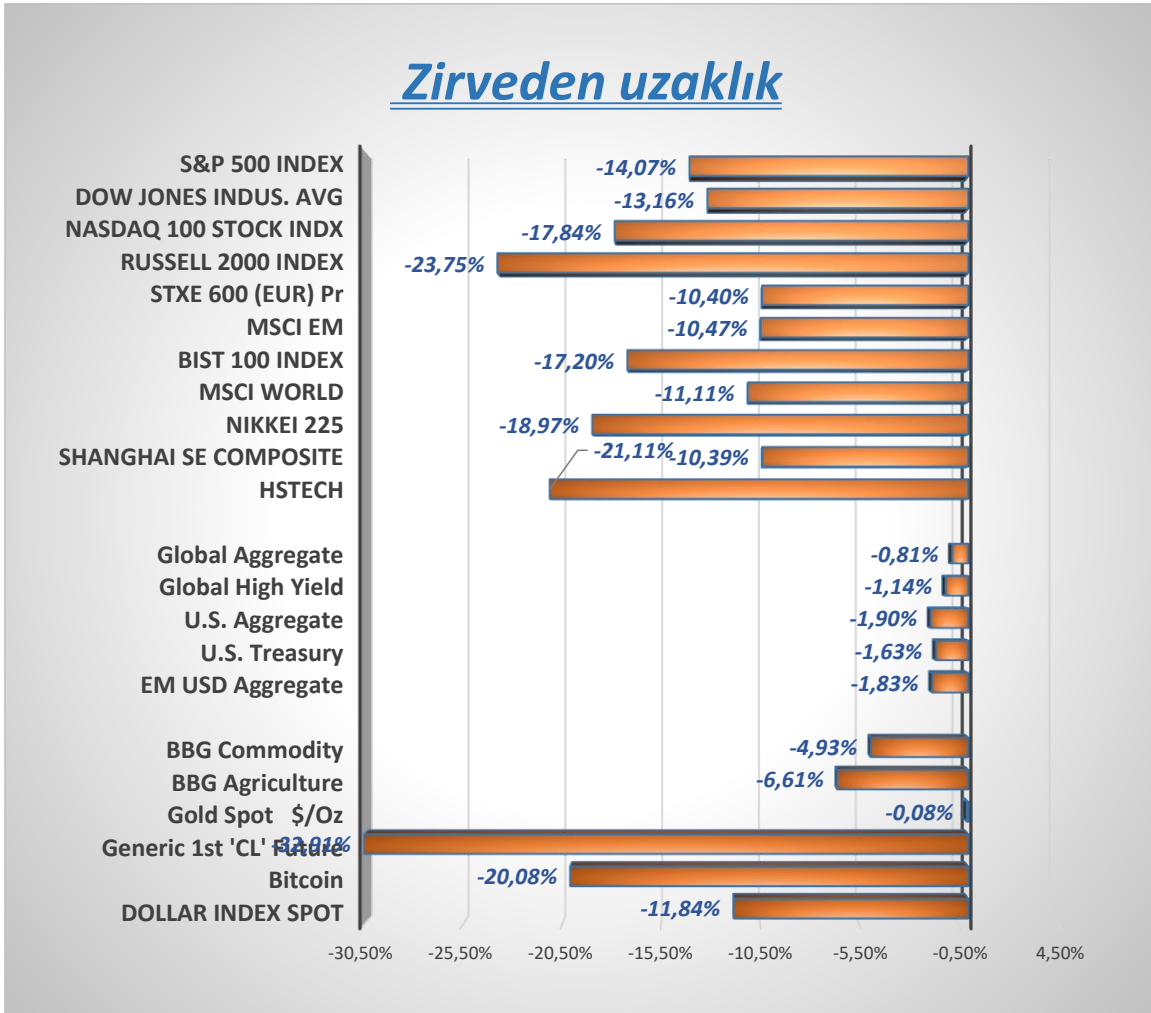


Defansif duruşumuz devam ediyor...

