

2026 Yıcar-Ahcad Yatırım Görünümü

AI Yükselişi ve Ekonomik Sürüklenme



Özetle:

- OBBBA'nın etkileriyle 2026'nın başında hem ekonomik büyüme hem de enflasyon hızlanacaktır. Ancak bundan sonra, daha yüksek gümrük tarifeleri ve daha düşük göç, büyümenin yavaşlamasına ve enflasyonun soğumasına neden olacaktır.
- Fed yetkilileri arasında geniş bir yelpazede görüşler, hafif bir gevşeme yolunu işaret etmektedir; Fed'in 2026 yılı boyunca faiz oranlarını 2-3 kez indireceğini tahmin ediyoruz.
- Bu ortamda, uzun vadeli faiz oranları ılımlı bir eğilimle sınırlı kalacaktır. Yatırımcılar, sabit getirili menkul kıymetlerdeki geliri ve kredi, menkul kıymetleştirilmiş varlıklar, küresel tahviller ve belediye tahvillerinde aktif menkul kıymet seçimini sürdürmelidir.
- Değerlemeler, kazançlar ve yapay zeka kabarcıklı görünse de, sağlam temellere dayanmaktadır. Yatırımcılar, kaliteye öncelik vermeli ve döngüsel temalardan ziyade, genişleyen yapay zeka ekosistemi ve finansal sektördeki deregülasyon gibi uzun vadeli temalara odaklanmalıdır.
- Son on yılın uluslararası piyasaları değil: Yurtdışındaki yapısal değişikliklerin meyvesini vermesi ile ABD ile dünyanın geri kalanı arasındaki kazanç büyüme farkı daraldı. Nominal büyüme, yapay zeka, mali teşvikler ve hissedar dostu politikalar sayesinde güçlü uluslararası hisse senedi getirileri daha da artma potansiyeline sahiptir.
- Alternatifler, yatırımcıların yapay zeka gibi 2026 yılında da geçerliliğini koruyacak tematik pozisyonlara yönelmelerine veya tersine, yoğunlaşmış portföylerine çeşitlilik katmalarına olanak tanıyabilir.
- Çeşitlendirme ölmedi, sadece farklılaştı: Yabancı piyasalar rekabet halindedir, tahviller caziptir ve alternatifler, istenen tüm yatırım sonuçları için portföy oluşturmada kritik bir rol oynayacaktır.

Yönetici özeti

2025 politika fırtınasını atlattıktan sonra, 2026 yılı ABD ekonomisinin dayanıklılığının devam ettiği bir yıl olacak ve hisse senetleri ve kurumsal krediler gibi riskli varlıkları desteklemeye devam edecektir. Ancak, görünüşün altında, döngüsel ekonomik ivme ılımlı seyrini sürdürmektedir. Orta gelirli ve alt gelirli tüketicilerin baskı altında hissettiği ve ekonominin faiz oranlarına duyarlı sektörlerinin (konut gibi) durgun kaldığı K şeklinde bir ekonomi ile. Temel senaryo görünümüne ilişkin riskler gelecek yıl hem yatırımcılar hem de Fed için geniş kapsamlıdır. Fed, her iki taraf için de riskler göz önüne alındığında, faiz oranlarını normalleştirme sürecine biraz daha uzun süre devam edecek, ancak bu süreci yavaş bir tempoda yürütecektir.

Önümüzdeki yıl faiz oranlarındaki oynaklık zaman zaman artabilir, bu nedenle yatırımcılar vade yönetimi konusunda esnek davranmalıdır. Yatırımcılar, getiri seviyelerini mükemmel bir şekilde yakalamaya çalışmak yerine, özellikle sağlam kurumsal, tüketici ve belediye bilançolarına bağlı sabit getirili menkul kıymetlerden elde edilen gelire odaklanmalıdır. Hisse senetleri içinde, en büyük fırsatların döngüsel değil yapısal gelişmelerde olduğunu düşünmeye devam ediyoruz. Yapay zeka yatırımları ve uygulamaları, ABD ekonomisi ve kazanç büyümesindeki gücün yanı sıra, giderek artan bir şekilde uluslararası kazanç büyümesinde de (özellikle Asya'nın gelişmekte olan pazarlarında) hakimiyetini sürdürüyor. Yapay zeka teması, hem kamu hem de özel piyasaları güçlendirmeye devam ediyor, ancak önemli olan, özellikle beklentilerin yükseldiği ve yatırımcıların tüm bu yatırımların getirisine daha fazla odaklanmaya başladığı bir ortamda, gelişen yapay zeka kazananlarının önünde kalmaktır. "Daha akıllı düzenleme" de bankalar, özel sermaye ve kredi dahil olmak üzere ABD piyasaları için güçlü bir tema olmaya devam etmektedir.

Yurtdışında, nominal büyümenin artması, hükümet yatırımlarının artması ve hissedar getirilerine odaklanma gibi diğer yapısal temaların ABD ile kazanç büyüme farkının azalmasına katkıda bulunmasını bekliyoruz. Büyüme, daha yüksek kamu yatırımları ve hissedar getirilerine odaklanma gibi diğer yapısal temaların, ABD ile arasındaki kazanç büyüme farkının azalmasına katkıda bulunmasını bekliyoruz. Bu durum, doların zayıflamaya devam etmesi ve beklentilerin hala düşük olmasıyla birleştiğinde, uluslararası hisse senetleri, özellikle Asya'daki gelişmekte olan piyasalar ve Avrupa ve Japonya'daki değer tarzı için bir başka güçlü yıl olacağına işaret ediyor.

