

# **Rota Portföy Fon Bülteni**

## **2026 Mart**



**ROTA PORTFÖY**

# MAKRO EKONOMİ

## Savaşın Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye Üzerine Etkileri

Son dönemde ABD ile İran arasında tırmanan çatışma ortamının devam etmesi, küresel piyasalarda risk algısını belirgin biçimde artırmış durumda. Özellikle Hürmüz Boğazı'nın ticarete kapalı kalması ve bu bölgedeki enerji akışına ilişkin belirsizlikler, petrol fiyatlarında yukarı yönlü baskı yaratırken küresel finansal piyasalarda dalgalanmaların artmasına neden oluyor. Dünyada deniz yoluyla taşınan petrol ticaretinin yaklaşık üçte birinin geçtiği Hürmüz Boğazı'nda yaşanan gelişmeler, enerji piyasaları açısından kritik bir risk unsuru olarak öne çıkıyor. Bu nedenle söz konusu gerilim yalnızca bölgesel bir güvenlik meselesi olmaktan çıkıp küresel ekonomik görünümü de etkileyen bir faktöre dönüşmüş durumda.

Artan jeopolitik riskler özellikle gelişmekte olan ülkeler açısından risk iştahının zayıflamasına yol açıyor. Küresel portföy akımlarında görülen bu temkinli görünüm, Türkiye gibi dış finansmana duyarlı ekonomiler üzerinde de etkisini hissettiriyor. Türkiye açısından değerlendirildiğinde, savaşın beklenenden daha uzun sürmesi ya da enerji fiyatlarında kalıcı bir yükseliş yaşanması halinde enflasyon ve cari denge üzerinde belirli kırılganlıkların oluşması söz konusu olabilir. Ancak mevcut durumda çatışmanın kapsamı ve süresi konusundaki belirsizliklerin devam etmesi, ekonomik etkilerin net biçimde fiyatlanmasını zorlaştırıyor.

Swap işlemleri hariç tutulduğunda net uluslararası rezervlerin son haftalarda gerileyerek yaklaşık 66 milyar dolar seviyesine indiği görülüyor. Önümüzdeki dönemde rezervlerde sınırlı bir gerileme daha yaşanması olası olsa da mevcut rezerv seviyesinin dışsal şokların bir kısmını absorbe edebilecek bir tampon oluşturduğu söylenebilir. Bunun yanında para politikasında hızlı reaksiyon alınması ve TL faizlerinin yükseltilmesi, Türk lirasının cazibesinin korunmasına katkı sağlayan unsurlar arasında yer alıyor.

Cari işlemler dengesi açısından ise tablo biraz daha karmaşık bir görünüm sunuyor. Türkiye'nin enerji ithalatına yüksek derecede bağımlı bir ekonomi olması nedeniyle petrol fiyatlarında yaşanacak kalıcı artışlar cari açık üzerinde doğrudan etkili oluyor. Brent petrol fiyatlarının 60 dolar civarında seyrettiği

bir senaryo ile 80-90 dolar bandına yükseldiği bir senaryo arasında Türkiye'nin enerji faturası açısından oldukça belirgin bir fark oluşuyor. Merkez Bankası'nın çeşitli modelleri de petrol fiyatlarında her 10 dolarlık artışın cari denge üzerinde hissedilir bir bozulmaya yol açabileceğine işaret ediyor. Geçtiğimiz sene yapılan bir çalışma sonucunda 12 aylık süreçte her 10 dolar ham petrol fiyatı artışının etkisinin 2,6 milyar dolar olabileceği işaret edilmişti.

Bunun yanında son dönemde küresel piyasalarda doğalgaz fiyatlarında da belirli bir yükseliş eğilimi görülüyor. Enerji ithalatı içinde doğalgazın önemli bir paya sahip olması, bu kalemdeki fiyat artışlarının da enerji faturasını büyütebilecek bir risk oluşturduğunu gösteriyor.

# MAKRO EKONOMİ

Cari dengeyi etkileyebilecek bir diğer unsur ise turizm gelirleri olabilir. Türkiye'ye gelen turistler arasında İran önemli bir kaynak pazar konumunda bulunuyor. Yıllık yaklaşık 3 milyon civarında İranlı turist Türkiye'yi ziyaret ettiği düşünüldüğünde, bölgedeki jeopolitik gerilimin bu akış üzerinde yaratabileceği olası azalma turizm gelirleri üzerinde belirli bir aşağı yönlü risk oluşturabilir. Bu da cari işlemler açığının beklenenden daha yüksek seviyelere çıkmasına ve dolayısıyla ekonominin döviz ihtiyacının artmasına neden olabilir.