Geçtiğimiz haftaki [raporumuzda](#) değindiğimiz aşağıdaki başlıklar, **kısa vadeli piyasa görüşlerimizi ifade etmeye devam ediyor:**

- **ABD ekonomisinde resesyon riski** artarak devam ediyor,
- **Tahvil piyasasından alarm sinyalleri** geliyor ve getiri eğrisi dikleşmeye devam edebilir,
- Korumacı politikaların tarihsel olarak ABD ekonomisinde ciddi sıkıntılara neden oldu,
- Kaotik politik hamlelerin yarattığı belirsizlik iş verenleri sermaye yatırımları ve işe alımları durdurmaya, tüketicileri ise daha defansif bir duruşa geçmeye itiyor ve bunu özellikle soft verilerde hissediyoruz,
- Hükümet ekonomik aktiviteyi kontrol edemeyeceği bir düşüş döngüsüne sokmak üzere,
- **S&P 500’de senenin en düşük seviyelerini(~4,800) tekrar test edebiliriz,**
- Yatırımcıların bir miktar nakit yaratarak **defansif duruşu korumaları** gerekiyor,
- Zorunlu tüketim, sağlık ve “utilities” gibi defansif sektörlerin güçlü performansı devam edebilir,
- **Sağlık alanında fırsatlar** var ve dev farma ve medikal teknoloji alanlarında bazı hisseler büyüme profillerine göre oldukça cazip seviyelere gerilemiş durumda,
- Bilanço sezonu güçlü banka karları ile olumlu açıldı ve SP500’de %7’ye yakın kar büyümesi görüyoruz,
- Belirsizliğin etkisiyle şirketler konservatif projeksiyonlar veriyorlar, bu da hisseler üzerinde baskı oluşturuyor
- **Altında düzeltmeler yaşansa da, yükselişin devam edeceğini** düşünüyoruz.

Geçtiğimiz hafta yaşanan gelişmeler bu görüşleri pekiştirdi. Trump’ın kaotik politikaları eşliğinde ticaret savaşları kızışmaya devam ederken, Nvidia başta olmak üzere çip şirketlerine gelen kısıtlamalar, Powell’in enflasyondaki yükseliş potansiyeline ve FED politikalarının bu riski önceleyeceğine vurgusu sonrasında FED Başkanının değiştirebileceği söylentileri risk iştahını daralttı. S&P 500 %1,5 gerilerken, satışlar teknoloji hisselerinde yoğunlaştı. Nasdaq 100’de %2,6 kayıp yaşandı ve endeks gördüğü zirve seviyeden %18’e yakın gerilerken, ayı piyasası sınırına tekrar yaklaştı. Altın %2,7 yükselişle haftanın kazandıranı oldu.



Trumponomics'in yarattığı kaos etkisini azaltmak için düşük faizler isteniyor...

Trump'ın koltuğa oturur oturmaz aceleci ve kaotik bir şekilde uygulamaya koyduğu, daha konservatif bir mali disiplin, vergi indirimleri ve deregülasyonu önceleyerek arz yönlü ekonomi politikalarını anımsatan ancak yüksek tarifeler de içeren Trumponomics olarak adlandırdığımız kafa karıştırıcı ekonomi politikaları için para politikalarından desteğe ihtiyacı var.

