

ABD Hisselerinde Risk/Getiri Dengesi Daralıyor

Güçlü kâr görünümüne rağmen yüksek reel faiz hisse tarafında hata payını azaltıyor

10 Yıllık Nominal Faiz

%5,24

10 Yıllık Reel Faiz

%2,90

10 Yıllık Başabaş Enflasyon

%2,34

S&P 500 YBB Getirisi

%12,24

Yatırım Görüşü

ABD hisse piyasasında temel görünümün bozulduğunu düşünmüyoruz. Şirket kâr tahminleri güçlü, üçüncü çeyrek tahminleri aşağı değil yukarı revize ediliyor ve yapay zeka yatırım döngüsü özellikle teknoloji tarafında büyümeyi desteklemeye devam ediyor. Buna karşılık **mevcut fiyatlardan alınan ilave hisse riskinin karşılığını kısa vadede yeterince cazip bulmuyoruz.**

Buradaki ayrımı önemli buluyoruz. Görüşümüz bir kâr resesyonu beklentisine değil, **aynı kârın artık daha yüksek bir iskonto oranıyla fiyatlanmasına** dayanıyor.

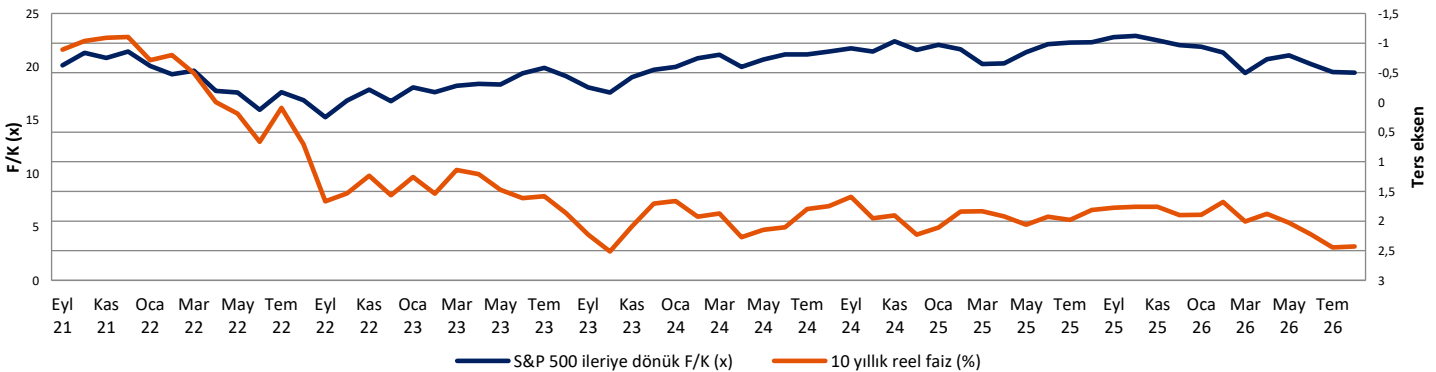
Eylül başında %4,79 olan ABD 10 yıllık tahvil faizi 28 Eylül'de %5,24'e yükseldi. Daha önemli olan, aynı dönemde 10 yıllık reel faizin %2,44'ten %2,90'a çıkması. Nominal faizdeki 45 baz puanlık yükselişin neredeyse tamamının reel faiz kanalından gelmesi, son hareketi yalnız enflasyon beklentilerindeki bozulmayla açıklamanın doğru olmadığını gösteriyor. 28 Eylül itibarıyla 5 ve 10 yıllık başabaş enflasyon oranları sırasıyla %2,33 ve %2,34 seviyesinde.

Hisse piyasası açısından asıl problemin burada olduğunu düşünüyoruz. Petrol fiyatlarının yüksek kalması enflasyon riskinin hızlı biçimde ortadan kalkmasını ve Fed tarafında rahatlamayı zorlaştırıyor. Ancak petrol gerilese bile reel faiz yüksek kaldığı sürece hisse çarpanlarının yeniden genişlemesi garanti değil. Bu nedenle petrol tarafındaki normalleşmeyi gerekli görüyoruz ancak tek başına yeterli görmüyoruz.

