

Phillip Portföy Yönetimi A.Ş. Bilanço Notları

13 Ağustos 2025



ABD Tahvillerinde Çekimsiz Talep Ortamı

Fed 29 – 30 Temmuz FOMC toplantısında politika faizini beklentilere paralel olarak **4,25 – 4,50 oranında sabit tuttu**. Buna karşın Michelle Bowman ve Christopher Waller 25 baz puan indirim yönünde oy kullandı, böylece yıllar sonra ilk kez bir Fed kararında 2 guvernör farklı oy kullanmış oldu. Basın toplantısında Jerome Powell, gümrük tarifelerinin etkilerinin kimi ürünlerin fiyatlarında açık bir biçimde görülmeye başladığını, enflasyon üzerindeki etkilerin sınırlı kalacağı görüşü makul bir temel görüş olsa da, politika değişikliklerinin enflasyon üzerinde etkilerinin daha kalıcı hale gelebileceğini, bu nedenle para politikasını kısıtlayıcı bir yerde tutmayı sürdürmeyi tercih ettiklerini belirtti. Eylül toplantısından önce iki tam tur veri seti elde edeceklerini vurgulayan Powell, kararı buna göre vereceklerini vurguladı. **İşsizlik oranlarının** son aylardaki **yatay seyri** ve **istihdam rakamlarının son 3 ayda 145 bin artış ortalamasına** sahip olması nedeniyle **istihdam piyasasının «dengede»** olduğu, ancak aşağı yönlü risklerin arttığını belirtti.

Dolayısıyla, **son toplantılarda işgücü piyasasının dengedeki konumunu vurgulayarak enflasyon riskleri üzerinde yoğunlaşan Fed'in, yeniden istihdam tarafındaki riskleri değerlendirmeye başladığını gördük**. Genel manada piyasa beklentilerine kıyasla daha şahin geçen basın toplantısında, faiz indirimleri açısından en destekleyici kısmın istihdam piyasasında artan riskler ifadesi olduğu söylenebilir.

Toplantının ardından 1 Ağustos'ta yayınlanan **tarım dışı istihdam** verisi 106 bin artış yönündeki beklentinin altında 73 bin artış olarak açıklanırken, bir önceki ay yayınlanan ve 145 bin artışa işaret eden verinin ise 45 bin artış yönünde güncellenmesi **istihdam piyasasının** düşünülenden daha **hızlı soğuduğuna** işaret ederek faiz indirimi beklentilerini kuvvetlendirdi. Powell'ın faizleri sabit tutma nedeni olarak gösterdiği son üç aylık ortalama artış rakamının esasında çok daha düşük bir seviyede olmasının, **Fed'in faiz indirimlerinde geç kaldığı algısını kuvvetlendirdiği** söylenebilir.

Zayıf istihdam verilerinin ardından ABD tahvillerindeki hızlı fiyatlamaya ile 10 yıllık tahvil faizleri %4,20'ye kadar geri çekilmişti. Ticaret politikasının oluşturduğu belirsizlikler ve ABD'nin borç yüküne yönelik endişelerin sürdüğü ve talep ortamı üzerinde etkili olduğu görülüyor.

Hazinenin yeniden ihraçları ile beraber Ağustos'un ilk haftasında yoğun bir ihraç programı vardı. 3 yıl, 10 yıl ve 30 yıllık tahvil ihalelerinin toplam ihraç büyüklüğü 125 milyar\$ seviyesindeydi. Üç ihalenin de zayıf geçtiğini ve uzun kuyruklar bıraktığını takip ettik. Bu da, her ne kadar Fed'in indirim sürecine dair beklentiler kuvvetlense de belirsizlik ortamı ve bütçe endişelerinin uzun vadeli tahviller üzerinde etkisini sürdürdüğüne işaret etmekte.

