

Global bir büyüme şoku riski yeterince fiyatlanmıyor...

Geçtiğimiz hafta yayınladığımız raporda petrol fiyatlarına odaklanmış ve aşağıdaki başlıkla **petrol fiyatlarında yükselişin devamını beklediğimizi ve bunun global büyümeyi aşağıya çekerek, hisse senetlerinde satışlara neden olacağına** değinmiştik.

“Petrolde yukarı, global büyümede ve hisse senetlerinde aşağı yönlü riskler görüyoruz”

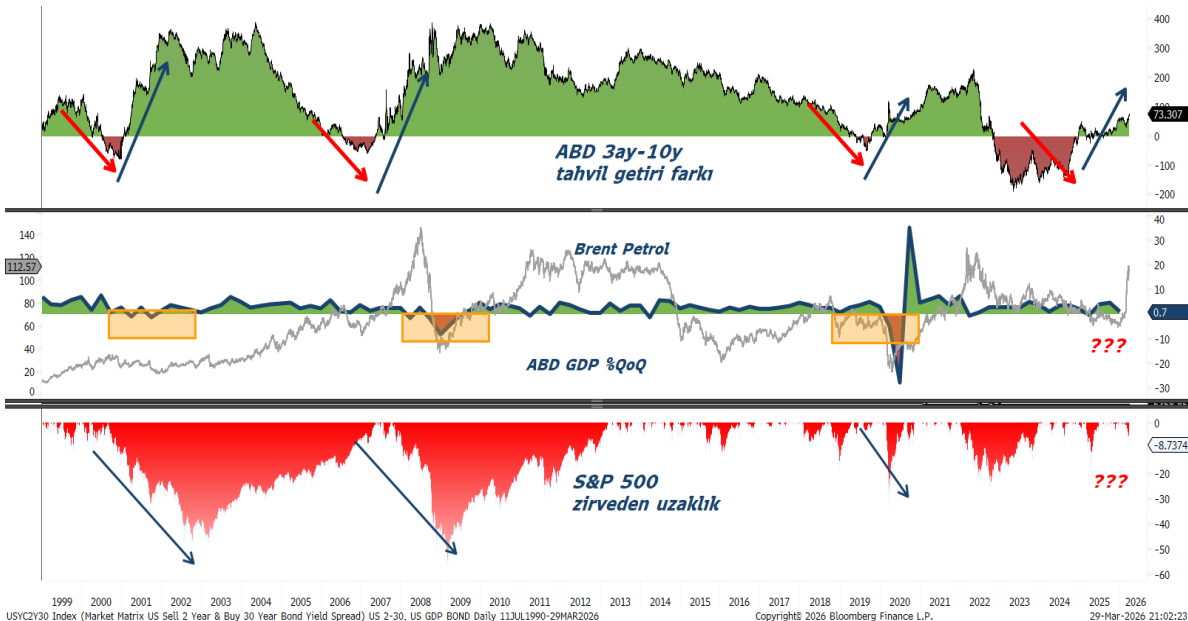
Hürmüz boğazının kapanması ile beraber yaşanan arz şoku, arz/talep dengesinde büyük bir arz açığına neden olurken, global envanterin şişkin seviyelerde olması sınırlı bir tampon yarattı. Ek olarak Suudiler (doğu-batı boru hattı kapasitesini 7mb/d'e çıkabileceğini ifade ediyorlar) ve BAE gibi üreticilerin alternatif rota opsiyonları, Asya'ya giden az sayıda tankerin boğazdan geçişi, serbest bırakılan rezervler ve yaptırım altındaki bazı ürünlere tanınan istisnalar bir miktar şoku hafifletse de, boğazın kapalı olduğu her geçen gün fiziki piyasada sıkışıklık artıyor. **İlk etapta 17-18 milyon varil olan arz kaybı yukarıda sıraladığımız faktörlere rağmen 7-8 milyon varil seviyesinde devam edebilir ki bu da tarihteki en büyük arz şokuna işaret ediyor.**

Geçtiğimiz ay **300 milyon varile yakın bir talebin stoklardan karşılandığı** düşünülürken, yakında 2025 senesindeki envanter artışı erimiş olacak ve her geçen gün daha büyük bir sıkışıklığa, daha yüksek petrol fiyatlarına (Brent \$150) ve global ekonomide sert bir fren etkisine yaklaşıyoruz. Trump'ın 10 günlük süre adımı petrol piyasasındaki riskleri azaltmadı, tersine çözümün uzaması piyasalarda stresi artıracaktır, bunun yansımaları büyüme beklentilerinde ve hisse senedi piyasalarında giderek artan bir şekilde göreceğiz.

Petrol piyasasının talep yıkımı ile dengelenirse resesyon görebiliriz...

Politik arenada çözüm bulunamazsa petrolde talep yıkımı daha yüksek fiyatlarla gelecektir... Kalıcı bir çözüm için bir ateşkes veya talep yıkımı gerekli ve politik çözümün giderek zorlaştığı, **Hürmüz Boğazının gelecekteki kontrolü konusunun çözülmesi zor bir kördüğüm** olduğu ve tarafları çözüme itecek ağırlığı sınırına henüz gelinmemiş olduğu bir noktada, petrolde arz/talep dengesi talep yıkımı ile gelebilir. Bu da kısa vadede daha yüksek petrol fiyatları ve birçok enerji ithalatçısı ekonomide, büyümenin yavaşlamasına, para politikasında ve faizlerde yukarı yönlü hareketlere neden olacaktır.