Yatırımcılar için en büyük risk, özellikle ABD'de riskli varlıkların yüksek başlangıç noktası ve portföylerin ne kadar ofsayt olduğu olmaya devam ediyor. varlık sınıfı getirilerinin genişlemesi devam ediyor. 2025'in gösterdiği gibi, çeşitlendirme intikamını alarak geri dönebilir. Yatırımcılar bu dersi 2026'ya taşımakla akıllılık ederler – yüzeysel olarak her şey yolunda görünebilir, ancak yatırımcıların daha fazla ilerleme kaydetmek için yüzeyin altında ekstra çaba sarf etmeleri gereken bir yıl olacak.

Soğuk, sıcak ve tekrar soğuk: K şeklinde genişlemenin devamı

ABD ekonomik tahminlerinde, temel senaryoya odaklanmak ve ekonominin bu yoldan sapmasına neden olabilecek konuları sadece kısaca belirtmek gelenekseldir. Ancak, 2026 yılına girerken, temel senaryo tahmini oluşturmak nispeten kolay olsa da, ekonominin yönünü belirlemede önemli politika ve finansal piyasa konuları diğer hususları gölgede bırakmaya devam ettiğinden, en çok dikkat edilmesi gereken alternatif senaryolardır.

2025 yılına girerken, ekonominin resesyondan kaçınacağı, ancak reel GSYİH büyümesinin %2'de kalacağı, enflasyonun %2'ye düşeceği ve işsizlik oranının %4 civarında seyredeceği öngörülmüyordu. Ancak, yeni yönetimin politika değişiklikleri, yapay zeka heyecanı ve devam eden borsa patlaması, 2026 yılına kadar devam etmesi muhtemel önemli etkiler yarattı.

İlk olarak, ABD'nin gümrük vergilerindeki dramatik artışlar, Haziran ve Ekim ayları arasında ortalama 29 milyar doların üzerinde çok önemli bir gelir elde edilmesini sağlamıştır. Şu ana kadar, gümrük vergilerinin maliyetinin büyük bir kısmı ABD'li perakendeciler tarafından karşılanmış görünmektedir. Ancak, bu maliyetin giderek artan bir kısmının dördüncü çeyrekte ve 2026 yılında tüketicilere yansıtılacağını öngörüyoruz. Tarifeleri bundan sonra değişmezse, tarifelerin yıllık enflasyonu artıracak ve 2026 yılının ilk yarısı boyunca reel tüketici harcamalarını aşağı çekeceğini, ancak daha sonra makroekonomik bir güç olarak etkisini yitireceğini öngörüyoruz.

İkincisi, göçmenlere yönelik sıkı önlemler işgücü arzını etkilemeye devam ediyor. Yasal göç ve zorunlu sınır dışı edilmelerle ilgili doğru veriler çok dağınık, yasadışı göç ve kendi isteğiyle sınır dışı edilmeler ise takip edilmesi daha da zor. Bununla birlikte, mevcut veriler net göçte dramatik bir düşüş olduğunu gösteriyor ve bu da çalışma çağındaki nüfusta mutlak bir düşüşe yol açıyor. Bu eğilimin 2026 ve sonrasında da devam etmesini bekliyoruz. Bu durum, işgücüne katılımda bir miktar artış olsa bile, çok yavaş bir istihdam artışının, işsizlik oranının yaklaşık olarak sabit kalmasıyla tutarlı olacağını göstermektedir. Ancak, bu yavaş istihdam artışı, 2026 ve sonrasında genel reel GSYİH büyümesini olumsuz etkileyecektir.

Yüksek gümrük tarifeleri ve düşük göç, büyümeyi yavaşlatırken, diğer faktörler büyümeyi desteklemektedir.

İlk olarak, bu yazının yazıldığı sırada, S&P 500 endeksi %17 artış göstermiştir yıl başından bu yana %17 artış göstermiştir. Bu durum, düşük gelirli kesimin harcamalarının durgun seyrini sürdürmesine rağmen, yüksek gelirli kesimin harcamalarını destekleyerek servet artışına önemli katkı sağlamaktadır. Bu durum, düşük ve orta gelirli hanelerin sıkıntılı bir dönemden geçerken, zengin hanelerin daha da zenginleştiği, sözde "K şeklinde" ekonomik genişlemeye katkıda bulunuyor ve düşük ve orta gelirli hane halkları sıkışmış hissederken, daha zengin hane halkları daha da zenginleşiyor.