Mevcut ortamda geniş tabanlı yeni risk eklemek yerine, son dönemde güçlü performans gösteren pozisyonlarda **kâr realizasyonunun değerlendirilmesini**, yüksek çarpan ve yüksek faiz hassasiyetine sahip şirketlerde pozisyon büyüklüğünün azaltılmasını, güçlü bilanço ve serbest nakit akışına sahip ana pozisyonların ise korunmasını daha uygun buluyoruz.

Grafik 1: ABD 10 yıllık reel faiz ve S&P 500 ileriye dönük F/K

S&P 500 ileriye dönük F/K ve 10 yıllık reel faiz (Ters Eksen)



Kaynak: Bloomberg, Burgan Yatırım

1. Kârlarda sorun yok, fiyatlamada tolerans azalıyor

Temel tarafta ABD şirketleri halen oldukça güçlü bir döneme giriyor. FactSet verilerine göre S&P 500 için şirket bazlı (bottom-up) üçüncü çeyrek hisse başına kâr (HBK) tahmini haziran sonundaki 88,64 dolardan ağustos sonunda 89,69 dolara yükseldi. Çeyreğin ilk iki ayında %1,2'lik yukarı revizyon görülürken, son beş yılda aynı dönemde HBK tahminleri ortalama %1,7 aşağı çekiliyordu. S&P 500'ün 2026 yılı HBK tahmini de aynı iki aylık dönemde %6,1 artarak 361,38 dolara yükseldi.

Dolayısıyla bugün hisse azaltmayı düşündüren unsur şirket kârlarının bozulması değil. Tam tersine, **kâr beklentilerinin güçlü olması halihazırda piyasanın en önemli desteği.**

Bu nedenle önümüzdeki bilanço döneminde yatırımcı açısından çita da yükselmiş durumda. Şirketlerin yalnız beklentiyi karşılamasının özellikle yüksek çarpanlı hisselerde yeterli olmayabileceğini düşünüyoruz. Mevcut faiz ortamında yukarı yönlü yeniden fiyatlama için güçlü sonuçların yanında ileri dönem beklentilerinin ve serbest nakit akışı görünümünün de destekleyici olması gerekecek.

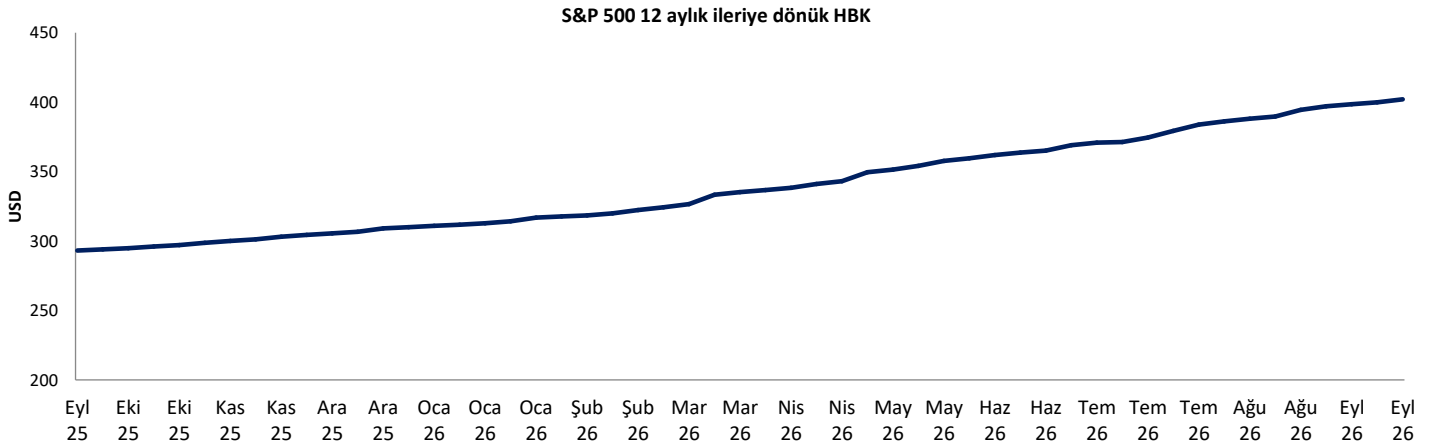
Bunun fiyatlama açısından yarattığı asimetri bizim için önemli:

İyi bilanço → mevcut yüksek beklentiyi teyit ediyor.