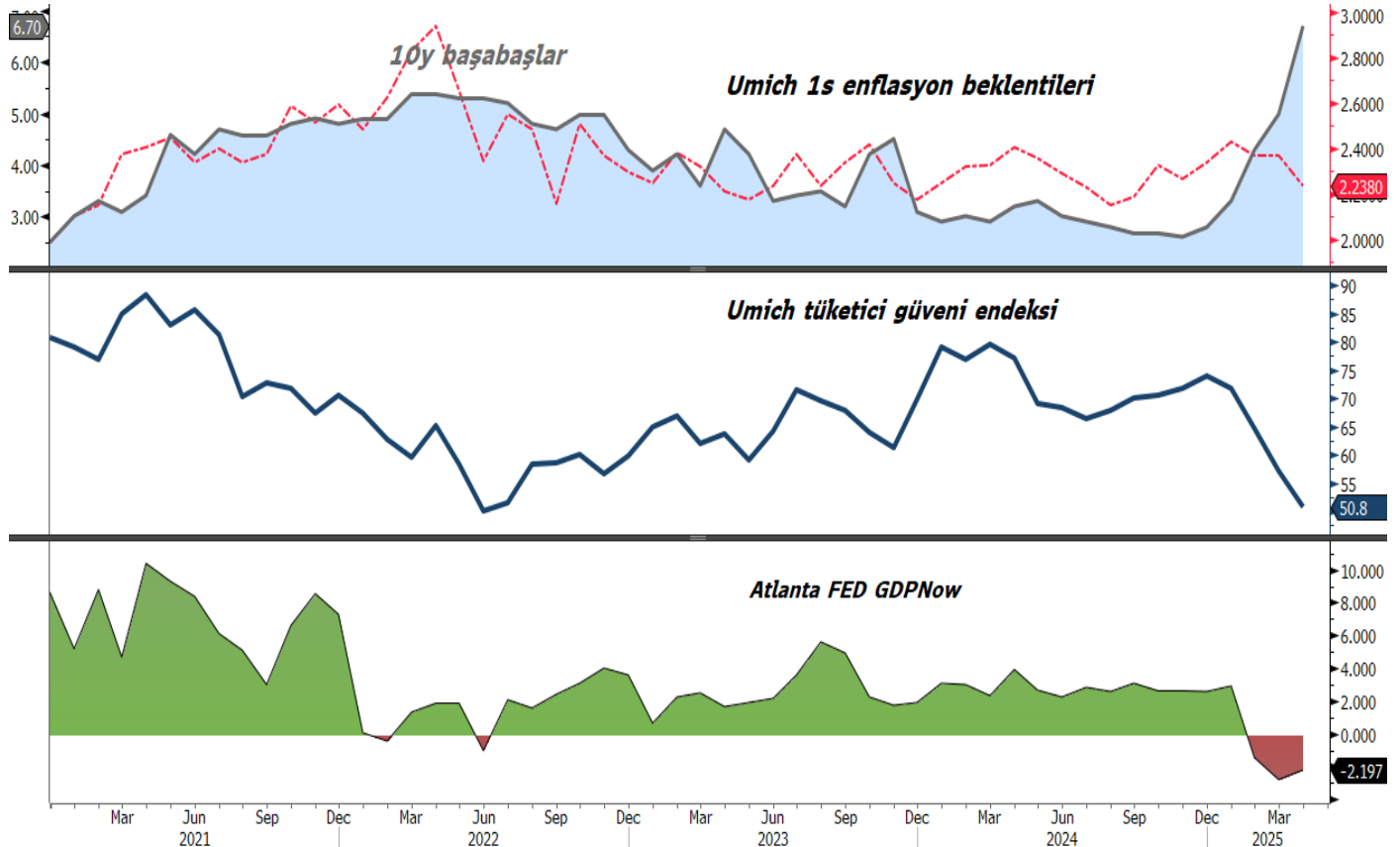
Bu politikaların acı reçete kısmının öncelenmesi ve özellikle Elon Musk'ın agresif bir şekilde uygulamaya aldığı ve yüzbinlerce kamu çalışanının işini tehdit eden DOGE programının tüketicilerde yarattığı yan etki ve Scott Bessent'in uzun vadeli tahvil faizlerini kontrol altına almak için bütçe disiplini hassasiyeti kısa vadede ekonomide sert bir fren etkisi yaratıyor.

Dolayısıyla maliye politikalarındaki sıkı duruşun ve aslında kendi yarattığı politik kaosun finansal piyasalardaki dislokasyon etkisini azaltmak ve bir resesyon riskini hafifletmek için Trump, genişlemeci para politikalarına ve düşük faizlere ihtiyaç duyuyor.