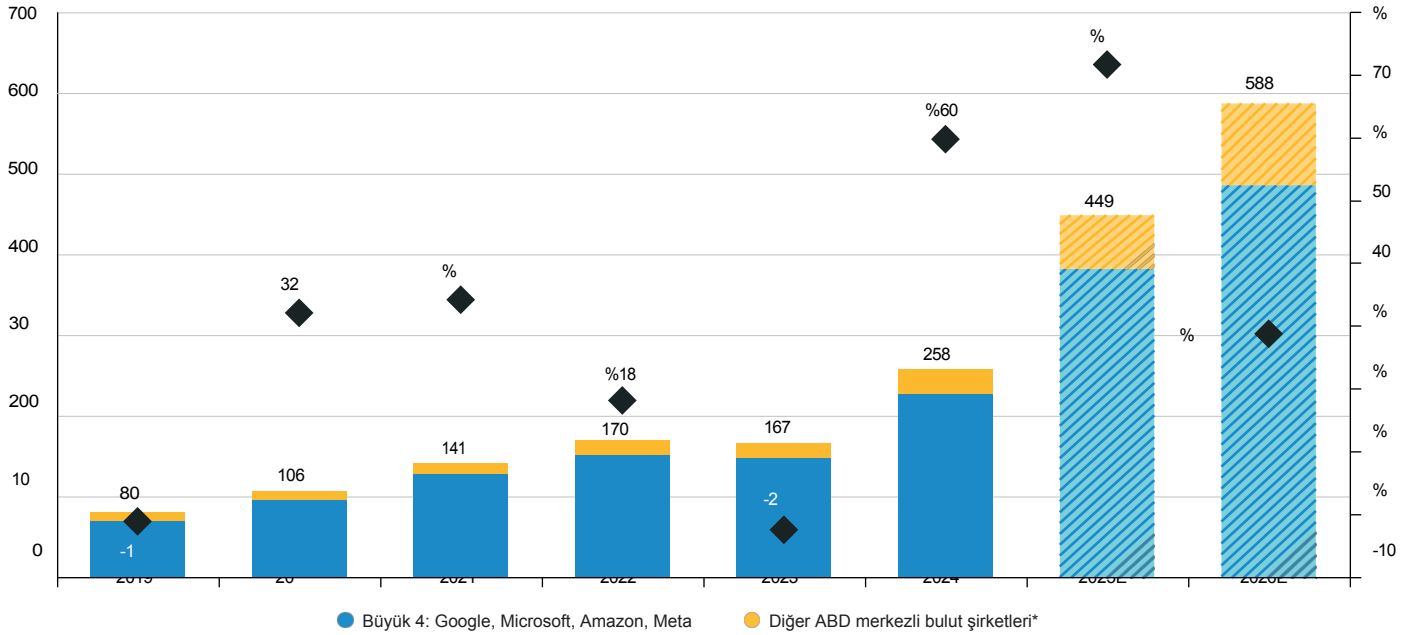
İkincisi, teknoloji devleri, yoğun eğitim projelerini beslemek ve hızlanan çıkarım talebini karşılamak için gerekli çipleri, veri merkezlerini ve elektrik kaynaklarını elde etmek için yarışırken, AI yatırımları hızla artıyor. Mevcut hızıyla, sermaye harcamaları tarihsel standartlara göre zaten önemli bir düzeyde. Veri merkezi yatırım harcamaları GSYİH'nin %1,2-1,3'ünü oluşturuyor (ancak ithal ekipmanlar nedeniyle tüm yatırımlar GSYİH'yi artırmıyor) ve yatırımların büyümesinin devam etmesi bekleniyor. İş dünyasında da benimsenme hızlanıyor: ABD'deki şirketlerin %9'u üretimde yapay zeka entegrasyonu gerçekleştirdiğini, %44'ü ise bir tür yapay zeka modeli veya platformu için ödeme yaptığını bildiriyor. Verilerdeki üretkenlik etkilerini tespit etmek için henüz çok erken olsa da, tüketicilerin yapay zeka kullanımından şimdiden faydalandığına dair göstergeler var. AI teknolojileri.

Üçüncüsü, OBBBA talebi artırıyor. Bu yıl, yasada ekipman ve Ar-Ge harcamalarının tam olarak giderleştirilmesi öngörüldüğünden, teşvik büyük ölçüde yatırım teşvikleri şeklinde oluyor. Hanehalkları için diğer yeni vergi indirimleri ise 2025'in başında yürürlüğe girdi. Ancak, IRS henüz yeni yasaya uygun olarak gelir vergisi stopaj programlarını ayarlamadığından, bu vergi indirimleri 2026 yılının başlarında büyük miktarda vergi iadesi olarak ortaya çıkacaktır.

Tüm bunları bir araya getirdiğimizde, temel senaryo tahminimizde reel GSYİH büyümesinin dördüncü çeyrekte yaklaşık %1'e yavaşlayacağı, 2026 yılının ilk yarısında %3'ün üzerine çıkacağı ve ardından tekrar %1 ile %1,5 arasında yavaşlayacağı öngörülmüyor. Yılın ilerleyen dönemlerinde, geri ödemelerin teşvik edici etkisi azaldıkça %2 büyümeye beklenmektedir. Bu büyümeye, kısmen mevcut işgücü eksikliğini yansıtan, aylık ortalama 50.000 yeni iş yaratmaktadır. Ancak, kısıtlı işgücü arzı, işsizlik oranının 2025 sonu ve 2026 başında sadece %4,5'e ulaşarak zirveye ulaşacak ve ardından hafif bir düşüş gösterecektir. Yıllık enflasyon 2026 Haziranına kadar yükselecektir. Ancak, petrol fiyatlarının düşmesi ve konut enflasyonunun gerilemesi nedeniyle, TÜFE enflasyonu yıllık bazda %4'ün altında zirveye ulaşacak ve 2026 sonunda %2'ye düşecektir.

Büyük ABD bulut şirketlerinin yoğun harcamaları, AI yatırımlarında bir patlamaya yol açıyor

Ek 1: Milyar ABD doları (solda), yıllık % büyüme (sağda)



Kaynak: Bloomberg konsensüsü, şirket raporları, Goldman Sachs tahminleri, J.P. Morgan Asset Management.

*Diğer ABD şirketleri arasında Oracle, CoreWeave ve Apple bulunmaktadır. Bu bulut/hiper ölçekli harcamaya yapan şirketler listesi, pazara önemli katkı sağlayan şirketleri kapsamayı amaçlamaktadır, ancak eksiksiz olduğu şeklinde yorumlanmamalıdır. Microsoft rakamı nakit sermaye harcamasıdır (sermaye kiralaması olarak edinilen varlıklar hariç).

Pazar Rehberi – ABD Veriler 13 Kasım 2025 itibarıyla geçerlidir.

Tahminlere ilişkin riskler

Bu, temel tahmindir. Ancak, bir dizi faktör bu görünümü önemli ölçüde etkileyebilir.

İlk olarak, Yüksek Mahkeme, başkanın 1977 tarihli Uluslararası Acil Ekonomik Yetkiler Yasası uyarınca ülkeye özgü sözde "karşılıklı" gümrük vergileri uygulama yetkisine sahip olmadığına karar verebilir. Böyle bir karar verilmesi halinde, yönetimin farklı yasalar kapsamında alternatif gümrük vergileri oluşturmasını bekliyoruz. Ancak, bu gümrük vergileri mevcut gümrük vergilerinden daha az gelir getirebilir ve böyle bir karar tarifeleri zaten ödemiş olan ABD şirketlerine önemli miktarda geri ödeme yapılması gerekebilir. Böyle bir durumda, 2026 yılında enflasyonun düşmesi ve ekonomik büyümenin biraz daha güçlenmesi beklenebilir.