Zayıf bilanço → hem HBK hem çarpan üzerinden fiyatlanabiliyor.

Bu nedenle üçüncü çeyrek bilanço dönemine temel tarafta olumlu, **fiyat tepkisi tarafında ise daha seçici** giriyoruz.

Grafik 2: S&P 500 ileriye dönük HBK



Kaynak: Bloomberg, Burgan Yatırım

2. Asıl değişim reel faiz tarafında

Eylül ayında tahvil piyasasında yaşanan hareket, hisse senetleri açısından kritik bir rejim değişikliğine işaret ediyor. 1 Eylül'de ABD 10 yıllık tahvil faizi %4,79, 10 yıllık reel faiz %2,44 seviyesindeydi. 28 Eylül'de bu oranlar sırasıyla %5,24 ve %2,90'a yükseldi. Nominal faiz +45 baz puan yükselirken reel faiz +46 baz puan arttı.

Başka bir ifadeyle, eylül ayındaki faiz şokunun neredeyse tamamı uzun vadeli reel getiri tarafında gerçekleşti. Bu bizim hisse görüşümüzün en önemli noktalarından biri.

Hisse değerlemeleri açısından %5,24'lük nominal faiz önemli ancak **%2,90'lık reel faiz çok daha önemli.** Yüksek reel getiri hem gelecekteki şirket nakit akışlarının bugünkü değerini aşağı çekiyor hem de yatırımcının risksiz tarafta elde edebildiği reel getiriyi yükseltiyor.

Bu nedenle güçlü kâr büyümesi ile yüksek hisse getirisi arasındaki ilişki önümüzdeki dönemde daha zayıf olabilir. Şirket aynı kârı üretebilir, HBK tahminleri yukarı yönlü revize edilmeye devam edebilir. Ancak piyasa bu kâra daha düşük bir çarpan biçebilir.

Kısa vadede hisse tarafındaki ana riski burada görüyoruz. Risk kârlarda daralma değil, çarpanlarda daralma.

3. Petrol bizim için ilk sinyal, fakat artık tek değişken olarak görmüyoruz

Petrol fiyatlarını hisse stratejimizin önemli bir parçası olarak izlemeye devam ediyoruz. Petrolün etkisi yalnızca enerji şirketleriyle sınırlı değil.

Yüksek enerji fiyatları kısa vadeli enflasyon riskini canlı tutuyor, Fed'in faiz indirimine gitme alanını daraltıyor ve tahvil piyasasında normalleşmeyi geciktirebiliyor. Bu nedenle **petrol tarafında anlamlı bir geri çekilme görmeden uzun vadeli faizlerde kalıcı bir rahatlama beklemekte temkinliyiz.**

Ancak güncel veriler ikinci bir noktayı da gösteriyor. 28 Eylül'de 5 yıllık başabaş enflasyon %2,33, 10 yıllık başabaş enflasyon %2,34 seviyesinde. Enflasyon beklentileri yükselmiş olsa da uzun vadeli beklentilerde kontrolden çıkmış bir fiyatlamaya yok. Dolayısıyla "petrol düşerse tahvil faizleri kendiliğinden normalleşir" yaklaşımını da yeterli bulmuyoruz.