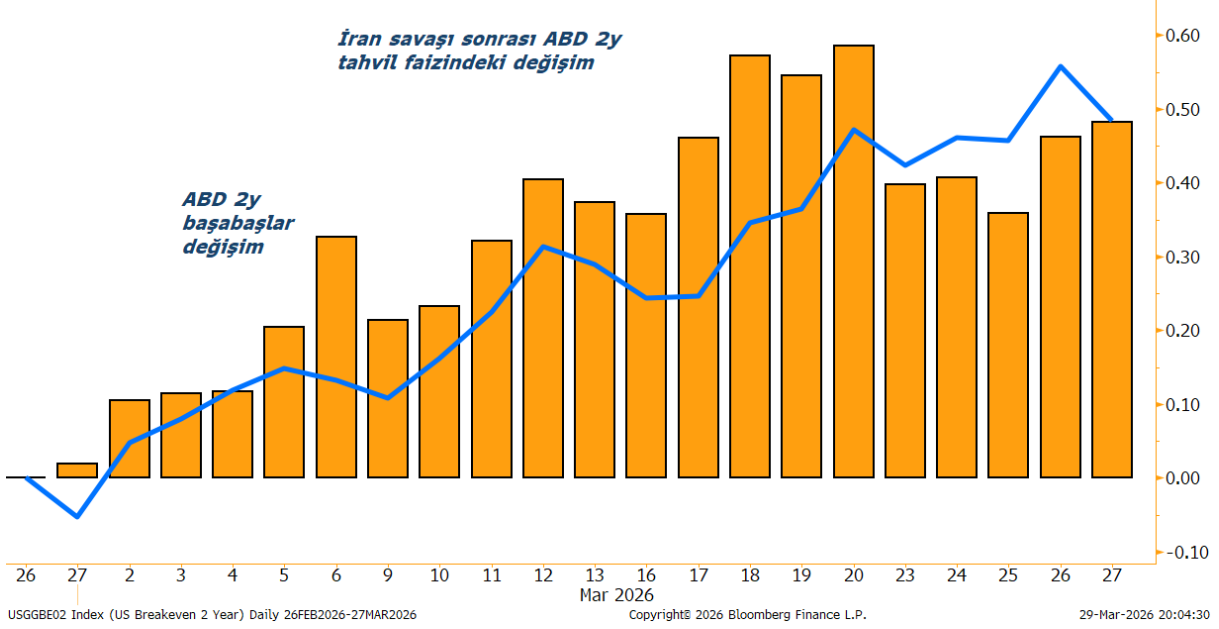
Petrol fiyatlarındaki ani sıçramalar büyüme yansıyor... Geçtiğimiz hafta yüksek kalacak enerji fiyatlarının enflasyonda yükseliş beklentilerini artırdığına ancak büyüme tarafında önemli bir yavaşlamanın fiyatlanmadığına değinmiştik. Burada enerji fiyatlarındaki yükselişin geçici olacağı düşüncesi ilk etapta hisse senetlerinde nispeten sakin bir seyre yol açarken, savaşın çözümünün kısa ve kolay olmayacağını anlaşılmaması ekonomiler üzerindeki risklerin fiyatlanmasına yol açacaktır. Aşağıda geçmişte getiri eğrisindeki terse dönüş sonrasındaki resesyonlar ve ayı piyasaları gösteriliyor. **Zaman zaman resesyonların tetikleyicisi petrol fiyatlarındaki ani sıçramalar** olurken, biz yatırımcıların önemli kısmının fiziki piyasadaki sıkıntının boyutunu tam kavramadıklarını düşünüyoruz.



USVC2Y30 Index (Market Matrix US Sell 2 Year & Buy 30 Year Bond Yield Spread) US 2-30, US GDP BOND Daily 11JUL1990-29MAR2026 Copyright © 2026 Bloomberg Finance L.P. 29-Mar-2026 21:02:23