İkincisi, ekonomi gelecek yılın ikinci yarısında zayıflarsa, Kongre, ara seçimler öncesinde tüketici harcamalarını artırmak için ilave mali teşvikler kabul edebilir. Bu durumda, muhtemelen "gümrük indirimi çekleri" şeklinde olacak bu önlemler, 2026'nın ikinci yarısında hem ekonomik büyümeyi hem de enflasyonu artırabilir.

Üçüncüsü, teknoloji hisseleri ve yapay zeka harcamalarındaki patlama, geçici de olsa, parlaklığını kaybedebilir. Çok az kişi şüphe duysa da

AI'nın potansiyel dönüştürücü etkisi, bir dizi faktör (örneğin, mega sermayeli şirketlerin kazançlarında düşüş, arz sıkıntısı) tarafından bir ivme değişikliği tetiklenebilir.

Güç veya kritik malzemeler ya da dış likidite şoku). AI yatırımlarının önemi göz önüne alındığında, böyle bir yavaşlama resesyona ve/veya ayı piyasasına neden olabilir veya en azından tüketimi artıran AI ile bağlantılı servet kazançları üzerinde baskı oluşturabilir. AI'nın artan maliyeti de bir risk oluşturmakta ve AI stratejilerini finanse etmek için şirketlerin kemer sıkma olasılığını artırmaktadır, bu da işe alımların dondurulmasına veya işten çıkarmaların artmasına neden olabilir.

Kısacası, temel tahminimiz, enflasyon ve ekonomik büyümede ılımlı bir artışın ardından, her ikisinin de 2026 yılı sonuna kadar yavaş yavaş düşük seviyelere gerileyeceği yönündedir. Ancak 2025 yılında olduğu gibi, çok daha çalkantılı bir seyir izleme potansiyeli de bulunmaktadır.

Sabit gelir: Karar verme zorluğu bölünmüş bir Fcd

Sabit getirili menkul kıymetlerin getirileri, merkez bankası politika beklentileri tarafından şekillenmektedir ve FOMC içindeki görüşlerin geniş bir yelpazeye yayılması, önümüzdeki yıl tahvil yatırımcıları için hem risk hem de fırsat yaratmaktadır.

Ekim ayında yapılan Fed toplantısında, bu görüş farklılıkları açıkça ortaya çıktı: Bir FOMC üyesi faiz indirimine karşı çıkarken, bir diğeri daha agresif bir gevşemeyi savunarak karşı oy kullandı. Politika konusunda anlaşmazlıklar genellikle nadir görülse de, bu uyuşmazlık, komitenin faizleri sabit tutmakla daha fazla indirmek arasında bir denge arayışında olduğunu gösteriyor.

Neden bu kadar geniş bir görüş yelpazesi var? Bu farklılık, Fed'in ikili görevine indirgenebilir: maksimum istihdam ve istikrarlı enflasyon. Bir tarafta, şahin kanat enflasyonu daha acil bir sorun olarak görüyor, zira enflasyon %3 civarında seyrediyor ve gümrük vergileri kaynaklı enflasyon verilerde yeni yeni belirginleşmeye başladı. Dahası, Fed enflasyon hedeflerin üzerinde seyrediyorken faiz indirimlerine devam ederse, komitenin daha yüksek bir enflasyon oranını hedeflediği yönünde örtülü bir varsayım ortaya çıkabilir – bu görüşü Başkan Jerome Powell açıkça reddetti.

Diğer yandan, yaygın işten çıkarmalar yerine düşük istihdam, işsizlik oranını sadece biraz yükseltecektir. Enflasyonun işsizlikten daha fazla yukarı yönlü risk taşıdığını varsayarsak, Fed'in odaklanması gereken nokta enflasyon hakkında daha fazla bilgi. Buna ek olarak, elbette, yönetimden komiteye faiz oranlarını düşürmesi yönünde siyasi baskı da var. Fed yöneticilerinin yönetime karşı sesli bir şekilde karşı çıkması olası olmasa da, birkaç üye arasında Fed'in bağımsızlığını savunan sessiz ve kararlı bir tutum oluşuyor olabilir. Bununla birlikte, Powell'ın başkanlık görevi Mayıs ayında, Stephen Miran'ın geçici başkanlık görevi ise Ocak ayında sona eriyor.¹ Her iki pozisyon da muhtemelen daha gevşek para politikasını destekleyen kişiler tarafından doldurulacak olsa da, Fed yöneticilerinin uzun ve kademeli görev süreleri² Fed'in gelecek yıl izleyeceği yolu önemli ölçüde değiştirmemelidir.

Bu durum göz önüne alındığında, gelecek yıl piyasalar, başlangıçta öngörülenden daha sabırlı bir Fed ile karşı karşıya kalabilir. Bu yazının yazıldığı sırada, piyasa 2026 yılına kadar yaklaşık 80 baz puanlık (bps) faiz indirimi fiyatlamaktadır. Ancak Powell'ın yakın zamanda belirttiği gibi, daha fazla ayarlama yapılması kesin değildir.

Ek 2'de gösterdiği gibi, birçok Fed yetkilisinin enflasyonun yukarı yönlü riskinden en az işsizliğin yukarı yönlü riski kadar endişe duyduğu dikkat çekicidir. Dahası, Fed'in halihazırda "nötr" tahminine yakın olması, gelecek yıl daha ölçülü bir gevşeme olacağını düşündürmektedir.