Ancak yüksek gümrük vergisi gelirleri elde etme hayalinden de vazgeçmemesi ve bunun tetiklediği ticaret savaşlarının enflasyon beklentilerine yansımaları, genişlemeci para politikalarını zorlaştırıyor. Geçtiğimiz hafta konuşmasında politik gelişmelerin ekonomiye etkilerine değinen FED başkanı Powell, merkez bankasının büyümeden çok, fiyat istikrarını önceleyen politikaları ön plana çıkaracağını net bir şekilde altını çizdi.

Nitekim her ne kadar uzun vadeli enflasyon beklentileri piyasa fiyatlamalarına göre büyük ölçüde çıpalanmış olsa da, anketlerdeki görüntü ve gümrük vergilerindeki artışın henüz ekonomiye yansımadağı göz önüne alındığında FED'in genişlemeci para politikalarına geçmesi pek mümkün olmayacaktır.

Bu ortamda enflasyon beklentilerinin çıpalandığını görmeden faiz indirimine gitmek merkez bankasının 1970'lerde politik baskı ile yaptığı hatayı tekrarladığını düşündürecek ve merkez bankasına olan güveni de aşağıya çekecektir. Hatırlanacağı gibi Arthur Burns'un Nixon'ın baskısı ile faizleri düşük tutma gayreti, 1970'lerin ortasında enflasyonun adeta patlayarak geri gelmesine ve %15'lere yaklaşmasına neden olmuş ve ancak Paul Volcker'in koltuğu devralması ve sert faiz artırımları ile sıkı para politikasında ısrarcı olmasıyla enflasyon dizginlenebilmişti.



CONSPXMD Index (UMich Expected Change in Prices During the Next Year: Median) U mich cons conf inflati Monthly 31DEC2020-31MAR2027 Copyright© 2025 Bloomberg Finance L.P. 21-Apr-2025 10:51:26

Powell'ın görevi tehlikede mi?

Trump ve Powell arasında bir süredir devam eden gerilim tırmanırken, Powell'ı FED başkanlığından alma düşüncesinin de giderek daha yüksek bir olasılık haline geldiğini ve Trump'ın kendisinin de itiraf ettiği gibi bunun için sabırsızlandığı görüyoruz.

Trump'ın Powell'ı görevden alıp alamayacağına yönelik yetki tartışmaları devam ederken, aslında Trump dikkatlerden kaçan birkaç hamle yaptı ve **Powell'ın pozisyonunda olduğu gibi hukuki olarak tartışmalı statüde iki FTC yöneticisini görevden aldı**. FTC (Federal Ticaret Komisyonu) tüketici hakları ve antitröst davaları konusunda faaliyet gösteren, Federal hükümete bağlı çalışan ancak farklı partilerin üyelerinden oluşan karar alma konusunda bağımsız bir yapıya sahip bir kurum.

Trump'ın burada iki Demokrat üyeyi görevden alması dikkatlerden kaçarken, bunun yetkisi dahilinde olup olmadığı tartışmalı ve konu mahkemeye taşınmış durumda. Burada sadece görevi kötüye kullanma gibi bir durum altında FTC çalışanlarını başkanın görevden alma yetkisini bulunurken, böyle bir durum gerekçe gösterilemeden açıkça politik nedenlerle böyle bir hamle yapılması tartışılıyor.

Benzer bir durum Powell için de söz konusu olabilir ve böyle bir hamlenin piyasalarda yaratacağı kaos ve çalkantı, zaten kırılgan bir duruma sürüklenen ABD ekonomisini hızla daha derin bir resesyona ittirebilir. Özellikle de **faiz indiriminin çok ciddi enflasyon risklerini barındırdığı bir ortamda yeni atanacak başkanın Trump'ın etkisi altında kalacağına aşık olması ve FED'e olan güveni ve kurumun kredibilitesini azaltarak, dolara güveni aşağı çekecek ve tahvillerdeki satış baskısını artıracaktır**.