Bizim görmek istediğimiz zincir daha uzun:

Petrol ↓

→ Kısa vadeli enflasyon baskısı ↓

→ Fed sıkılaştırma primi ↓

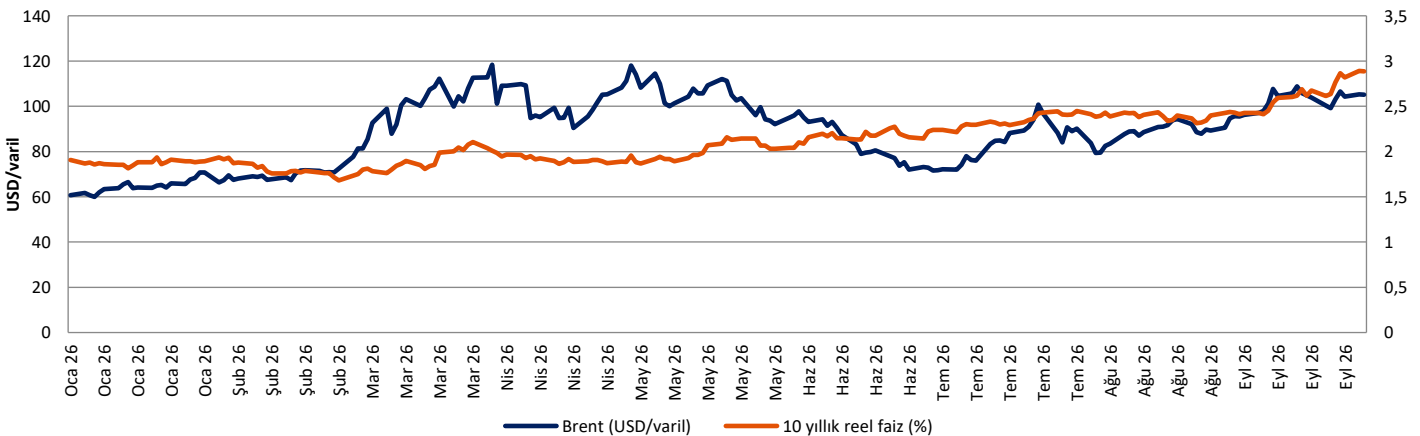
→ Reel faiz ↓

→ Hisse çarpanlarının üzerindeki baskı ↓

Bu zincirin ilk halkası petrol ancak hisse riskini yeniden artırmak için son halkaya kadar bir iyileşme görmek istiyoruz.

Grafik 3: Brent petrol, 10 yıllık reel faiz ve S&P 500 ileriye dönük F/K

Üst panel: Brent ve 10 yıllık reel faiz



Kaynak: Bloomberg, Burgan Yatırım

4. Endeks güçlü kalıyor ancak riskleri göz ardı etmiyoruz

28 Eylül kapanışı itibarıyla S&P 500 toplam getiri bazında yılbaşından bu yana %12,24 artıda ve eylül performansı ise yatay bir görünüm sergiliyor. Bu performans ilk bakışta tahvil faizlerindeki sert yükselişe karşı oldukça güçlü.