Bununla birlikte mevcut koşullar altında cari dengede oluşabilecek bozulmanın kısa vadede alarm verici seviyelere ulaşması beklenmiyor. Enerji fiyatlarındaki gelişmeler, savaşın süresi ve küresel risk iştahının seyri önümüzdeki dönemde belirleyici olacak temel faktörler olarak öne çıkıyor.

## TCMB'nin Aldığı Aksiyonlar

TCMB'nin son dönemde piyasalara hızlı ve etkili bir şekilde reaksiyon verdiği görülüyor. Özellikle gecelik faizlerin koridorun üst bandına doğru çekilmesiyle birlikte fiili olarak yaklaşık 300 baz puanlık bir sıkılaştırma gerçekleşmiş durumda (%37'den %40'a). Bu adımın geçici nitelikte olsa da piyasalardaki oynaklığı sınırlamaya yönelik önemli bir hamle olduğu söylenebilir. 12 Mart tarihinde gerçekleştirilecek Para Politikası Kurulu toplantısında politika faizinde yeni bir değişiklik beklenmemekle birlikte, piyasa katılımcılarının beklentileri incelendiğinde yakın dönemde bir normalleşme beklentisinin ortadan kalkmadığı görülüyor. Bu çerçevede beklentiler halen Nisan ayından itibaren faiz indirim sürecinin yeniden başlayabileceğine işaret ediyor. Bu durum da mevcut jeopolitik ortamda belirsizliğin fiyatlanmasını daha karmaşık hale getiriyor.

## Enflasyon Görünümü

Enflasyon cephesinde ise enerji fiyatlarının etkisini sınırlamak amacıyla eşel mobil sistemine yeniden başvurulduğu görülüyor. Bu mekanizma sayesinde petrol fiyatlarındaki artışın bir kısmı vergi ayarlamalarıyla dengelenerek tüketici fiyatlarına geçişi sınırlanabiliyor. Ancak eşel mobil sisteminin de belirli sınırları bulunuyor. Petrol fiyatlarının üç haneli seviyelerde olması halinde bu mekanizmanın fiyat artışlarını tamamen telafi etmesi mümkün olmayabiliyor ve enerji maliyetlerindeki artışın enflasyona geçişkenliği yeniden güçlenebiliyor.

Mevcut koşullar altında yıl sonu enflasyon tahminimizi %24, politika faizi beklentisinin ise %30 seviyesinde korunmaya devam ediyor olsa da, mevcut gelişmeler nedeniyle yukarı yönlü risklerin belirgin biçimde güçlendiği de ifade edilebilir.

Finansal piyasalar tarafında ise riskten kaçınma eğiliminin etkileri görülmeye başlanmış durumda. Son dönemde hem tahvil piyasasında hem de hisse senedi piyasasında yabancı yatırımcı kaynaklı çıkışların arttığı gözleniyor. Bu süreçte artan döviz talebinin önemli bir bölümü Merkez Bankası'nın rezerv yönetimi çerçevesinde karşılanıyor. Yerleşik yatırımcıların döviz mevduatlarından ziyade altın talebindeki artış üzerinden oluşan döviz talebi öne çıkan başka bir gelişme. Son haftalarda Merkez Bankası tarafından gerçekleştirilen döviz satışlarının toplam büyüklüğünün yaklaşık 12-15 milyar dolar seviyesine ulaştığı tahmin ediliyor.

## Küresel Risk Fiyatlamasında Neredeyiz?

ABD ekonomisi açısından bakıldığında petrol fiyatlarındaki yükselişin özellikle enflasyon beklentileri üzerinde yeniden baskı yaratma potansiyeli bulunuyor. Manşet TÜFE'nin %2,4 civarında seyretmesine rağmen Fed'in daha yakından takip ettiği PCE enflasyonunun %3 seviyelerinde kalması zaten enflasyon görünümüne ilişkin bazı soru işaretleri yaratıyordu. Ayrıca manşet enflasyon görece sınırlı görünse de temel gıda ve hizmet fiyatlarında manşet enflasyonun üzerinde artışlar dikkat çekiyor. Enerji fiyatlarındaki yükselişin özellikle benzin fiyatları üzerinden tüketici fiyatlarına yansımaları durumunda yaşam maliyetleri üzerindeki baskının yeniden artması söz konusu olabilir.