12 Ağustos'ta açıklanan **ABD TÜFE** verisi ise, manşet enflasyon tarafında olumlu bir seyir sunarken, zayıf seyreden enerji fiyatlarına karşın çekirdek enflasyonun %3,1 ile beklentilerin üzerinde kaldığını takip ettik. Fiyat güncellemelerinin etkisiyle **sağlık hizmetleri ve uçak biletleri** tarafında fiyat artışlarının yeniden hızlandığı; **mobilya ve ev eşyaları ile elektronik ekipman** gibi alanlardaki artış hızları değerlendirildiğinde **mal enflasyonunun** da her ne kadar beklentiler kadar olmasa da **hızlandığı** görülmekte.

Bu veri seti geçtiğimiz Haziran verisine kıyasla **daha sıcak bir enflasyon ortamına** işaret etse de, son istihdam verisinin ardından odak noktasının yeniden büyüme ve istihdama kayması nedeniyle **faiz indirimi beklentilerinin veri sonrası yükseldiğini** takip ettik. Beklenti üzeri enflasyon rakamlarının mal enflasyonundaki hızlanmadan çok hizmetler tarafından gelmesinin yanında, Fed'in son aylarda enflasyon tarafında yaptığı olumsuz yönlendirmeler ve yaz aylarında enflasyonda artış beklentisi değerlendirildiğinde, yavaş yavaş yaz aylarının sonuna geliyor olmamızın da etkisiyle **bu ivmelenmenin piyasayı istihdam verilerindeki zayıflama kadar rahatsız etmeyeceğini değerlendiriyoruz**.

Göçmen politikasındaki majör değişiklikler dolayısıyla bir süre dengedeki konumunu sürdüren ancak zayıflamaya başlayan **istihdam verilerindeki zayıflamanın sürmesini** ve 2025 için 50 baz puan seviyesinde bulunan Fed faiz indirimi beklentilerinin önümüzdeki dönemde kuvvetlenmesini bekliyoruz. Enflasyon tarafında, kira artışlarındaki zayıflamanın yıl başından beri devam ediyor olması PCE enflasyonda hizmet enflasyonuna olumlu katkı vermeyi sürdürecektir. Eylül FOMC toplantısı yaklaştıkça 10 yıllık tahvil faizlerinde %4,20 altının test edileceğini düşünüyoruz.

ABD Piyasaları Haziran Bilanço Dönemi Sonuçları

ABD piyasalarında Haziran bilanço dönemi değerlendirildiğinde, 13 Ağustos itibarıyla S&P500 endeksinde 453 hissenin finansallarını açıkladığı, endeks ağırlıkları değerlendirildiğinde endeksin %83,7'sinin bilançosunu yayınladığı görülmekte.

Sonuçlar geçen yılın aynı dönemi ile karşılaştırıldığında, finansallarını yayınlayan 453 hisseden 320'sinin net karında artış, 120'sinin azalış açıkladığı; sonuçlar medyan beklentilerle karşılaştırıldığında %81,6'sının beklentileri aştığı, %4,2'sinin beklentilere paralel ve %14,2'sinin beklentilerin altında açıklandığı görülmekte. %81,6'lık pozitif sürpriz oranının son 12 çeyreğin ortalaması olan %77'nin oldukça üzerinde olduğu ve 3Ç21'den bu yana en yüksek oran olduğu görülmekte. Bu durum olumlu geçen bir bilanço döneminin yanında, Trump yönetiminin Mart – Nisan aylarında ticaret politikasında yaptığı değişiklikler ve jeopolitik gelişmeler nedeniyle artan belirsizlik ortamı ve faiz indirimi beklentilerinin zayıflaması ile çekimser hale gelen analist beklentilerine ve şirket rehberliklerine bağlanabilir.

S&P500 endeksinin kompozisyonu değerlendirildiğinde, piyasa değeri en yüksek 5 hissenin endeks içerisindeki ağırlığının %27 civarında olduğu, "Muhteşem 7'li" olarak adlandırılan grubun endeks ağırlığının ise %33 civarında olduğu görülmekte.