Tüm bunlar 2026 yılında sabit getirili menkul kıymetler için ne anlama geliyor?

- 1. Piyasalar faiz indirimlerini yeniden ayarlarken, faiz oranlarındaki dalgalanmalara hazırlıklı olun.** Fed'in güvercin veya şahin bir tutum sergilemesi, sırasıyla getirileri düşürebilir veya yükseltebilir. Bu nedenle, vade yönetimi kilit öneme sahip olacaktır. Kısa vadeli faiz oranlarının (2 yıllık Hazine tahvilleri) %3,50 ile %3,75 arasında seyredeceğini, uzun vadeli faiz oranlarının (10 yıllık Hazine tahvilleri) ise %4,00 ile %4,50 arasında yerleşeceğini öngörüyoruz. Bu nedenle, kısa vadeli menkul kıymetleri seçilmiş orta ve uzun vadeli menkul kıymetlerle dengelemek, faiz indirimleri durursa veya faiz artışları yeniden gündeme gelirse uyum sağlama imkanı sunar.
- 2. Yatırımcılar aktif yönetimi benimsemelidir.** Yüksek kaliteli krediler, menkul kıymetleştirilmiş varlıklar ve belediye tahvillerinden elde edilen gelir, sağlam kurumsal, hane halkı ve belediye temelleri göz önüne alındığında cazip olmaya devam etmektedir, ancak seçicilik çok önemlidir. Ayrıca, enflasyon artarsa, TIPS (ve/veya altın, emtia ve özel alternatifler gibi enflasyona karşı korumalı varlıklar) aracılığıyla cazip reel getiriler elde etmek bu riskten çeşitlendirme sağlayabilir. TIPS (ve/veya altın, emtia ve özel alternatifler gibi enflasyona karşı korunaklı varlıklar) aracılığıyla cazip reel getiriler elde etmek, bu riskten çeşitlendirme sağlayabilir.
- 3. Küresel tahvillere çeşitlendirin.** ABD'de enflasyon belirsizliği ve borç seviyelerinin artmaya devam etmesi muhtemel olduğundan, diğer gelişmiş ülke tahvilleri ABD'ye özgü risklere karşı çeşitlendirme sağlayabilirken, gelişmekte olan ülke tahvilleri cazip getiri sunmaya devam edecektir (özellikle yerel para biriminde).

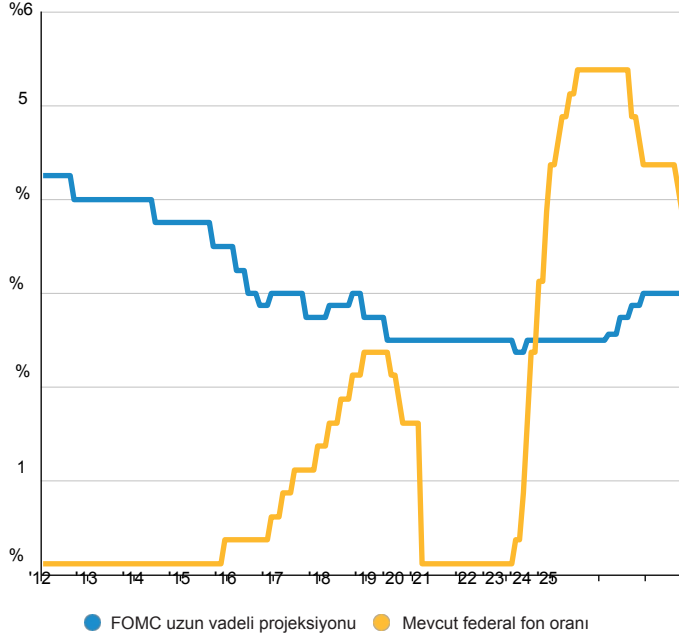
Tarih, enflasyonun endişe kaynağı olduğu durumlarda Fed'in temkinli davranma eğiliminde olduğunu göstermektedir. Bu eğilim 2026 yılında da kendini gösterebilir. Kısacası, sabit getirili yatırımlar faiz oranlarının yönüne ilişkin büyük bir bahis olmaktan çok, çeşitli sonuçlara yönelik bir yönetimdir. Bu da aktif sabit getirili yönetim, disiplinli risk kontrolü ve dikkatli pozisyonlamanın her zamankinden daha önemli olduğu anlamına gelir.

¹Stephen Miran, yerine geçecek kişi bulunana kadar, senatonun yeniden oylamasına gerek kalmaksızın Ocak ayından sonra da görevine devam edebilir.

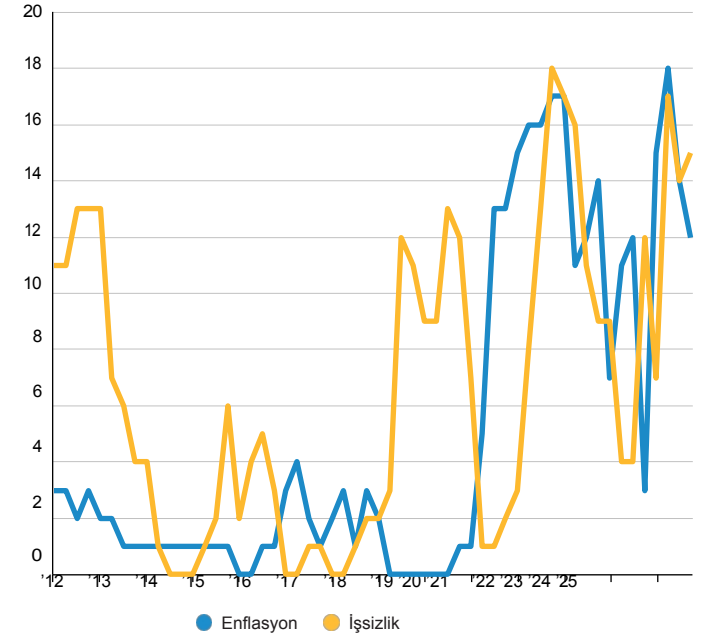
²Federal Rezerv Kurulu'nun yedi üyesinin her biri 14 yıllık görev süresine sahiptir ve görev süreleri iki yılda bir sona erecek şekilde kademeli olarak düzenlenmiştir.