Dolar üzerindeki baskı artıyor...

Nitekim bu senaryonun hafta başında fiyatlanmaya başladığını ve dolardaki satışların hızlandığını, uzun vadeli tahvil faizlerinin yükseldiğini, riskli varlıklardan kaçışın ön planda olduğunu, altının ise yeni yüksek seviyelere tırmandığını görüyoruz.

Trump her ne kadar **dolardaki düşüşü kendi politikalarına uyumlu görse de, bütün politikalarını ihracatta rekabetçi olmak üzerine şekillendirmesi, ABD ekonomisine ve varlıklarına olan güveni azaltabilir** ve bu tarz sisteme güveni azaltan, politik kaosu belirsizliği artıran hamlelerin, güvene dayalı temeller üzerine kurulu bir serbest piyasa ekonomisinde istenmeyen sonuçlara neden olduğunu görebiliriz.



Altın bu dinamiklerden en çok fayda gören varlık...

Son dönemde sıklıkla tekrar ettiğimiz gibi politik kaosun ve belirsizliğin artması, global anlamda sisteme, hükümetlere ve aslında fiat para birimlerine güvenin azalması, ülkeler arası gerilimin tırmanması, enflasyon beklentilerinin artması ve durgunluk beklentilerini ön plana gelmesi altın için benzerine nadir rastlanacak olumlu dinamikleri bir araya getiriyor.

Bunlara ek olarak normal şartlarda fiyat hassasiyeti yüksek olan merkez bankalarından ve tüketicilerden gelen talebin de güçlü kalması ve portföylerini korumak için mevcut konjonktürde efektif bir portföy hedge'i bulmakta zorlanan yatırımcıların altına olan ilgi artıyor. Senelik 3000 ton civarında sabit seviyelerde seyreden bir arza karşılık, talebin giderek artması ve altının yüksek fiyatlardan da farklı yatırımcı grupları tarafından alıcı bulması, fiyat esnekliğini de azaltıyor.

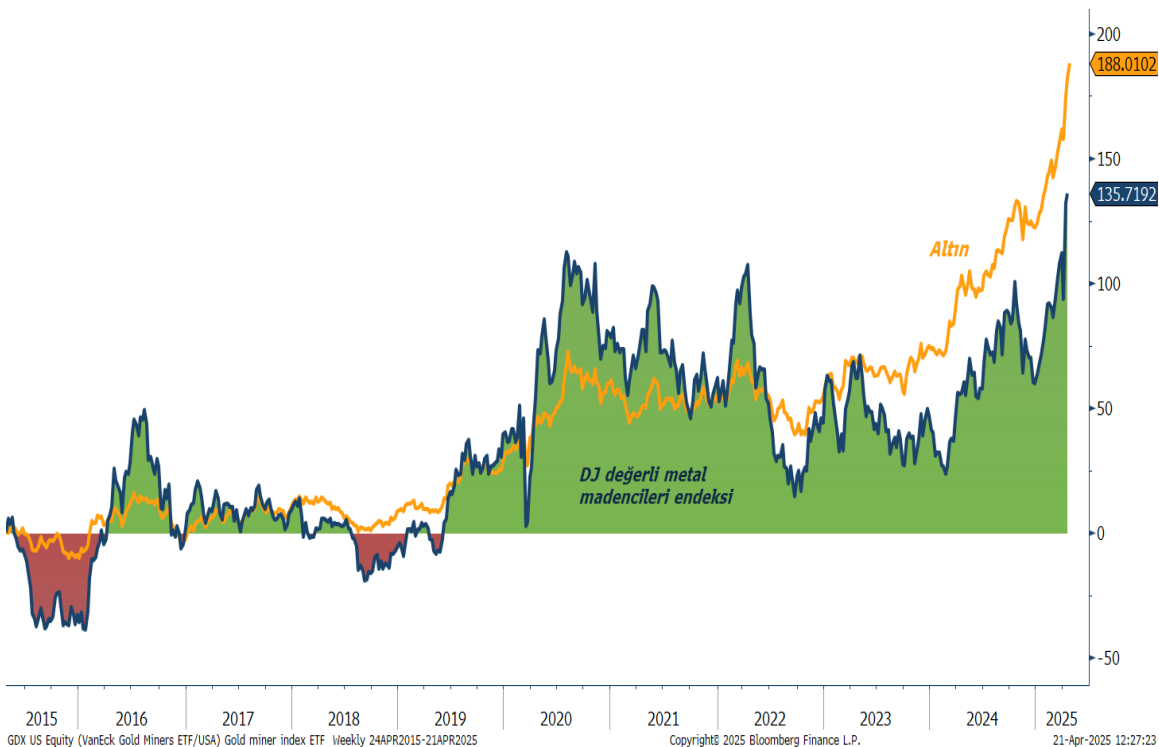
Trumponomics'in piyasaları etkisi altına aldığı ve global ekonomiye yönelik beklentilere yön verdiği bir ortamda, altın fiyatları giderek daha yüksek volatilitede hareket edecek olmasına karşılık yatırımcıların özellikle kaldıraçlı pozisyonlarda dikkatli olmaları gerekiyor. Ancak biz yukarı yönlü trendin devam edeceğini düşünüyoruz.