Haziran ayı bilanço döneminde Muhteşem 7'linin beklentileri ve sonuçlar değerlendirildiğinde, bilanço dönemi farklı olan NVDA'yı dışarıda tutarsak, 6 büyük hissenin beklentilerin üzerinde sonuçlar açıkladığı görülmekte. Yine de uzun zamandır araç teslimatlarında düşüş ve marjlarda daralma yaşandığını takip ettiğimiz Tesla'ya ve Çin pazarında geriye düşmesinin yanında, üretiminin çoğunu Çin'de gerçekleştirdiğinden gümrük tarifelerinden en çok etkilenmesi beklenen hisselerden olan Apple'a yönelik beklentilerin bilanço dönemi öncesinde hali hazırda çekimser hale geldiğini vurgulamak gerekir.

2024'ten beri ABD endekslerinin itici gücü haline gelen yapay zeka teması ve buna bağlı olarak **Meta, Amazon, Alphabet ve Microsoft**'un yapay zeka ile ilişkili teknolojiler ve bulut altyapısına yönelik olarak toplamda 300 milyar\$'dan fazla harcama yönündeki rehberlikleri değerlendirildiğinde, söz konusu şirketlerin **bulut işkolu performanslarının** Haziran bilanço döneminin odak noktasında olduğu söylenebilir. **Azure**'un beklentilerin üzerinde %39 büyümesi ile **Microsoft**'un "akıllı bulut" işkolu %26 büyürken, **Alphabet**'in "**Google Bulut**" işkolu %32 hasılat artışı ve %140 faaliyet karı büyümesi kaydetti. Buna karşın bulut alanında kapasite sorunları yaşayan ve bulut altyapısı yatırımlarında Nvidia çiplerini en az tercih eden bulut hizmeti sağlayıcısı konumunda bulunan **Amazon.com**'un **Amazon Web Hizmetleri (AWS)** işkolunun %17,5 hasılat büyümesi ve %9,6 faaliyet karı artışı ile hem geçmiş dönemlerin ortalamasının hem de rakiplerinin gerisinde kaldığı görülmekte.

Değerlemeler açısından bakıldığında, **SPX** Şubat ayında 26,5x civarında bir F/K ile fiyatlanırken, an itibarıyla endeksin 27,2x çarpanı ile işlem gördüğü görülmekte. Şubat ayında 20,40x F/K ile fiyatlanan **eşit ağırlıklı S&P500 (SPW)** endeksiyse, an itibarıyla 20,5x FK ile fiyatlanıyor. 2024 yılı sonunda büyüme beklentilerinin bugüne göre daha kuvvetli olduğu dönemde **SPW** getirisinin **SPX**'ten olumlu ayrıştığını takip etmiştik. Her ne kadar piyasadaki resesyon endişeleri Nisan ayının ardından büyük ölçüde yatışmış olsa da, büyümeye dair endişelerin sürmesi ile endeksin geneline yayılan yükselişlerden çok selektif hareketler gözlemledik. SPX yılbaşından beri %9,6 değer kazanırken, SPW'nin getirisi %5,5 ile sınırlı kaldı. Faiz indirimi beklentilerinin yeniden kuvvetlenmesi ile SPW ve Russel 2000 endeksi elemanlarının yeniden ön plana çıkabileceğini ve «Muhteşem 7'li»den olumlu ayrışabileceğini düşünüyoruz.

	Açıklanan	Beklenti	Sürpriz		Açıklanan	Beklenti	Sürpriz
GOOGL HBK (USD)	2,31	2,18	6%	AMZN HBK (USD)	1,68	1,33	26%
GOOGL Hasılat (Milyar USD)	96,43	94	3%	AMZN Hasılat (Milyar USD)	167,7	162,2	3%
META HBK (USD)	7,14	5,88	21%	AAPL HBK (USD)	1,57	1,43	10%
META Hasılat (Milyar USD)	47,5	44,82	6%	AAPL Hasılat (Milyar USD)	94	89,4	5%
MSFT HBK (USD)	3,65	3,38	8%	TSLA HBK (USD)	0,4	0,4	0%
MSFT Hasılat (Milyar USD)	76,44	73,9	3%	TSLA Hasılat (Milyar USD)	22,5	22,3	1%