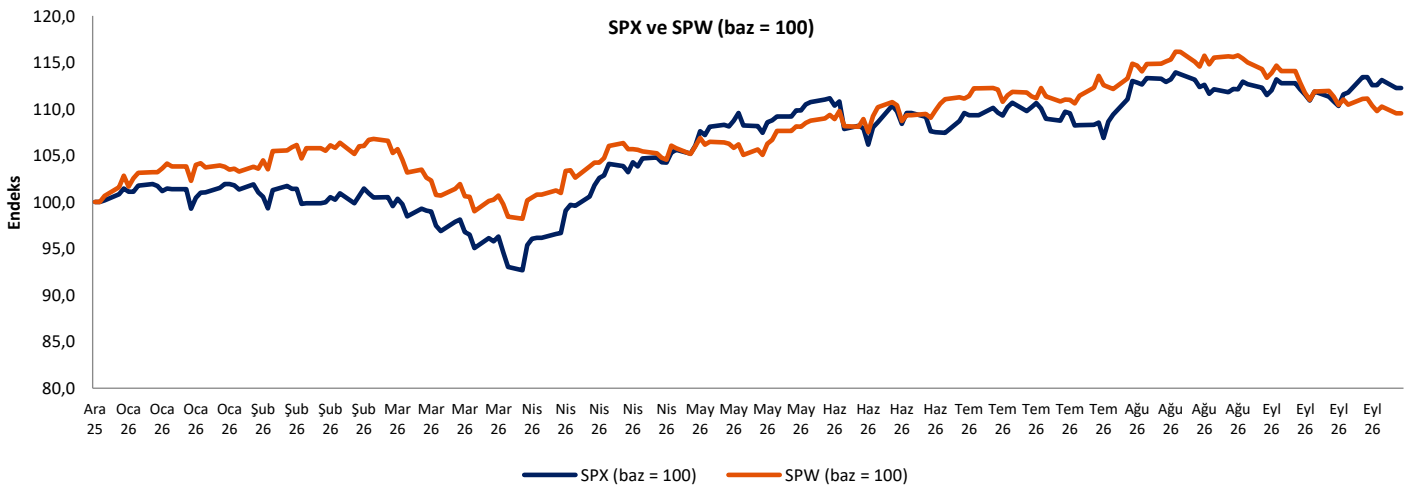
Biz bunu iki şekilde okuyoruz. İlk olarak şirket kârları tahvil şokunu absorbe edecek kadar güçlü. İkinci olarak piyasa henüz makro baskıyı tam anlamıyla endeks seviyesinde fiyatlamış değil. İkinci nokta nedeniyle mevcut seviyelerde risk artırmak konusunda acele etmiyoruz.

Hisseler arasındaki ayrışmanın arttığına dair bir diğer sinyal getiri dağılımından geliyor. S&P 500 30 Günlük Gerçekleşen Dispersiyon Endeksi 24 Eylül itibarıyla ay içinde %17,6 yükseldi. Bu gösterge tek başına bir yön sinyali vermiyor ancak şirket getirileri arasındaki farkın belirgin şekilde arttığını gösteriyor.

Bunun portföy açısından anlamı net. **Endeks yönü doğru olsa bile yanlış hissede bulunmanın maliyeti yükseliyor.**

Dolayısıyla mevcut ortam "S&P 500 alınır mı?" sorusundan çok "**hangi bilanço ve hangi değerlemeye sahip şirket taşınmalı?**" sorusunun öne çıktığı bir dönem olarak değerlendiriyoruz.

Grafik 4: Piyasa genişliği: S&P 500 ve eşit ağırlıklı S&P 500 endeksi



Kaynak: Bloomberg, S&P Dow Jones Indices, Burgen Yatırım

5. Teknolojide görüşümüz negatif değil, seçicilik artıyor

Teknoloji ve yapay zeka tarafında ana yatırım temasının bozulduğunu düşünmüyoruz. FactSet'e göre ikinci çeyrekte S&P 500 şirketlerinin bilanço telekonferanslarının %67'sinde yapay zekâdan söz edildi. Yapay zekâya değinen şirketlerin 2026 başından 17 Eylül'e kadar ortalama hisse getirisi %15,7 olurken diğer şirketlerde bu oran %8,1'de kaldı. Dolayısıyla piyasa yapay zekâ kaynaklı büyümeyi halen ödüllendiriyor.

Ancak %2,90 reel faiz ortamında teknoloji içerisinde **büyümenin kalitesi** daha önemli hale geliyor

Korunabilecek grup	Kâr realizasyonuna daha açık grup
Güçlü serbest nakit akışı	Fiyatlaması birkaç yıl sonraki kârlılığa dayanan şirketler
Düşük net borç	Yüksek F/K ve düşük mevcut nakit üretimi
Yüksek marj	Yüksek finansman ihtiyacı

Korunabilecek grup	Kâr realizasyonuna daha açık grup
Yapay zekâ yatırımlarından bugün gelir elde eden şirketler	Güçlü hisse performansına karşın sınırlı HBK revizyonu
Yukarı yönlü HBK revizyonu	