Enflasyon ve işsizlikle ilgili endişeler, önlem alınmasını gerektiriyor

Ek 2A: Hedef federal fon oranı, FOMC'nin uzun vadeli federal fon oranı için medyan tahmini



Ek 2B: Enflasyon ve istihdam risklerinin tahminlere göre yukarı yönlü olduğunu düşünen FOMC katılımcılarının sayısı



Kaynak: (Sol) Bloomberg, Federal Rezerv Kurulu, J.P. Morgan Asset Management. (Sağ) Federal Rezerv Kurulu, J.P. Morgan Asset Management. Her bir SEP için katılımcılar, "Lütfen tahminlerinizle ilgili risk ağırlıklandırmasına ilişkin görüşünüzü belirtiniz" sorusuna yanıt verdiler. Veriler 13 Kasım 2025 itibarıyla alınmıştır.

Equities: Balon mu, patlama mı?

Fırtınalı bir başlangıca rağmen, ABD hisse senetleri üçüncü yıl üst üste çift haneli artış kaydetmeye hazırlanıyor. Kazançlar – Büyük Finansal Kriz (GFC) sonrası üçüncü örnek. Bu heyecan verici yükseliş karşısında, yatırımcılar 2026 için üç temel soruyla boğuşuyor:

1. Hisse senetleri çok pahalı mı?

Değerlemeler şüphesiz yüksek, ancak bazı ikna edici gerekçeler var. Her şeyden önce, kâr büyümesi etkileyici ve dört yıldır ardışık çeyreklerde çift haneli kazanç artışı. Kazançlar ayrıca, mutlak ve göreceli olarak, küresel rakiplerine kıyasla Amerika Birleşik Devletleri'ndeki toplam getirilere en büyük katkıyı oluşturmaktadır. Değerlemeler ve kârlardaki bu direnç, son üç yıldır %4'ün üzerinde olan politika faiz oranları, daha zayıf daha az mali teşvik ve az sayıda döngüsel rüzgarla birlikte gelmektedir. Ayrıca, endeks bileşiminin değerden büyümeye kayması gibi yapısal faktörler de daha yüksek değerlemeleri haklı gösterebilir.

2. Kazançlar bu kadar güçlü kalabilir mi?

Kâr artışı, beklentiler biraz iyimser olsa da, teknoloji ve vergilere bağlı olarak olağanüstü seyrini sürdürmeye hazırlanıyor. S&P 500 kârlarının 2025'te %11, 2026'da ise %13 daha artması bekleniyor. Magnificent 7 kâr artışı %20'ye kadar hafifçe yavaşlayabilir endeksin geri kalanının ise %11 büyümeye kaydetmesi ve toplam kâr büyümesinin %64'üne katkıda bulunması bekleniyor. Ancak, bu "genişleme" şu ana kadar gerçekleşmedi ve 2026 Mag 7 kâr tahminleri, yıl başından bu yana S&P 493 için %-1,2'ye karşılık %3,4 yukarı yönlü revize edildi. Ayrıca, tahminlere göre, net bir katalizör olmaksızın 2026 yılının ikinci yarısında kazanç artışı hızlanacak.

OBBA'nın sermaye harcamaları, Ar-Ge giderleri ve bonus amortismanına ilişkin hükümleri, belirli vergi yükümlülüklerini erteleyerek serbest nakit akışını iyileştirebilir. Ar-Ge yoğun (teknoloji, sağlık hizmetleri) ve sermaye yoğun (endüstri, enerji) şirketler. Ancak, şirketler yatırımlarını artırırsa, bu etki ortadan kalkacaktır. Son olarak, tüketici sektörleri vergi iadelerinden kaynaklanan tüketim artışından faydalanabilir, ancak bu zaten düşük olan marjları vuran gümrük vergisi maliyetleri ile dengelenebilir.

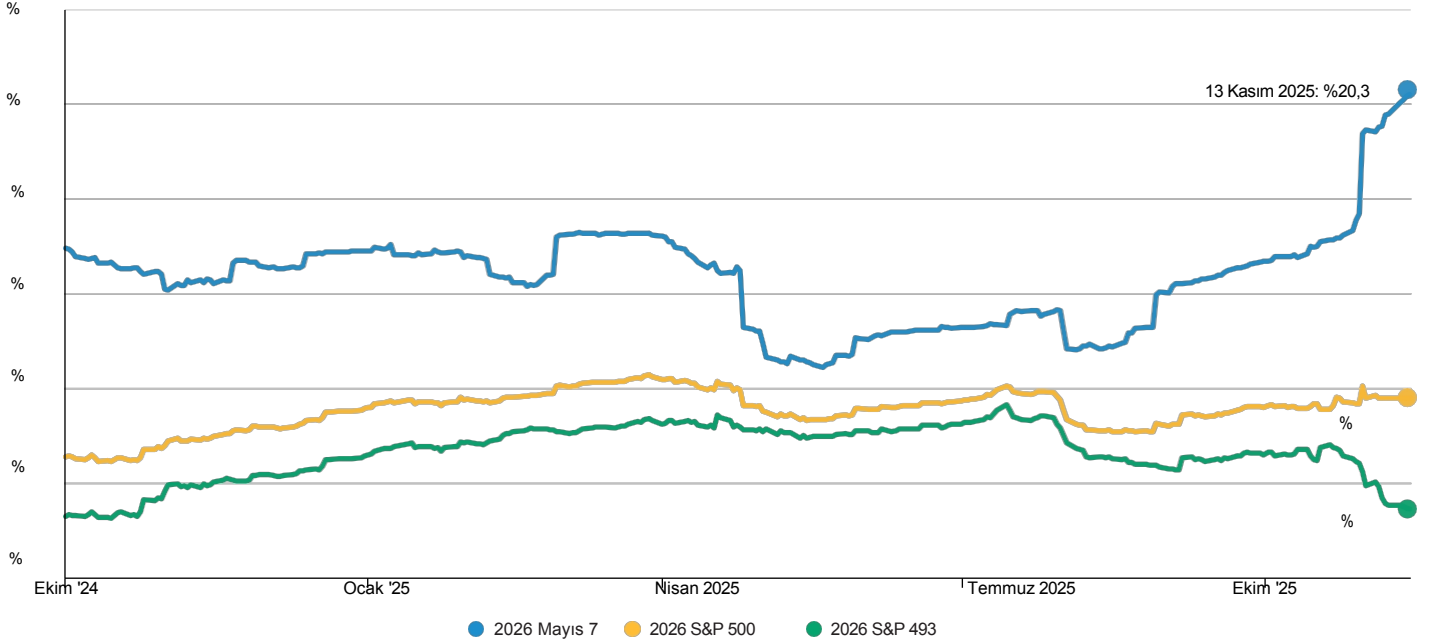
3. AI bir balon mu?