Çekince: Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunan kişilerin görüşlerine dayanmaktadır ve herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, bilgiler Phillip Portföy Yönetimi A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilmiş olup, bu kaynaklardaki bilgilerin hata ve eksiliğinden ve ticari amaçlı işlemlerde kullanılmasından doğabilecek zararlardan Phillip Portföy Yönetimi A.Ş. hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmemektedir. Bu yayında yer alan görüş ve düşüncelerin Phillip Portföy Yönetimi A.Ş. yönetimi için hiçbir bağlayıcılığı yoktur. Phillip Portföy Yönetimi A.Ş. yayında adı geçen şirketlerin menkul kıymetlerini portföyünde bulundurabilir ve/veya bu şirketlere danışmanlık hizmeti verebilir.

S&P500 Sektörel Performans



Sektörel performanslar açısından, büyük teknoloji hisselerinin genel endekse göre olumlu ayrışmasının da etkisiyle fiyatlamalar; **bilişim teknolojileri, telekomünikasyon & medya, enerji** gibi sektörler açısından **olumlu** ilerlerken, faizlerin yüksek kalması, gümrük tarifeleri ve yeni bütçe dahilinde sağlık sektöründe yapılacak değişikliklere dair endişelerle, **gayrimenkul, sağlık hizmetleri ve sağlık sigortası** gibi alanların olumsuz ayrıştığını takip ettik.

Çip sektörü bilançoları; özellikle de NVDA ve AMD gibi veri merkezi ürünlerinden hasılat katkısı alan şirketlerde, Çin'e yönelik ihracat kısıtlamalarına rağmen beklentilerin üzerindeydi. **Çip ekipmanı üreticilerinde** ise, 4Ç24'ten bu yana ihracat kısıtlamalarına yönelik endişeler nedeniyle öne çekilen siparişlerin, Çin pazarı satışları yüksek seyreden şirketler açısından, yüksek baz etkisinin de etkisiyle daha yavaş büyüme projeksiyonu oluşturduğunu takip ettik. Büyük veri merkezi ve bulut hizmeti sağlayıcılarının yatırımlarını sürdürmesi, **TSMC'nin** son bilançosunun ve rehberliğinin gücü değerlendirildiğinde **çip sektörünün geneli açısından olumlu** bir dönem geçirildiği söylenebilir.

Havayolu sektörü bilançoları ve rehberlikleri değerlendirildiğinde, yurtiçinde talepteki zayıflamanın sürdüğü, uluslararası uçuşların ise gücünü koruduğu, yurt içi kapasitesini daha iyi yöneten şirketlerin (UAL) ön plana çıktığını takip ettik. **Kruvazör** sektörü ise, her ne kadar marj genişlemesi yavaşlamış olsa bile güçlü talep rehberliklerini sürdürdü.

ABD restoran ve gıda sektörlerinde ise, son yıllarda enflasyon etkisi ile yükselen fiyatların ve aşırı yükselen kakao fiyatları gibi etmenlerin marjlar üzerinde oluşturduğu baskının etkisiyle, her ne kadar %10 civarında değer kaybeden ABD doları global satış ağına sahip şirketlere marj desteği olarak dönmüş olsa da, çekirdek satışlar ve satılan ürün adetlerini arttırmakta zorlanıldığı görülmekte.

Madencilik hisseleri ise değerlemeler açısından iskontolu fiyatlanmayı sürdürüyor. Özellikle değerli maden madenciliği ile uğraşan şirketlerin **ortalama satış fiyatları ile her şey dahil üretim maliyetleri** arasındaki **marjın** 2020'ye göre önemli ölçüde **genişlediği** ve nakit akışına kayda değer bir katkı sunduğu görülmekte. Özellikle enflasyonun yavaşlaması ve emtia fiyatlarındaki artışın sürmesi ile marjlardaki genişlemenin devam etmesi dikkat çekiyor.