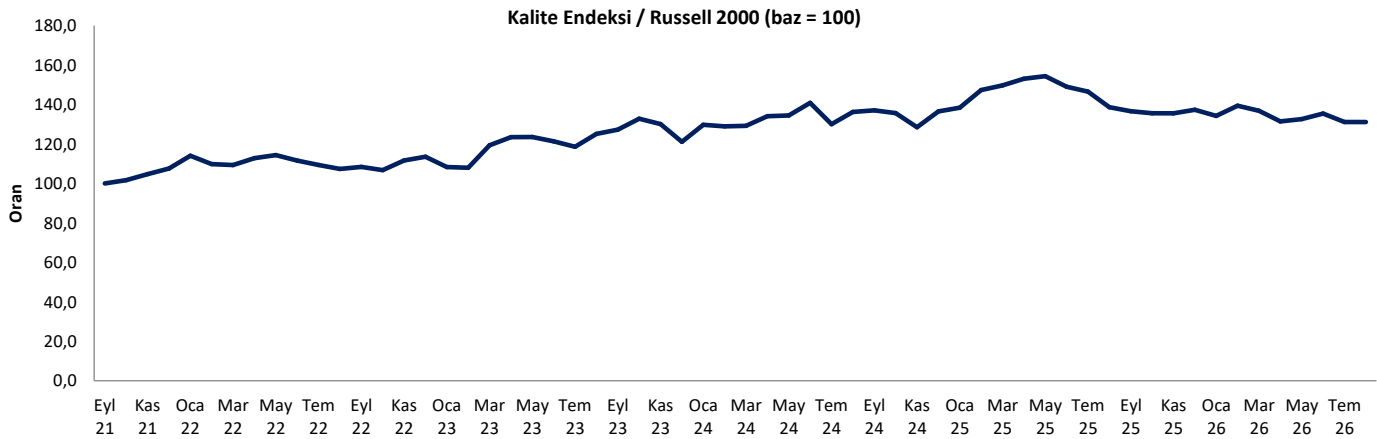
Burada teknoloji temasından çıkmayı değil, **aynı tema içinde taşınan piyasa riskini (beta) azaltmayı** daha doğru buluyoruz. Başka bir ifadeyle iyi şirketleri satmak değil, **iyi şirkete ödenen fiyatı yeniden sorgulamak** gerekiyor.

6. Küçük ölçekli şirketlerde henüz acele etmiyoruz

Yüksek reel faizin bilanço üzerindeki etkisi büyük ve küçük şirketler arasında aynı değil. Büyük ölçekli şirketler güçlü serbest nakit akışları, uzun vadeli borç yapıları ve daha yüksek finansman erişimi sayesinde sermaye maliyetindeki yükselişi daha rahat absorbe edebiliyor. Küçük ölçekli şirketlerde ise yeniden finansman riski daha doğrudan hissediliyor.

Bu nedenle reel faiz mevcut seviyelerde kalırken küçük ölçekli şirketlerden kalıcı bir göreceli performans beklemiyoruz. Büyümede sert bir hızlanma veya reel faizlerde anlamlı bir geri çekilme görülmeden **kaliteli büyük ölçekli şirketleri küçük ölçekli şirketlere tercih etmeye** devam ediyoruz.

Grafik 5: S&P 500 Kalite Endeksi / Russell 2000 ve 10 yıllık reel faiz



Kaynak: Bloomberg, Burğan Yatırım

7. Enerji tarafında aynı makro değişken ters yönde çalışıyor

Petrol fiyatlarının yüksek kalmasını S&P 500 değerlemeleri açısından negatif görüyoruz ancak enerji şirketleri açısından aynı görüşü taşımıyoruz. Piyasa verilerine göre haziran-ağustos döneminde üçüncü çeyrek HBK tahminleri en güçlü yukarı revize edilen sektör enerji oldu. Sektörün şirket bazlı HBK tahmini %11,8 yükseldi.

Dolayısıyla:

Yüksek petrol, endeks çarpanı üzerinde baskı yaratıyor.

Yüksek petrol, enerji şirketlerinin kârlarını ve nakit akışını destekliyor.

