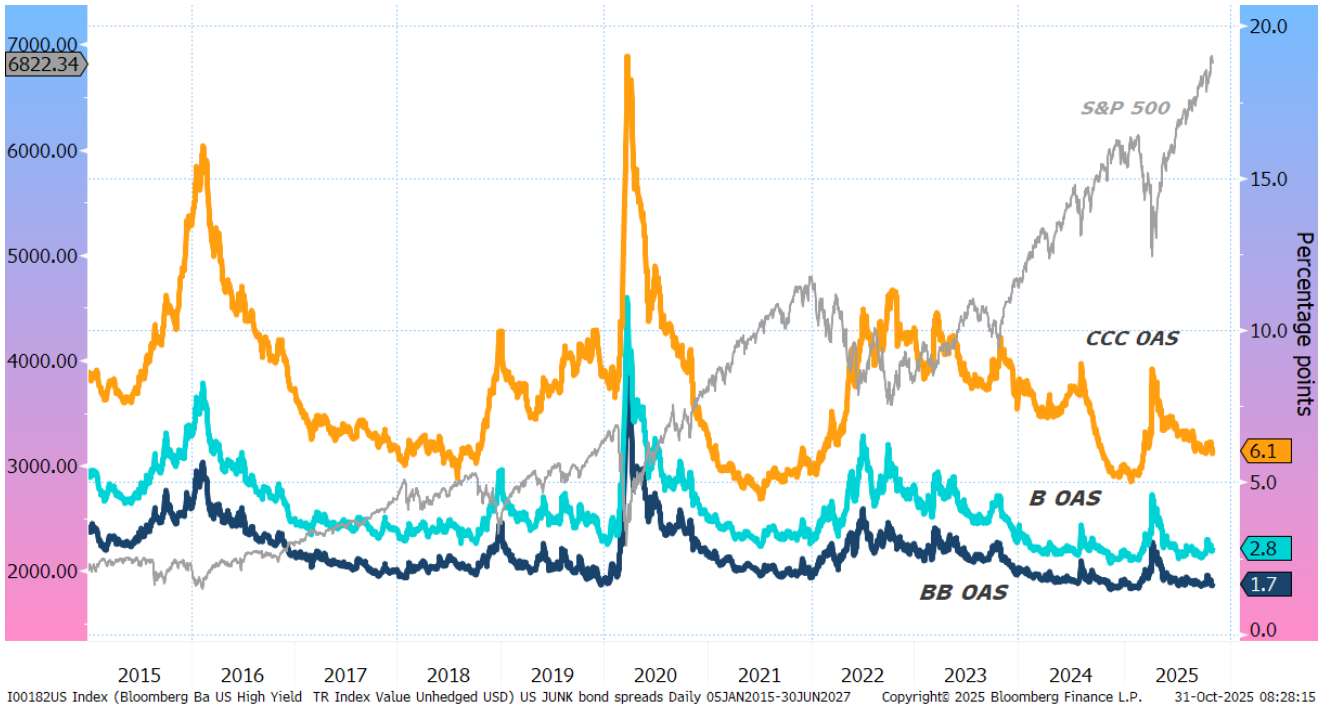
Kredi piyasalarında bilinmeyen ve fiyatlanmayan riskler (unknown unknowns)...

Finansal piyasalardaki büyük sıkıntıların ilk önce kendisini kredi piyasasında gösterdiği düşünüldüğünde yatırımcıların bu taraftan gelen sinyallere hassas hareket etmeleri şaşırtıcı değil. 2008'deki Büyük Finansal Kriz'in başlangıcında o dönem riskli mortgage'lara imza atan en büyük şirketlerden bir tanesi olan New Century Financial Nisan 2007'de iflasa sürüklenirken, S&P 500 endeksi tepe seviyeyi Ekim ayında görmüş ve sonrasında %57'lik bir düşüşe geçmişti

Özellikle **iş döngüsünün sonlarına yakın olduğumuzu düşünen yatırımcılar için son dönemde kredi piyasalarında yaşanan tökezlemeler** (Saks Global ve New Fortress Energy bonolarındaki çöküşler ve otomotiv finansman tarafında Tricolor ve First Brands iflasları) endişeleri artırmış durumda. Bunlara ek olarak Zions ve Western Alliance gibi orta ölçekli lokal bankaların bilanço sezonunda bir konut finansmanı şirketi kaynaklı yazdıkları zararlar, Jamie Dimon'un "hamamböcekleri" uyarısını daha güçlü şekilde yankılanmasına yol açtı.

Bizi kredi piyasalarında rahatsız eden konu son senelerde Apollo gibi şirketlerin çabalarıyla dev boyutlara gelmiş olan ve temel dinamiklerin şeffaf olmadığı **özel kredi piyasası**. Son dönemdeki sıkıntılar arasında halka açık olmayan ve finansalları konusunda sınırlı bir öngörüye sahip olduğumuz ama senelerce Wall Street tarafından finanse edilen Tricolor ve First Brands gibi şirketlerin operasyonlarında dolandırıcılık olarak adlandırabileceğimiz aksiyonlar almaları ve sonrasında gelen iflaslar, bu tarafta çok dikkatli olunması gerektiğini düşündürüyor.