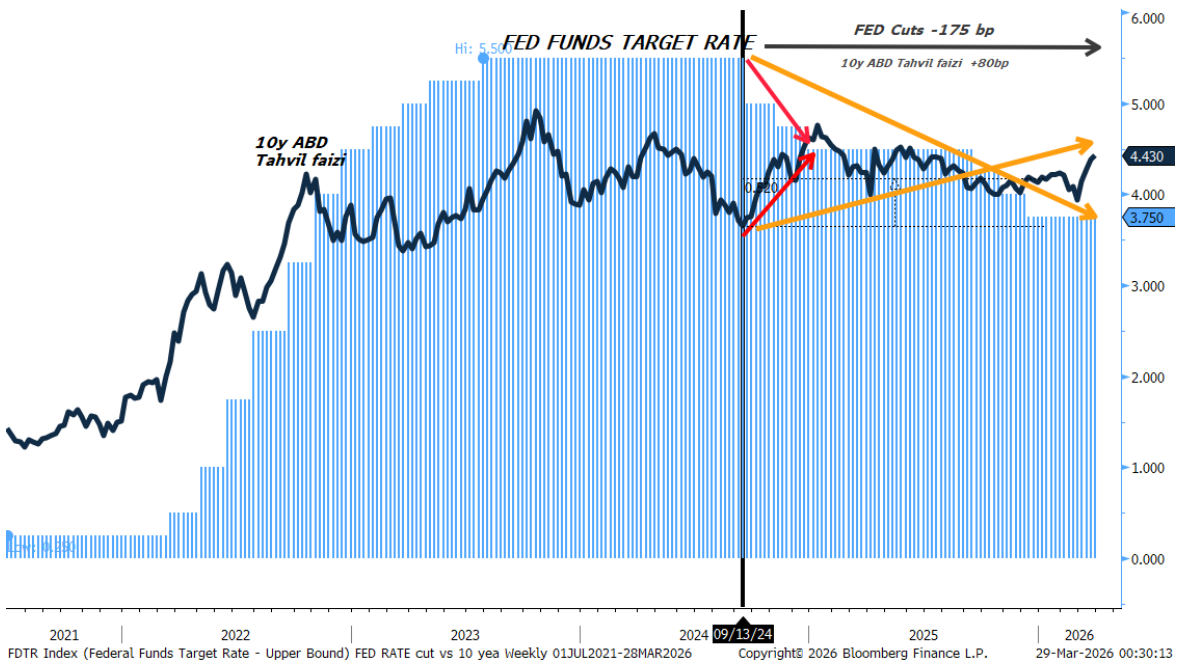
FED'in arz şoklarına etkisi sınırlı, bir politika hatasına gitmemesi lazım...

Kısa vadeli faizlerdeki yükseliş FED'e sıkı kal mesajı veriyor... Petroldeki yükseliş, bir çok hammadde piyasasındaki sıkışma ve gıda fiyatlarındaki artış beklentisi enflasyon beklentilerini yukarıya çekerken, merkez bankalarını büyümeyi destekleme konusunda elini zorluyor. Nitekim artık bu sene FED'den bir faiz indirimi beklenmiyor ve 2 yıllık faizlerdeki yükseliş piyasa oyuncularının FED'e faiz indirimleri konusunda temkinli olması gerektiği mesajını veriyor. Aşağıda görüldüğü gibi iki yıllıklarda **Mart ayında gördüğümüz yaklaşık 50bp'lik yükselişin tamamı enflasyon beklentilerindeki artışla geldi.**



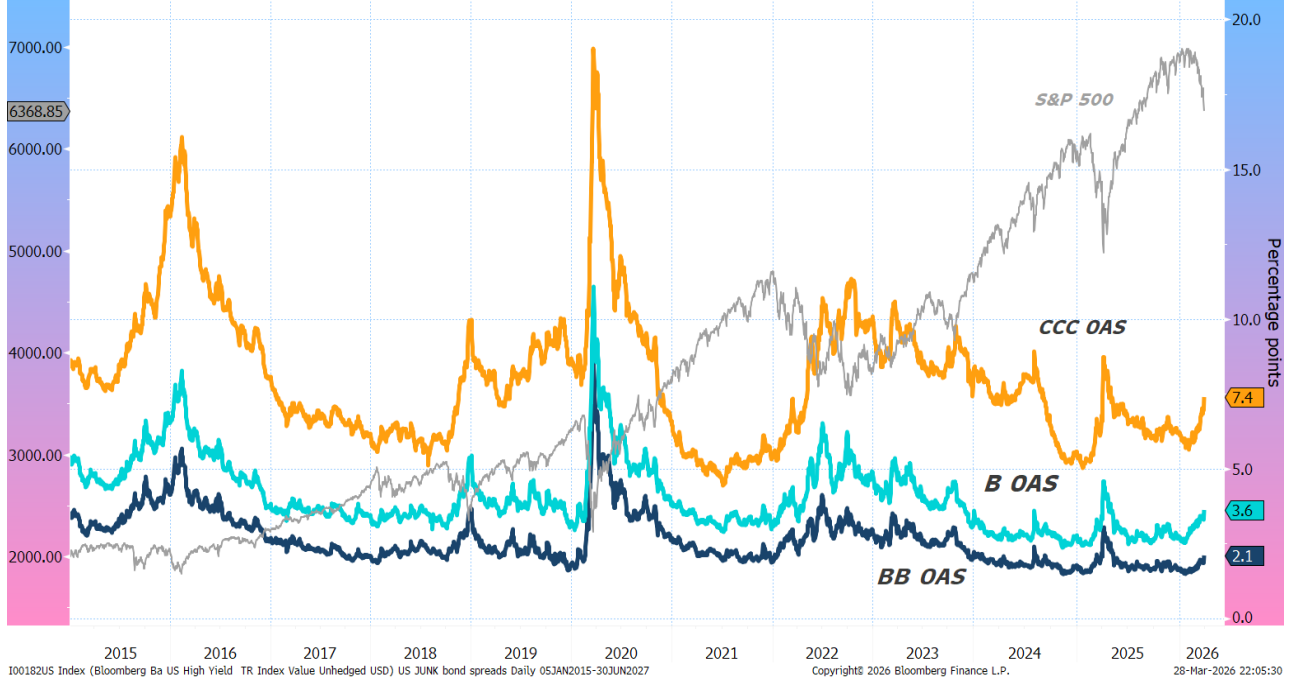
Bir politika hatası 1970'lerin kabuslarını hafızalara getirecektir.. Burada önemli bir risk, petrol fiyatlarının önümüzdeki aylarda da yüksek seviyelerde kalmasına rağmen Warsh başkanlığında bir FED'in çifte görevleri arasında istihdama ve büyümeye ağırlık vermesi ve enflasyonu geçici görme olasılığı ve bir politika hatasına gitme riski. FED'in mevcut ortamda olası **bir politika hatası, 1970'lerde Arthur Burns başkanlığındaki merkez bankasının politikalarını ve kontrolden çıkan enflasyon kabusunu tekrar gündeme** getirebilir.