Bu nedenle portföy betasını azaltırken enerji pozisyonlarını otomatik olarak azaltmayı doğru bulmuyoruz. **Enerji, mevcut makro riske karşı portföy içinde doğal koruma sağlayabilen az sayıdaki alandan biri.**

8. Bilanço dönemi görüşümüz için en önemli yukarı yönlü risk

Temkinli görüşümüzün karşısındaki en güçlü argüman şirket kârları. Üçüncü çeyrek HBK tahminlerinin tarihsel eğilimin aksine yukarı revize edilmesi, yaklaşan bilanço döneminde endekse şirket kârları tarafından yeniden destek gelebileceğini gösteriyor. Bu nedenle ABD hisselerinde belirgin bir düşük ağırlık pozisyonuna geçmiyoruz.

Sorun şu ki **beklenti çıtası zaten yüksek**. Dolayısıyla önümüzdeki bilanço döneminde yalnızca beklentinin üzerinde kâr açıklayan şirket oranına değil, üç unsura birlikte bakacağız:

Kâr sürprizi, ileriye dönük şirket beklentileri ve serbest nakit akışı

Bu üçlü birlikte güçlü gelirse yüksek reel faize rağmen kaliteli büyüme hisselerinde yükseliş devam edebilir. Aksi durumda piyasanın "güçlü sonuç ancak zayıf ileriye dönük beklenti" tablosuna önceki bilanço dönemlerine göre daha sert tepki verebileceğini düşünüyoruz.

9. Ara seçimler ana görüş değil, ek oynaklık değişkeni

ABD'de ara seçimler 3 Kasım 2026'da yapılacak. Seçim sonucuna bağlı bir piyasa yönü varsayımı kullanmıyoruz. Ancak seçime yaklaştıkça teknoloji regülasyonu, sağlık, enerji, savunma ve vergi politikalarına ilişkin haber akışının şirket bazlı oynaklığı artırabileceğini düşünüyoruz.

Bu nedenle seçimleri temkinli görüşümüzün gerekçesi değil, **halihazırda daralmış olan kısa vadeli risk/getiri dengesine eklenen bir belirsizlik başlığı** olarak değerlendiriyoruz.

Portföy Stratejimiz

Mevcut ortamda portföy yaklaşımımızı dört başlıkta topluyoruz.

Strateji	Yaklaşımımız
1. Güçlü performans sonrası kâr realizasyonu	Özellikle fiyat performansı kâr tahmini revizyonlarının önüne geçen hisselerde oluşan kârın bir bölümünün realize edilmesini uygun buluyoruz.
2. Kaliteli büyüme pozisyonlarını tamamen kapatmıyoruz	Güçlü bilanço, yüksek serbest nakit akışı ve sürdürülebilir kâr büyümesi sunan şirketlerde ana pozisyonları koruyoruz.
3. Yüksek çarpanlı ve faize duyarlı pozisyonları azaltıyoruz	Kârlılığı daha ileri döneme yayılan, sermaye ihtiyacı yüksek ve güçlü fiyat performansı sonrası değerlendirme tamponu azalan şirketlerde daha düşük pozisyon büyüklüğü tercih ediyoruz.
4. Enerji ve güçlü nakit akışı üreten şirketleri dengeleyici olarak tutuyoruz	Petrolün yüksek kaldığı senaryoda enerji sektörünün kâr revizyonları güçlü kalabilir. Bu nedenle portföyün tamamını aynı makro faktöre karşı konumlandırmıyoruz.

Görüşümüzü Ne Değiştirir?

Bugün ABD hisse piyasasında portföy betasını artırmak için acele etmiyoruz. Yeniden daha yapıcı hale gelmek için üç koşul arıyoruz.

1. Petrol tarafında kalıcı normalleşme

Günlük birkaç dolarlık hareket değil, enerji kaynaklı enflasyon riskini azaltabilecek bir fiyatlama görmek istiyoruz.