İkinci dünya savaşı sonrasında kurulan global düzende, ABD'nin politik, kültürel ve ekonomik gücü ile hegemon devlet konumuna gelmesi ancak Çin'in 90'lı yıllarda başlattığı atılımlarla bu güce meydan okuması ile istikrarın azalması ve yeni bir düzene yönelik alternatiflerin belirsiz olması, önümüzdeki dönemde de altının arkasından esmeye devam edecek makro rüzgarları güçlendirecektir. Dolayısıyla yatırımcıların haber etkisi ile altında görülebilecek aşağı yönlü sert hareketleri alım fırsatı olarak kullanmaları bize göre mantıklı olacaktır.

Altın madeni şirketleri ayrışan bir performans gösteriyorlar...

Aşağıdaki grafikte görüldüğü gibi altın madeni şirketlerinin 2023 senesi sonrasında altının performansının oldukça gerisinde kaldıklarını görüyoruz. Buradaki en önemli etmen enflasyondaki artışın altın madencilerini giderek daha yüksek işçilik ve enerji maliyetleri ile başbaşa bırakması ve yükselen faizlerle beraber artan sermaye maliyetlerinin de eklenmesiyle kar marjlarında gördüğümüz daralma idi.

Ancak 2024 ile beraber maliyetlerin kontrol altına alınması ve artan altın fiyatlarının operasyonel kaldırıcı yüksek olan madencilere olumlu yansımaları ile beraber daha güçlü bir performans görüyoruz, özellikle de sene başında bu yana altın madencileri endeksi %49 yükselirken altındaki %30'a yaklaşan yükselişin önüne geçti. Burada grup içerisinde ayrışan performanslar olsa da, uzun vadede madencilerin grup olarak hala altın fiyatlarının gerisinde kaldıklarını söyleyebiliriz. Her şey dahil maliyetlerin ortalama \$1,500 civarında olduğunu düşündüğümüzde bu şirketler için ekonomik anlamda son derece cazip bir dönemin içerisinde olduğumuz da unutulmamalı.