Yüksek enflasyon ve olası bir büyüme şoku stagflasyon risklerini sıklıkla akla getirirken, bunun yine 1970'lerde yaşanan petrol krizinde olduğu gibi emtia tarafında bir arz şoku ile gelmesi FED'in buna cevap olanaklarını kısıtlıyor. Bu ortamda uzun vadeli tahvillerde ilk etapta büyüme sıkıntıları nedeniyle baskı yaşansa da, sonrasında enflasyon risklerinin daha ön plana gelmesi faizleri yukarıya itirebilir. Aşağıda gösterildiği gibi **FED'in faizleri aşağıya çekmesi dahi uzun vadeli faizlerin yukarıya gitmesine engel olmayacaktır.** Uzun vadeli tahvil faizlerinin kritik dirençleri aşması da sistemdeki kırılganlıkları daha fazla ön plana getirecektir. Bir süredir dikkat çektiğimiz, Apollo, Blue Owl gibi şirketlerin etkisiyle büyüyen özel kredi piyasalarında gördüğümüz çalkantılar da buna bir örnek.

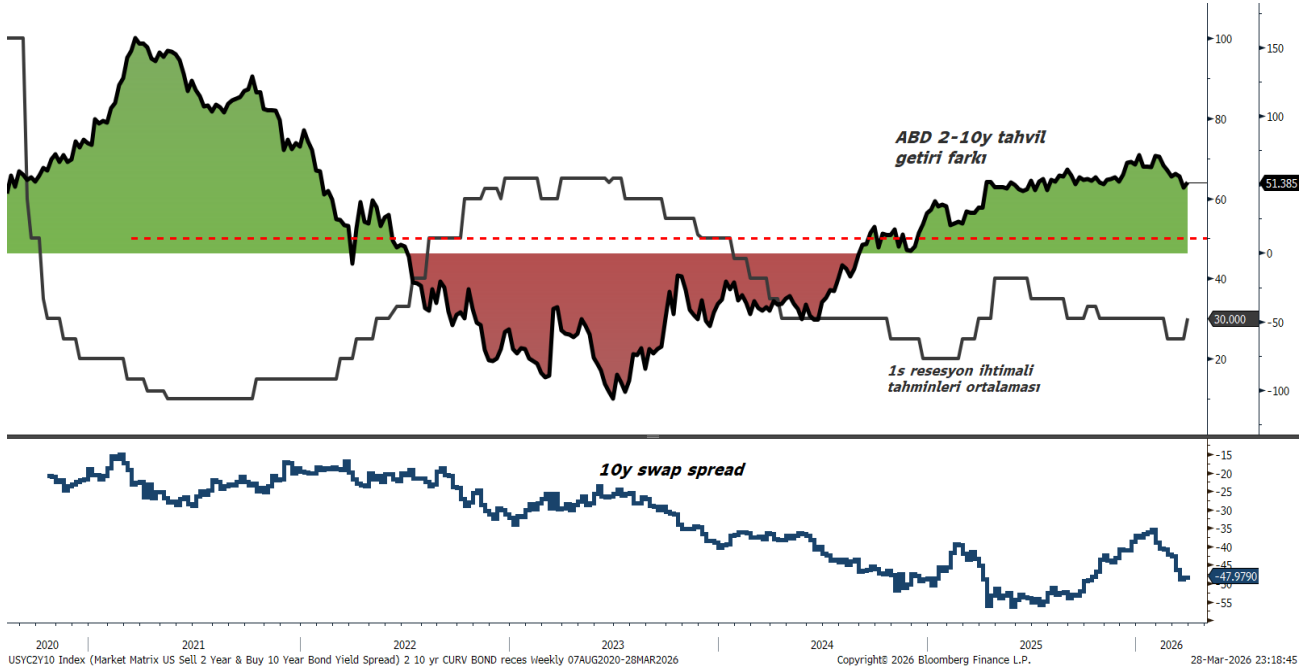


Tahvil piyasaları büyümedeki yavaşlamayı fiyatlamaya başladı...

Yüksek getirili bono faiz farkları açılıyor... Büyüme sıkıntılarının fiyatlanması tahvil ve bono yatırımcılarını daha güvenli enstrümanlara doğru yönlendirirken, yüksek riskli bonolarda satışlara ve bu bonoların faizlerinde yükselişlere neden oluyor. Aşağıda görüldüğü gibi son dönemde yüksek getirili bonolarla hazine tahvilleri arasındaki getiri farkı yükseliyor.