2. Reel faizde geri çekilme

28 Eylül itibarıyla %2,90 olan 10 yıllık reel faizin mevcut yüksek bölgeden ayrılması bizim için nominal faizdeki hareketten daha önemli. Özellikle **%2,60-%2,70 bölgesine doğru kalıcı bir normalleşme**, çarpan baskısının hafiflemeye başladığına dair daha güçlü bir sinyal olacaktır.

3. Bilanço döneminde tahminlerin yeniden yukarı revize edilmesi

Mevcut yüksek beklentiye rağmen 2026 sonu ve 2027 kâr tahminlerinin yukarı revize edilmesi, bugünkü çarpanların kâr büyümesiyle absorbe edilebildiğini gösterebilir. Buna nominal tarafta 10 yıllık faizin yeniden **%5'in altına yerleşmesi** eşlik ederse, hisse risk/getiri dengesini yeniden değerlendirmek isteriz.

Özet

ABD hisse piyasasında temel hikâyenin sona erdiğini düşünmüyoruz. **Sorun şirketler değil, fiyatlama.**

S&P 500 kâr beklentileri güçlü ve analist revizyonları tarihsel eğilimin aksine yukarı gidiyor. Buna karşılık eylül ayında 10 yıllık nominal faizde görülen yükselişin neredeyse tamamının reel faiz kanalından gelmesi hisse çarpanları açısından daha zor bir ortam yaratıyor. Bu nedenle şirket kârlarının güçlü kalması ile endeksin güçlü kalmasını aynı şey olarak değerlendirmiyoruz.

Önümüzdeki dönemde kâr büyümesi devam edebilir ancak yatırımcıların aynı kâra daha düşük çarpan ödemesi durumunda endeks getirileri sınırlı kalabilir. Petrol fiyatlarında normalleşme ilk olumlu sinyal olacaktır. Ancak reel faiz tarafında da geri çekilme görmeden bunu hisse senetlerinde yeni bir genişleme döneminin başlangıcı olarak değerlendirmiyoruz.

Mevcut seviyelerde geniş tabanlı yeni risk eklemek yerine güçlü performans gösteren pozisyonlarda kâr realizasyonunu değerlendiriyor, kaliteli ana pozisyonları koruyor ve portföy betasını aşağı çekiyoruz.

Bize göre bugün doğru soru "ABD hisseleri iyi mi kötü mü?" değil. **Güçlü kâr büyümesine rağmen bu fiyatlardan aldığımız ek riskin karşılığı yeterli mi?** Mevcut faiz yapısında cevabımız henüz hayır.

Yusuf K sin
Yönetici
Arařtırma

Burgan Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Maslak Mah. Eski Büyükdere Cad. No:13 Kat:8 34485
Sarıyer/İstanbul, Türkiye
yusuf.kusin@burganyatirim.com.tr
www.burganyatirim.com.tr

Uyarı Notu

Bu raporda yer alan bilgiler Burgan Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Burgan Yatırım") tarafından genel bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Burada yer alan bilgi, yorum ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde, kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir, herhangi bir yatırım aracının alım ya da satımı için öneri niteliğinde yorumlanmamalıdır. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak mali durumunuz, risk ve getiri beklentileriniz ile uyumlu olmayan yatırım kararları vermeniz beklentilerinize uygun olmayan sonuçlar doğurabilir. Burada yapılan analizlere dayanarak yapılan yatırımlar zararlı da sonuçlanabilir. Bu rapora dayanarak yapılan herhangi bir yatırımın sonucu Müřteri'ye aittir. Bu sonuçlardan dolayı Burgan Yatırım ve çalışanları hiçbir sorumluluk üstlenmemektedir. Bu raporda yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olmakla birlikte kesinlikleri ve doğrulukları garanti edilmemektedir. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmamasından, kullanılan kaynaklardaki hata ve eksik bilgilerden dolayı doğabilecek zararlar konusunda Burgan Yatırım ve çalışanları herhangi bir sorumluluk kabul etmez. Raporda yer alan bilgiler Burgan Yatırım'ın yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayımlanamaz veya        kişiler ile paylaşılamaz.