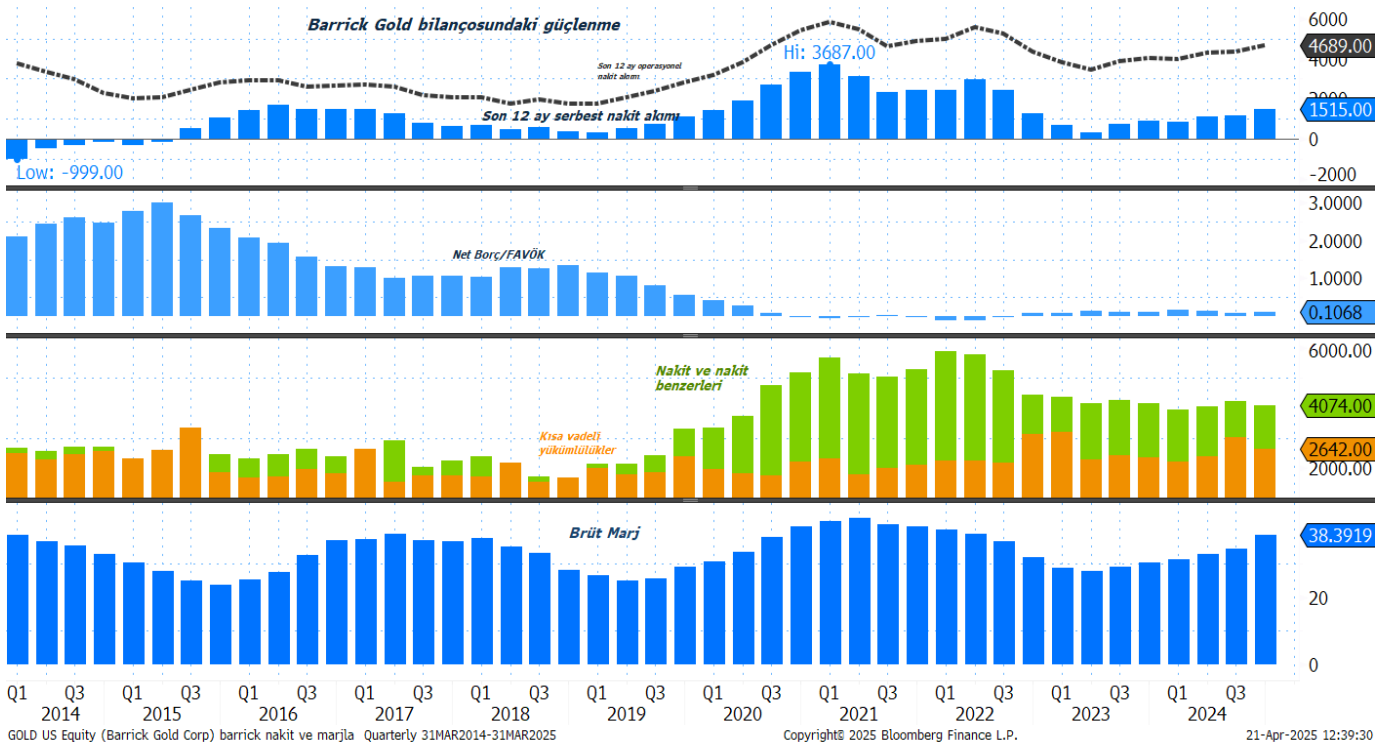


Barrick Gold beğendiğimiz hisseler listesinde kalmaya devam ediyor...

Bizim en beğendiğimiz hisseler arasında tuttuğumuz altın madeni şirketi olan Barrick Gold'un finansallarında da yukarıda bahsettiğimiz gelişmelerin etkisini görüyoruz. **2019 senesi sonrasında artan altın fiyatlarıyla şirketin kar marjlarının açılması ve nakit akımının artırması** ile beraber, önceki senelerdeki şirket alımlarının da etkisi ile yüksek seviyelere gelen borç yükünün azaldığını ve bilançoda ciddi bir toparlanma yaşandığını görüyoruz.

Ancak **2022 senesi ile beraber enflasyonla artan maliyetler marjları baskılamakta nakit akımının da etkilendiğini, bunun da hisse performansına olumsuz yansıdığı** gördük. Son üç senedir \$15-\$20 arasında dar bir banta sıkışan hisse senedi bu sene gösterdiği %30 yükselişle bu bandı kırma eğiliminde. Her ne kadar maliyetler geçmişe göre yüksek seviyelerde kalsa da, altın fiyatlarındaki sert yükselişlerin kalıcı olması durumunda şirketin satış büyümesinde, kar marjında ve ürettiği operasyonel nakit akımında yaşanan yükselişin devam ettiğini görebiliriz.