Bu sıkıntılar şirketler özelinde gerçekleşen izole konular mı yoksa, daha büyük problemlerin habercisi olan kömür madenindeki kanaryalar mı bunu anlamak güç. Ancak piyasalar büyük çaplı bir sistemik riskin fiyatlanmadığı aşağıda gösterilen kredi spreadlerinde açıkça görülüyor.



Ve en önemlisi FED'in kredibilitesi...

Bize göre 2026 senesi için en önemli risk, Powell sonrası FED'in başına, Stephen Miran gibi bir profilin gelme ihtimali. Henüz FED faizleri nötr seviyenin altına çekmemiş olsa da, önümüzdeki dönemde daha derin faiz indirimleri merkez bankasını bir para politikası hatasına götürebilir. FED'e ve dolara olan güvenin kırılanlaştığını ve ABD dolarına ve tahvillerine yönelik güven kaybını "**debasement trade**" adıyla, **altın gibi varlıkların güvenli liman fon akımlarını** çekmesinde net bir şekilde görebiliyoruz, bu **fiyatlamaları önümüzdeki sene uzun vadeli tahvil ve bono piyasalarında görmek şaşırtıcı olmayacaktır. Yükselen faizlerin de şeffaf olmayan, kaldıraç etkisiyle şişen piyasalarda saklı riskleri ortaya çıkardığını** ve bazen bu risklerin sistemik boyuta ulaştığını geçmişte defalarca tecrübe ettik.

Sonuç olarak içerisinde bulunduğumuz boğa piyasasının henüz bitmediğini, Trump hükümetinden gelen destekleyici makro adımların iktisadi döngüyü esnettiğini, yapay zeka temasının sermaye yatırımlarını ve spekülasyon beklentileri beslemesiyle hisseleri bir miktar daha yukarıya taşıyacağını düşünüyoruz ancak endekslerde kısa vadeli bir geri çekilme görebiliriz. Bunun seçilmiş hisselerde bir alım fırsatı yaratacağını düşünüyoruz. 2026 senesi ile beraber ise yatırımcıların daha temkinli olmalarını ve FED'deki gelişmelere, uzun vadeli tahvil getirileri ve kredi piyasalarından gelen mesajlara çok dikkat etmeleri gerektiğini düşünüyoruz.

Beğendiğimiz 20 hisse senedi ve 2025 performansları...

Hisse Grubu	Sembol	Şirket	Ağırlık	4Ç ileri F/K	FD/FAVÖK	Satış Büyüme beklentisi (4ç ileri)	Net Kar Marjı (s12a)	Temettü verimi (s12a)	Portföye girişi sonrasında performans %
Defansif ve Sabit Getirili Hisseler	HCA	HCA Healthcare Inc	5,00%	16,04	10,27	5,00%	8,53%	0,60%	56,45%
	NVO	Novo Nordisk A/S	5,00%	13,40	-	14,13%	35,61%	3,45%	-40,23%
	CVS	CVS Health Corp	5,00%	11,13	17,65	3,68%	0,12%	3,47%	78,06%
	BSX	Boston Scientific Corp	4,00%	30,39	36,02	12,09%	14,43%	-	12,60%
	PM	Philip Morris International	6,00%	17,92	16,42	7,88%	21,57%	3,79%	24,28%
	NEE	NextEra Energy Inc	5,00%	21,02	18,78	18,59%	24,72%	2,71%	16,64%
	CEG	Constellation Energy Corp	6,00%	36,37	19,55	4,81%	12,12%	0,40%	71,72%
	KO	Coca-Cola Co/The	5,00%	21,83	21,02	6,38%	27,34%	2,92%	13,28%
	TEVA	Teva Pharmaceutical Indus	5,00%	7,67	-	2,05%	-0,95%	-	16,05%
Döngüsel Hisseler	BA	Boeing Co/The	4,00%	190,92	-	16,19%	-12,20%	-	-6,50%
	C	Citigroup Inc	4,00%	10,70	-	-48,13%	8,73%	2,27%	45,46%
	ORCL	Oracle Corp	5,00%	36,21	33,79	19,54%	21,08%	0,74%	-15,39%
	UBER	Uber Technologies Inc	5,00%	23,81	39,40	17,64%	26,68%	-	15,36%
Emtia Hisseleri	FCX	Freeport-McMoRan Inc	4,00%	23,21	8,29	-1,51%	7,97%	1,44%	11,26%
	B	Barrick Mining Corp	8,00%	11,00	9,00	38,89%	19,99%	1,36%	116,83%
Büyüme Odaklı Hisseler	NVDA	NVIDIA Corp	7,00%	35,33	49,49	50,34%	52,41%	0,02%	51,12%
	GOOGL	Alphabet Inc	5,00%	25,26	22,69	-2,74%	32,23%	0,29%	49,19%
	AMZN	Amazon.com Inc	4,00%	24,65	16,50	10,30%	11,06%	-	1,58%
	COIN	Coinbase Global Inc	4,00%	48,92	42,49	6,90%	41,95%	-	4,18%
Spekülasyon Büyüme	RIOT	Riot Platforms Inc	4,00%	-	23,42	22,86%	-	-	106,56%

Toplam getiri 01.01.2025 - 31.10.2025		
YKY örnek portföy 28,53%	S&P 500	17,19%
	Russell 2000	11,76%
	Dow Jones Sanayi	13,24%
	Nasdaq 100	23,18%



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.