Geçmişteki spekülasyon aşırılık dönemlerinden farklı olarak, günümüzün AI döngüsü büyük ölçüde kârlı, nakit zengini şirketler tarafından finanse edilmekte ve güçlü talep ile desteklenmektedir. Teknoloji sektörünün serbest nakit akışı marjı, %20'ye yakın bir seviyede olup, 1990'ların sonundaki seviyesinin iki katından fazladır. Bu durum, hem sağlam karlılığı hem de AI yatırımlarını kendi kendine finanse etme kapasitesini vurgulamaktadır. AI harcamaları, AI donanımı, bulut hizmetleri ve yazılımları için paraya dönüştürülebilen talebe de dönüşmekte ve sürekli yatırımları haklı çıkarmaya yardımcı olmaktadır. Elbette, balonlar bir anda patlayabilir, ancak AI teması, artan talebi karşılamak için gerçek bir altyapı oluşturmaktadır.

Yine de piyasalar, katlanarak ilerleyen bir teknolojiyi fiyatlandırmakta zorlanıyor. Kazanç artışı olağanüstü düzeyde olsa da beklentiler daha da yükseldi. Teknoloji sektörleri, son 12 ayda S&P 500 kazançlarının %36'sını ve endeksin sermaye harcamaları büyümesinin %56'sını oluşturdu. Bu durum, piyasaları iş dünyasında benimsenme hızının yavaşlaması, güç kısıtlamaları veya beklenenden daha hızlı donanım eskimesi gibi herhangi bir yanlış adım karşısında savunmasız bırakıyor. Riskler yüksek.

Mag 7 için 2026 tahminleri yükselirken, S&P 493'ün tahminleri düşüyor

Ek 3: 2026 konsensüs EPS büyüme tahmini



Kaynak: FactSet, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management. Magnificent 7, AAPL, AMZN, GOOGL/GOOG, META, MSFT, NVDA ve TSLA şirketlerini içermektedir. Veriler 13 Kasım 2025 itibarıyla alınmıştır.

ve nihai kazananların görünürlüğü sınırlı olsa da, bu durum bir balondan çok, yapısal bir dönüşümün çalkantılı başlangıcı gibi görünüyor.

Değerlemelerde, kârlarda veya inovasyonda balon ya da patlama olsun, seçicilik ve denge portföyler için kritik öneme sahiptir. Büyüme içinde, teknoloji sektörleri örnek niteliğindeki kârları nedeniyle bariz bir çekiciliğe sahipken, tüketim malları sektörü bu yıl gümrük vergisi baskıları, zayıflayan tüketici talebi ve sektörün Mag 7 isimlerinin nispeten zayıf performansı nedeniyle geride kalmıştır. Yapay zeka alanında, yararlanıcılar genişlemeye devam etmelidir. yenilikçiler (teknoloji) ile kolaylaştırıcılar (endüstri, kamu hizmetleri) ve benimseyenler (finans, sağlık hizmetleri) arasında. Enerji ve temel tüketim malları gibi geleneksel değer sektörleri, düşük petrol fiyatları ve kötüleşen düşük gelirli tüketici nedeniyle zorluk yaşamaya devam edebilirken, finans sektörü ise dayanıklı kazançlar ve deregülasyon ve verim eğrisinin dikleşmesi gibi farklılaştırıcı katalizörlerle övünüyor.

Piyasalar sarsılmamış görünse de, sağlam temellere sahip olsa bile piyasalar düzeltme yaşayabilir, bu nedenle yatırımcılar hem başarıya hem de gerilemeye hazırlıklı olmalıdır.

Uluslararası hisse senetleri: Küresel yapısal değişiklikler, ABD'nin istisnai büyüme oranının daralmasına neden oluyor

Büyük bir beklentinin ardından – ve önemli ticaret politikası belirsizliğine rağmen – uluslararası hisse senetleri yazım tarihi itibarıyla, uluslararası hisse senetleri ABD doları bazında %31 artış göstererek, ABD hisse senetleri 1.520 baz puan (1993'ten bu yana en yüksek performans) ve tüm önemli bölgeler dahil. Düşük seviyeden başlayan duyarlılıkta yaşanan iyileşme, bu olağanüstü hareketlerin arkasındaki neden olmuştur: Çoklu genişleme getirilere %15 puan katkıda bulunurken, zayıf ABD doları da %7 puan katkıda bulunmuştur. Bu durum, özellikle güçlü bir etki yarattı. Her şey umutlara dayalı değildi. Ancak, önümüzdeki on iki aylık kazanç beklentileri tüm önemli bölgelerde (LATAM hariç) yükseldi. Bunun nedeni, gümrük vergileriyle ilgili belirsizlik ve daha güçlü para birimlerine rağmen, küresel ekonomi ve kazanç büyümesinin korkulduğundan daha dirençli olmasıydı.