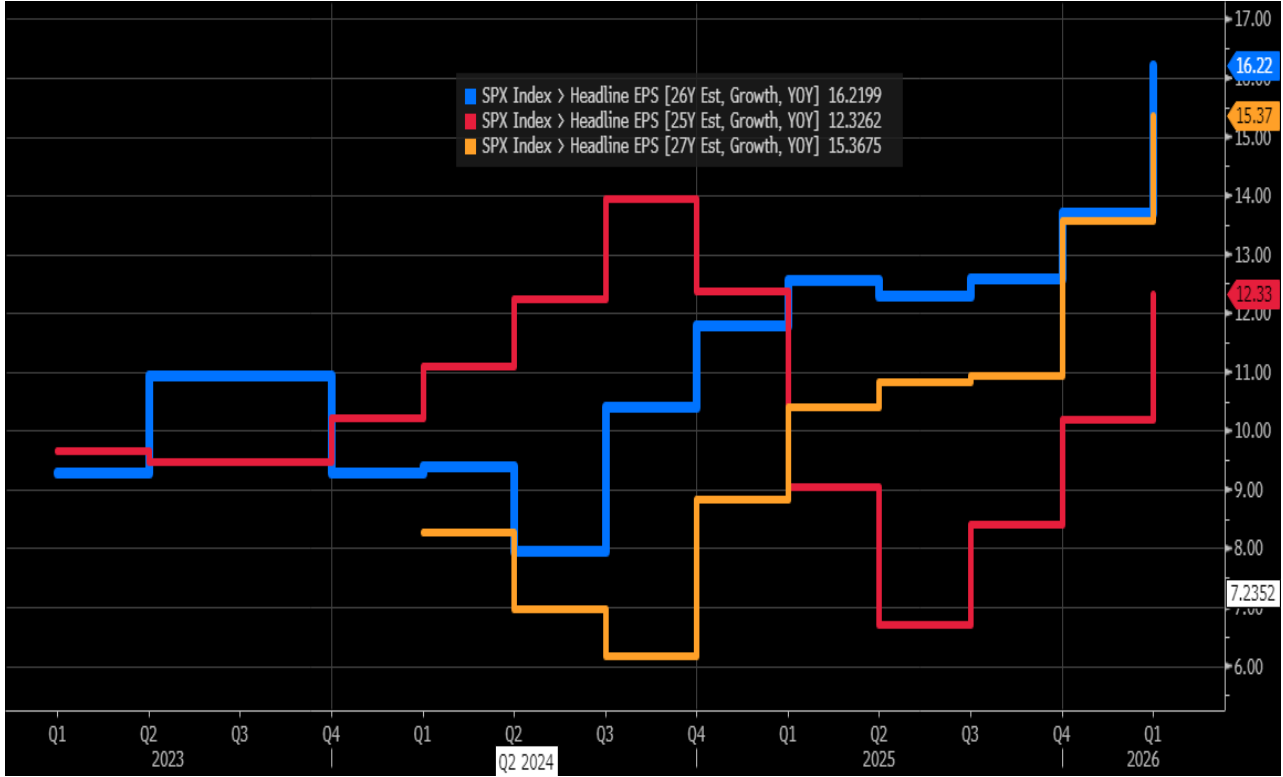
Getiri eğrisinde düzleşme büyüme kaygılarından geliyor... Şubat ayında getiri eğrisinde yaşanan düzleşme, yani uzun vadeli tahvil faizlerindeki daha sınırlı yükseliş, büyüme beklentilerinde gerilemeye işaret ediyor. Resesyon olasılığı tahminlerine baktığımızda, hala önemli bir artış yok ve burada bir miktar kayıtsızlık veya savaşın etkilerinin kısa süreceğine yönelik optimizm söz konusu olabilir.



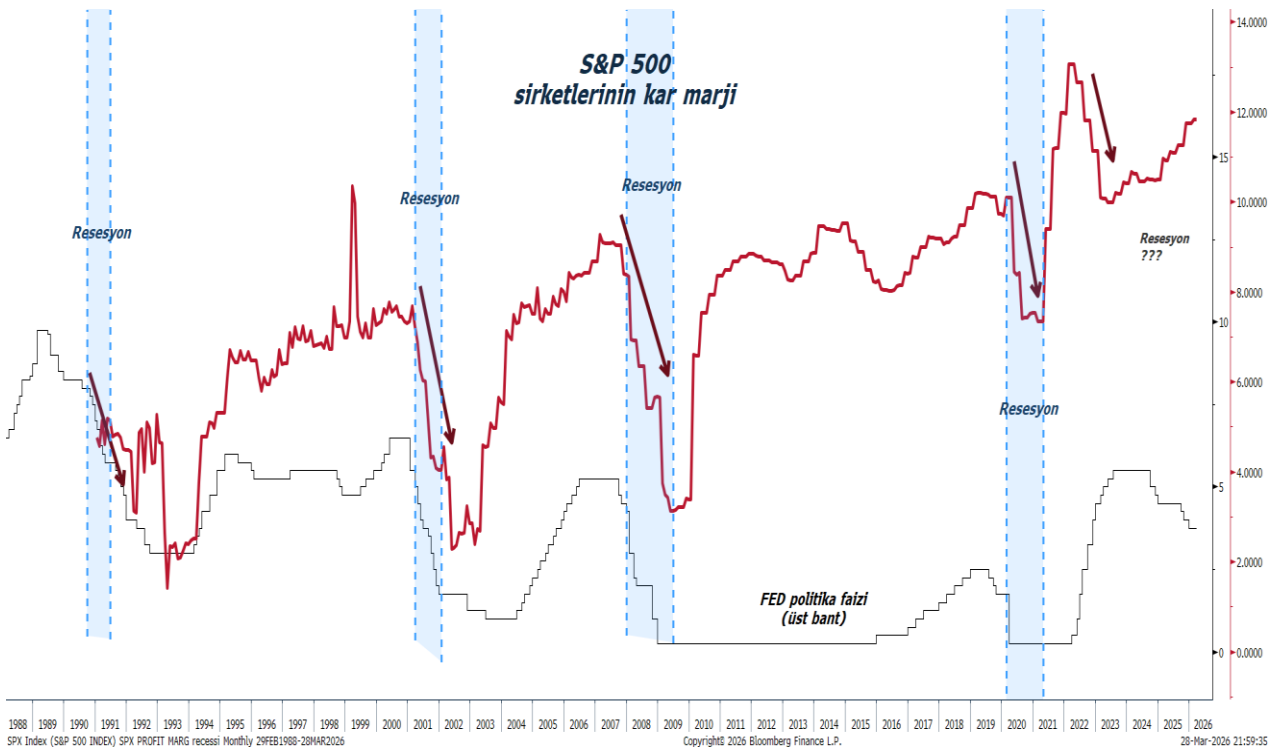
Ancak hisse senetlerinde bir büyüme şoku fiyatlanmıyor...