Bu durum ABD iç siyasetinde de önemli bir tartışma alanı yaratıyor. Son dönemde yaşam maliyetlerindeki artış nedeniyle ABD kamuoyunda Trump yönetimine yönelik eleştirilerin arttığı görülüyor. Petrol ve benzin fiyatlarındaki yükselişin bu eleştirileri daha da güçlendirmesi mümkün. Özellikle Kasım ayında yapılacak ara seçimler öncesinde ekonomik koşulların seçmen davranışı üzerinde belirleyici olabileceği düşünüldüğünde enerji fiyatlarındaki gelişmeler siyasi açıdan da dikkatle izleniyor. Petrol fiyatlarındaki yükselişin enflasyon beklentilerini yukarı çekmesi durumunda para politikası tartışmaları da yeniden yoğunlaşabilir.

# FİNANSAL PİYASALARIN DEĞERLENDİRMESİ

## Endeks Performansları

Küresel çapta endekslerin aylık ve yılbaşından Ocak ayı sonuna performanslarına aşağıdaki tablodan ulaşabilirsiniz.

Endeks	Aylık Değişim	Yılbaşından Beri
BIST	-0,87%	+21,82%
Dow Jones	+0,18%	+1,90%
Nasdaq	-3,38%	-2,46%
SP 500	-0,87%	+0,49%
DAX	+3,04%	+3,24%
FTSE 100	+6,73%	+9,86%
CAC 40	+5,60%	+5,30%

## Varlık Grubu Bazında Değerlendirmelerimiz

- BIST -100:** Savaşın gölgesinde geçen Mart ayının ilk haftasının ardından bölgeden gelecek haber akışına göre fiyatlamamanın şekillendiğini göreceğiz. Gelişmekte olan ülke riskli varlıklardan kaçışın hızlandığı bu dönemde teknik seviyelerden ziyade temel göstergeler ve savaşın ne kadar süreceğine bağlı olarak endeks performansının belirleneceğini düşünüyoruz.
- TL Faizler:** TL tahvil verim eğrisi de tüm küresel piyasalar gibi getirilerin yükseldiği bir Mart başı geçiyor. Savaş öncesine göre verim eğrisinin her vadede 250 bp daha yukarı kaydığını gözlemliyoruz. Ancak bunu bir panik havasında değil, aşırı iyimserliğin bir miktar törpülenmesi olarak okuyabiliriz.

## FİNANSAL PİYASALARIN DEĞERLENDİRMESİ

- UsdTry:** Dolar endeksinin kuvvetlendiği, gelişmekte olan ülke para birimlerinin baskı altında kaldığı bu ortamda Mart ayının ilk dokuz gününde TL USD'ye karşı sadece %0,34 değer kaybetti. Son dönemde hem tahvil piyasasında hem de hisse senedi piyasasında yabancı yatırımcı kaynaklı çıkışların arttığı gözleniyor. Bu süreçte artan döviz talebinin önemli bir bölümü Merkez Bankası'nın rezerv yönetimi çerçevesinde karşılanıyor. Yerleşik yatırımcıların döviz mevduatlarından ziyade altın talebindeki artış üzerinden oluşan döviz talebi öne çıkan başka bir gelişme. Son haftalarda Merkez Bankası tarafından gerçekleştirilen döviz satışlarının toplam büyüklüğünün yaklaşık 12-15 milyar dolar seviyesine ulaştığı tahmin ediliyor.
- Altın:** Mevcut konjonktürün kıymetli metaller ve özellikle altın fiyatları üzerindeki etkisi de oldukça belirgin seyrediyor. Dünya Altın Konseyi'nin şubat ayı verileri de altın piyasasında merkez bankalarının rolünün güçlü biçimde devam ettiğini gösteriyor. Rapora göre merkez bankaları altın tarafında net alıcı konumunu korurken, özellikle Çin'in rezerv çeşitlendirme stratejisi kapsamında altın alımlarına devam ettiği görülüyor. Bununla birlikte son dönemde alımların ton bazında önceki aylara kıyasla bir miktar yavaşladığı dikkat çekiyor. Yine de merkez bankalarının rezervlerinde altının payını artırma eğilimini sürdürmesi, altın fiyatları açısından orta ve uzun vadede önemli bir destek unsuru olmaya devam ediyor. Öte yandan jeopolitik risklere karşı duyarlılığı yüksek olan altın fiyatlarında, son dönemde doların güç kazanması, enflasyon beklentilerindeki oynaklık ve ABD para politikasına ilişkin belirsizlikler nedeniyle zaman zaman satışların da görüldüğü anlaşılıyor. Buna rağmen merkez bankalarından gelen yapısal talep, küresel belirsizlik ortamı ve rezerv çeşitlendirme eğilimi dikkate alındığında altına ilişkin olumlu görüşümüzü korumaya devam ediyoruz.
- Küresel Piyasalar:** SP 500 endeksi savaşın etkisi, petrol fiyatlarının yüksekliği, gelen makro veri setinin zayıflığıyla Mart ayının ilk dokuz gününü %3'e yakın negatif performansla sonlandırdı.