Şirketin 2030 senesine kadar altın üretimini %30 artırmak gibi planları bulunurken, bize şirketin hikayesinde cazip gelen diğer bir faktör de CEO Mark Bristow'un bakıra olan fokusu ve önümüzdeki dönemde bakır üretimindeki artış potansiyeli. Hissenin son 5 senelik ortalamalara göre ileri F/K çarpanının %38 iskontolu işlem görmesi ve benzerlerine göre de geçmişteki primin yerini iskontonun alması, relatif değerlemelerinin de makul seviyelerde kalmaya devam ettiğini gösteriyor.



Beğendiğimiz hisseler ve performansları

Hisse Grubu	Sembol	Şirket	Ağırlık	4Ç İleri F/K	FD/FAVÖK	Satış Büyüme beklentisi (4ç ileri)	Net Kar Marjı (s12a)	Temettü verimi (s12a)	Portföye girisi sonrasında performans %
Defansifve Sabit Getirili Hisseler	HCA	HCA Healthcare Inc	6,00%	13,42	8,98	5,67%	8,16%	0,81%	11,86%
	NVO	Novo Nordisk A/S	5,00%	14,26	-	19,43%	34,78%	2,86%	-31,37%
	CVS	CVS Health Corp	5,00%	11,42	10,15	4,34%	1,24%	3,96%	51,75%
	BSX	Boston Scientific Corp	4,00%	33,17	38,22	14,16%	11,06%	-	6,49%
	PM	Philip Morris International	7,00%	22,48	19,26	6,69%	18,63%	3,28%	36,81%
	NEE	NextEra Energy Inc	5,00%	18,38	17,26	16,82%	28,06%	3,19%	-6,76%
	KO	Coca-Cola Co/The	5,00%	24,60	30,35	2,02%	22,59%	2,69%	18,11%
Döngüsel Hisseler	DIS	Walt Disney Co/The	4,00%	15,96	13,87	3,00%	6,07%	1,12%	-23,83%
	C	Citigroup Inc	5,00%	8,16	-	-50,06%	7,95%	3,49%	-9,51%
	NKE	NIKE Inc	4,00%	32,44	14,68	-5,85%	9,43%	2,76%	-25,94%
Emtia Hisseleri	CEG	Constellation Energy Corp	4,00%	21,76	10,04	-11,41%	15,91%	0,70%	-7,44%
	COP	ConocoPhillips	5,00%	12,83	5,81	8,42%	16,89%	3,51%	-9,55%
	FCX	Freeport-McMoRan Inc	4,00%	19,95	7,03	2,54%	7,42%	1,82%	-12,89%
	GOLD	Barrick Gold Corp	4,00%	11,84	6,78	12,14%	16,59%	1,98%	30,86%
Büyüme Odaklı Hisseler	FSLR	First Solar Inc	4,00%	7,03	6,90	30,03%	30,72%	-	-27,38%
	NVDA	NVIDIA Corp	8,00%	23,01	29,20	55,11%	55,85%	0,04%	-24,42%
	GOOGL	Alphabet Inc	8,00%	16,96	13,63	-6,48%	28,60%	0,53%	-20,05%
	AMZN	Amazon.com Inc	5,00%	24,25	14,09	9,08%	9,29%	-	-21,32%
	XYZ	Block Inc	4,00%	13,26	23,65	8,89%	12,01%	-	-36,58%
Spekülatif Büyüme	RIOT	Riot Platforms Inc	4,00%	-	6,66	81,86%	29,05%	-	-36,73%

Toplam getiri 01.01.2025 - 21.04.2025	
YKY örnek portföy -4,58%	S&P 500 -9,84%
	Russell 2000 -15,35%
	Dow Jones Sanayi -7,56%
	Nasdaq 100 -12,92%

Portföy temettü verimi	1,64%
S&P 500 temettü verin	1,44%
Portföy beta:	1,03



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 getirin 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.