Güçlü kar büyüme beklentisi optimist beklentilere işaret ediyor... S&P 500 endeksinin son senelerdeki güçlü performansının arkasında, özellikle teknoloji şirketlerinin yardımıyla gerçekleşen çok güçlü kar büyümesi ve kar marjlarının sağlıklı kalması vardı. Bloomberg rakamlarına göre S&P 500 şirketlerinin kar büyümesi geçtiğimiz sene %12 olarak gerçekleşirken, bu son on senenin ortalaması olan %9,5'un oldukça üzerinde ve **2026 ve 2027 seneleri için beklentiler büyümenin ivmelenerek %15 ve üzerine çıkması yönünde.**

Biz bu beklentileri mevcut konjunktürde aşırı optimist buluyoruz. Petrol fiyatlarının önümüzdeki haftalarda yükselmeye devam etmesi veya ateşkes sağlansa dahi, **düşük seviyelerdeki envanter, önemli bir arz şoku yaşayan tüketicilerin stoklama eğilimi ve depolama sıkıntısı yüzünden kapatılan kuyularda üretimin arkadan gelecek olması**, petrol fiyatlarının yüksek bir banda oturmasına neden olabilir. Ham petrol fiyatlarındaki yükselişin hızla pompaya yansması, tüketicilerin gerek bütçelerine gerekse de psikolojilerine olumsuz yansiyarak tüketim eğilimlerini aşağıya çekecektir. ABD ekonomisinin yaklaşık üçte birine tekabül eden ve son senelerde ekonominin yüksek faizlere rağmen canlı kalarak bir resesyona girmesine engel olan tüketim harcamalarındaki düşüş de şirket karlarına önümüzdeki çeyreklerde olumsuz anlamda yansiyacaktır. Her ne kadar analistler henüz bu etkileri fiyatlamasalar da, önümüzdeki bilanço sezonu öncesinde kar beklentilerinin aşağıya çekildiğini görebiliriz.



Kar marjları hızla daralabilir... Geçtiğimiz senelerde kar marjları resesyon dönemlerde ani bir şekilde gerilerken, son çeyreklerde marjların toparlanması ve Trump'ın tarife politikalarının marjlara sınırlı yansması yatırımcıları bir miktar büyüme risklerine kayıtsız olmaya itiyor. Ancak enerji ve gıda fiyatlarındaki hızlı bir yükselişin talepte yaratacağı düşüşün yanı sıra, şirketlerin ham madde maliyetlerini de yukarıya çekerek kar marjlarını ani bir şekilde daraltabileceği unutulmamalı.