Mevcut piyasa beklentileri 18 Mart'taki Fed toplantısında politika faizinde bir değişiklik yapılmayacağı yönünde şekillenmiş durumda. Yılın geneline ilişkin beklentiler ise daha önce en az iki faiz indirimi olabileceği yönündeydi. Ancak petrol fiyatlarında yaşanan yükseliş ve son dönemde bazı ekonomik göstergelerde görülen zayıflama, piyasalarda yeniden stagflasyon riskine yönelik tartışmaların gündeme gelmesine neden oldu.

## FİNANSAL PİYASALARIN DEĞERLENDİRMESİ

Özellikle son gelen ABD Şubat ayı istihdam verileri oldukça zayıf bir resim çizdi. Tarım dışı istihdam 92 bin kişi gerilerken, işsizlik oranı %4,4'e yükseldi. Tarım dışı istihdamdaki bu gerileme, pandemi döneminden bu yana kaydedilen en belirgin düşüşlerden biri olarak dikkat çekiyor. Söz konusu zayıflıkta sağlık sektöründe gerçekleşen grev nedeniyle istihdamın geçici olarak azalması ve alışılmadık derecede sert geçen kış koşullarının ekonomik faaliyetleri sınırlaması etkili oldu. Bununla birlikte istihdamdaki yavaşlamanın yalnızca bu geçici faktörlerle sınırlı kalmayıp birçok sektöre yayılmış olması, işgücü piyasasındaki ivme kaybının daha geniş tabanlı olabileceğine işaret ediyor. Bununla birlikte bu aşamada stagflasyon senaryosunu güçlü bir şekilde dile getirmek için henüz erken olduğunu değerlendiriyoruz. Çünkü mevcut fiyat hareketlerinin önemli ölçüde jeopolitik gelişmelerden kaynaklanan geçici bir belirsizlik ortamının ürünü olduğunu belirtmek gerekir.

Finansal piyasalarda da bu belirsizlik dalgalı bir fiyatlandırma sürecine neden oluyor. İlk aşamada artan jeopolitik riskler doların değer kazanmasına ve ABD tahvillerine talebin artmasına yol açarken, petrol fiyatlarındaki yükselişin enflasyon üzerindeki etkisine ilişkin beklentilerin güçlenmesi sonrasında tahvil piyasasında özellikle uzun vadeli tarafta satışlar dikkat çekmeye başladı. Bu çerçevede ABD 10 yıllık tahvil faizlerinde yeniden yükseliş eğilimi görülüyor.

## UYARI NOTU

Bu sayfalardaki her türlü bilgi, yorum ve değerlendirmeler, karşılığında herhangi bir maddi menfaat temin edilmeksizin, yatırımcıları bilgilendirmek amacıyla Rota Portföy tarafından hazırlanmıştır. Hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan bu bilgiler yatırımcılar tarafından danışmanlık faaliyeti olarak kabul edilmemeli ve yatırım kararlarına esas olarak alınmamalıdır. Bu raporda yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum ve istatistiki şekil ve değerler hazırlandığı tarih itibarıyla mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan derlenerek hazırlanmıştır. Raporda sunulan görüş, bilgi ve veriler, yatırımcılara kendi oluşturacakları yatırım kararlarında yardımcı olmayı hedeflemekte olup, herhangi bir menkul kıymetin alım-satım teklifi ve/veya taahhüdü anlamına gelmemektedir. Yatırımcıların verecekleri yatırım kararları ile bu raporda sunulan görüş, bilgi ve veriler arasında bir bağlantı kurulamayacağı gibi, burada yer alan bilgi, değerlendirme, yorum ve istatistiki şekil ve değerlendirmelerin kullanımı sonucunda ortaya çıkacak doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan Rota Portföy'ün ya da çalışanlarının herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır. Raporda yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Geçmişteki performanslar gelecekteki performansın bir göstergesi ya da garantisi olarak kabul edilmemelidir.

İşbu rapor, Fikir ve Sanat Eserleri Kanunu ve Türk Ceza Kanunu uyarınca koruma altındadır; Rota Portföy'ün yazılı izni olmadıkça değiştirilemez, kopyalanamaz, çoğaltılamaz, yayımlanamaz veya bilgisayar sistemlerine aktarılamaz. Aksi davranışlara karşı her türlü yasal yola başvurma hakkımız mahfuzdur.