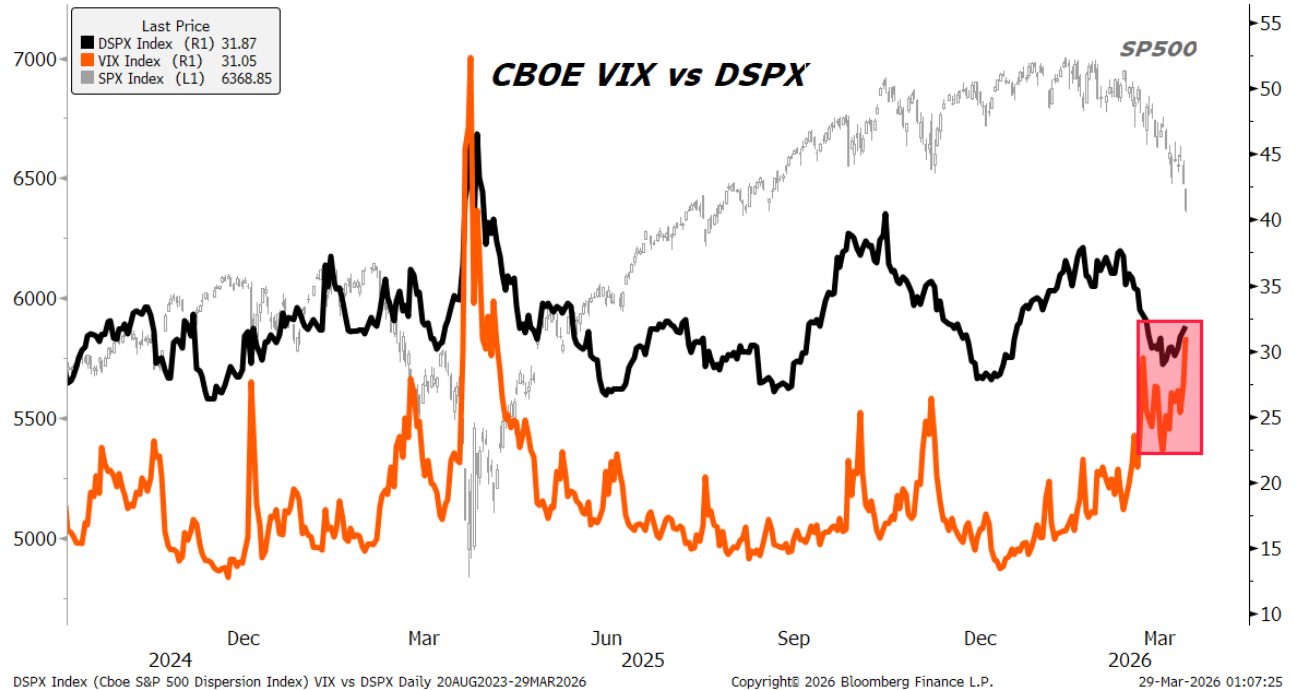


Döngüselerde görece zayıflama yeni başlıyor... Ekonomik aktivitenin daralmasından en çok etkilenen gruplar arasındaki döngüsel hisselerin, ekonomiye hassasiyeti daha düşük olan zorunlu tüketim, sağlık gibi alanları içerisine alan defansif hisselerle göre performansı, piyasada büyüme riskinin ne kadar fiyatlandığına yönelik de bir fikir veriyor. Burada da fiyatlamaların sınırlı yapıldığını ve aşağı yönlü bir hareketin daha başlangıç aşamalarında olduğunu görüyoruz.



Endeks hisseleri arasındaki ayrışma olumsuz sinyaller üretiyor... S&P 500 endeksinin otuz günlük opsiyonlarının fiyatlamalarını baz alarak, endeksin geleceğe yönelik oynaklığını ölçen VIX endeksinin İran savaşına geçmişteki kriz dönemlerine nazaran daha sınırlı bir tepki verdiğini görüyoruz. Burada her ne kadar son dönemde yakın vadeli hatta **aynı gün opsiyonlarının ve opsiyon satarak getiri sağlamaya çalışan borsa yatırım fonlarının giderek daha popüler hale gelmesi VIX'in korku endeksi olarak gösterge etkisini hafifletmiş** olsa da, endeks halen piyasadaki stresin önemli bir barometresi.

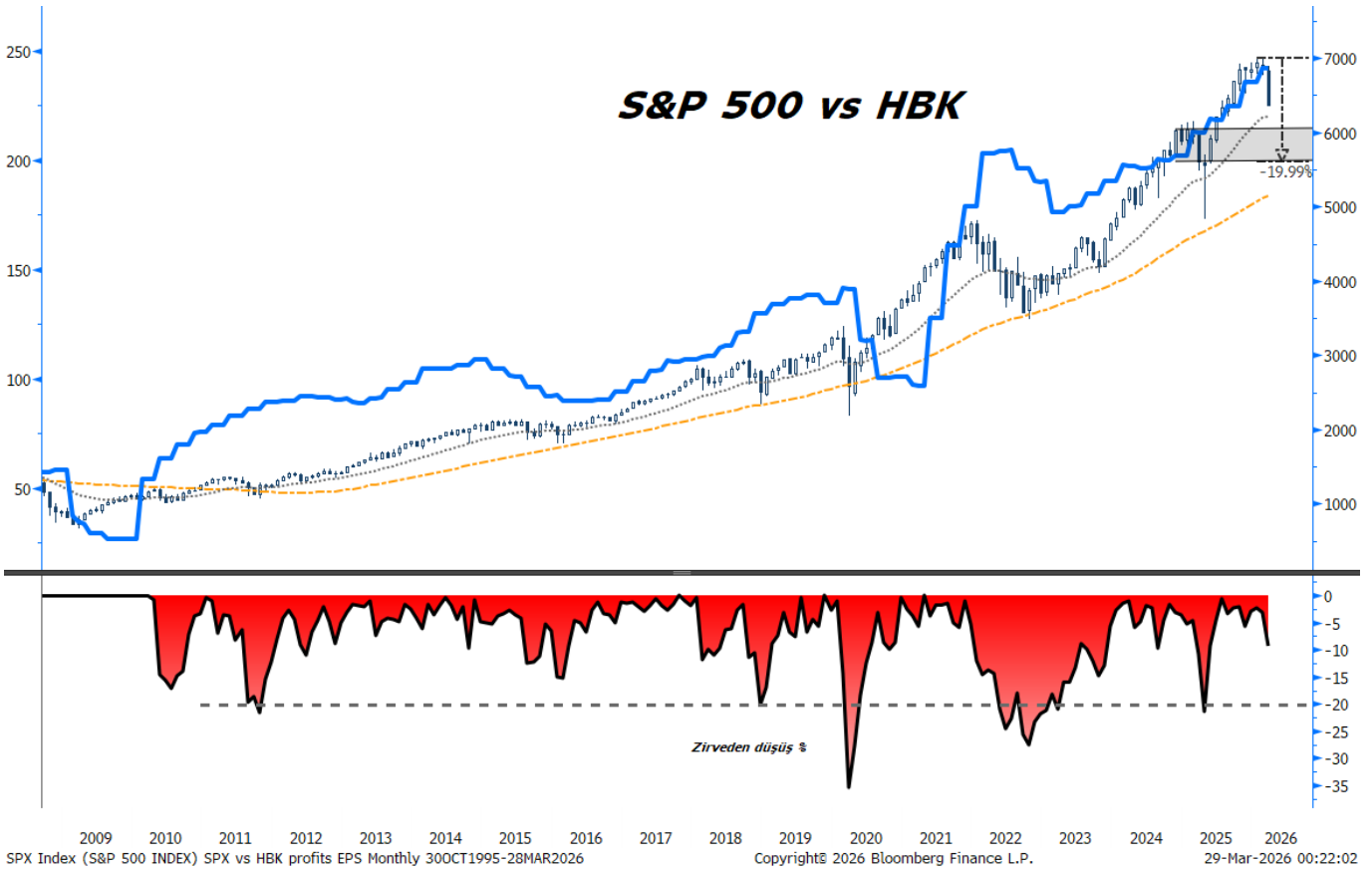
Burada endeks üzerindeki pozisyonlanmayı değil, endeks içerisindeki hisselerin birbirleri ile bağlantılı hareketlerini dikkate aldığımızda, giderek korelasyonların yıkıldığını ve farklı hisse gruplarının ayrışan performanslar sergilediklerini görüyoruz. **Oynaklık ve idiyosenkratik risklerin de artması ve belirsizliklerin yüksek kalması pasif yatırımcılar için zor bir yatırım ortamı yaratsa da, hisse seçimi yapabilen ve bu sıkıntılı ortamın ötesine bakabilen aktif yatırımcılar için bu ortam önemli fırsatlar da barındırıyor.**



S&P 500 bir ayı piyasası sınırına (önce 6,000 sonrasında 5,700) doğru geri çekilebilir...

Biz petrol ve gaz fiyatlarında bir miktar daha yukarı potansiyel görmemiz, savaş sonrasında da fiyatların yüksek bir bantta kalacağını düşünmemiz ve gıda başta olmak üzere bir çok hammadde fiyatındaki artışın global büyümeyi giderek daha fazla boğacağını ve ABD'de resesyon risklerini artıracığını düşünüyoruz. S&P 500'ün resesyonlarda **hisse başına kar rakamı** durgunluğun şiddetine göre farklı oranlarda düşse de, **derin olmayan resesyonlarda %10-20 bandında bir düşüş** beklenebilir. Kar çarpanlarında da likidite koşulları ve beklentilere göre bir daralma yaşandığını görüyoruz ki, faiz indirim beklentilerinin azalması ve daha sıkı bir FED finansal koşullarda sıkılaşmaya ve daha düşük kar çarpanlarına yol açabilir.

Bir resesyon görmesek dahi, büyüme şoku fiyatlamaları endeksi aşağıya çekecektir. Biz 2026 senesi için S&P 500'de sınırlı tek haneli bir kar büyümesi (~%8) öngörerek (bu tahminde savaşın gidişatına göre aşağı yönlü riskler var), endeksin ileri kar çarpanının son on sene ortalamasına çekildiğini (finansal koşulların sıkılaşması olasılığı burada da aşağı yönlü riskleri akla getiriyor) düşünürsek, **S&P 500'de 5,700 seviyelerine doğru** bir geri çekilme görebiliriz. Endeksin bu düşümlere tepki üretebileceği **ilk önemli destek ise 6,000-6,100 bandı** olacaktır.



Düşüş riskinin devamına yönelik portföylerde daha defansif bir duruşa geçmek için atılabilecek adımlara önceki raporda kısaca değinmiştik... Burada kısaca petrol üreticileri dışındaki enerji hisselerinde de (doğal gaz üreticileri, LNG lojistik tesislerine sahip şirketler, rafineriler, solar gibi alternatif enerji şirketleri, nükleer enerji odaklı elektrik üreticileri) pozisyon artırmak, altındaki düşüşleri alım fırsatı olarak kullanmak, spekülatif pozisyonlarda satışa giderek nakit yaratmak ve defansif alanlara ağırlık vermek, teknolojiye ucuzlamış ve değer hisseleri haline gelmiş olan yazılım hisselerine ve Harika Yedili içerisinde rekabet avantajını koruyabilen hisselerle odaklanmak, havayolları ve cruise operatörleri gibi şirketlerde ve turizm odaklı hisselerde kısa pozisyonlar almak, tarımsallarda pozisyon artırmak gibi portföy hareketlerinin mantıklı olacağını düşünmeye devam ediyoruz.



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 dayanılarak 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 dayanılarak 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, yayımlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.