Gelecek yıl, düşük konumlandırma nedeniyle, katkısı daha az olsa da, duyarlılık uluslararası hisse senetlerini desteklemeye devam etmelidir. 2025 yılının ilk çeyreğinde güçlü bir başlangıç ve ardından 2025 yılında 6 aylık bir duraklamanın ardından, küresel yeniden tahsis 2026 ve sonrasında tekrar rüzgar gibi esmeye başlamalıdır. Gelişmekte olan piyasalara girişler, daha yüksek seviyelere çıkmaya başlamıştır.

Son birkaç yıldır ilgi azaldı. Yarıyıl Görünümümüzde de belirttiğimiz gibi, küresel yatırımcıları bir sonraki marjinal dolarlarını Amerika Birleşik Devletleri dışında yatırıma iten bir itme ve çekme gücü var:

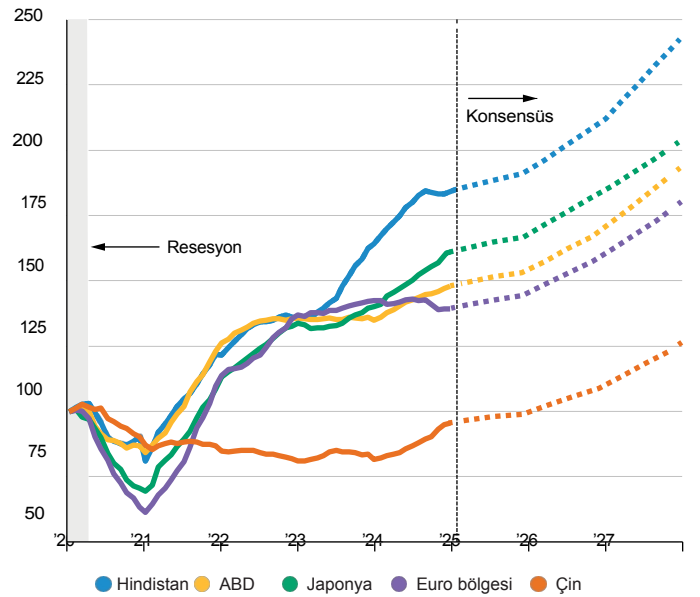
- ABD doları hala gerçeğe uygun değerinin %10 üzerinde değerlidir³
- Bu yıl dolar ile ABD hisse senetleri arasındaki pozitif korelasyon, yabancı yatırımcıları dolar riskini daha fazla korumaya yönlendirmektedir.
- ABD hisse senetlerinin uluslararası hisse senetlerine göre primi hala %34'tür (uzun vadeli ortalaması %19'dur).
- ABD hala küresel hisse senedi endekslerinin %65'inden fazlasını temsil ediyor ve
- ABD hisse senetleri hala 10 şirkette (ve yapay zeka temasında) %40'ın üzerinde bir yoğunlaşma rekoruna sahiptir.

2026 yılında, uluslararası hisse senedi getirilerine en büyük katkı, temel faktörlerden, özellikle de kazanç büyümesinden gelmelidir. 2025 yılında, yatırımcılar, yüksek gümrük vergileri ve daha güçlü para birimlerinin etkisiyle Avrupa ve Japonya'da tek haneli düşük kazanç büyümesinden (ABD'de %10'un üzerinde) biraz hayal kırıklığına uğradılar.

önemli ihracat şirketleri. Gelecek yıl, ABD ve diğer bölgeler arasındaki kazanç artışının daralması bekleniyor. Bu, küresel faaliyetlerin dirençli olması, gümrük vergileri konusundaki belirsizliğin azalması, enflasyonun iyi seyretilmesi nedeniyle küresel para politikasının gevşetilmesi, para birimlerinde beklenmedik dalgalanmaların azalması ve son dönemde hükümet yatırımlarının hayata geçirilmesiyle Almanya ve Avrupa genelinde imalat sektöründe yaşanan canlanma göz önüne alındığında makul görünüyor.

Bu döngüsel, Çin dışındaki (cx-Çin) büyüme, ABD ile aynı hızda devam etmektedir.

Ek 4: Son 12 aylık kazanç artışı, yerel para birimi, Ocak 2020=100



Kaynak: FactSet, MSCI, Standard & Poor's, J.P. Morgan Asset Management. Ülkeler, S&P 500 ile temsil edilen ABD hariç, kendi MSCI ülke endeksleriyle temsil edilmektedir. Veriler 13 Kasım 2025 itibarıyla alınmıştır.

³ J.P. Morgan Asset Management'in 2026 Uzun Vadeli Sermaye Piyasası Varsayımlarına dayanmaktadır. USD, ticaret ağırlıklı doları ifade eder. Tahmin, satın alma gücü paritesi çerçevesini kullanarak başlangıç noktası ile gerçeğe uygun değer tahmini temel alınarak yapılmıştır ve önümüzdeki 10-15 yıl için geçerlidir.

Aslında, 2025'te bir durgunluk yaşanmasına rağmen, kazanç farkı Sergi 4'te gösterildiği gibi, pandemi döneminden bu yana ABD ve uluslararası şirketler (Çin hariç) küçülme eğilimindedir. İleriye baktığımızda, uluslararası kazançlara olan inancımızı güçlendiren, yapısal ve döngüsel temalardır. Bunlar arasında, göz ardı edilmesi zor dört ana tema bulunmaktadır.

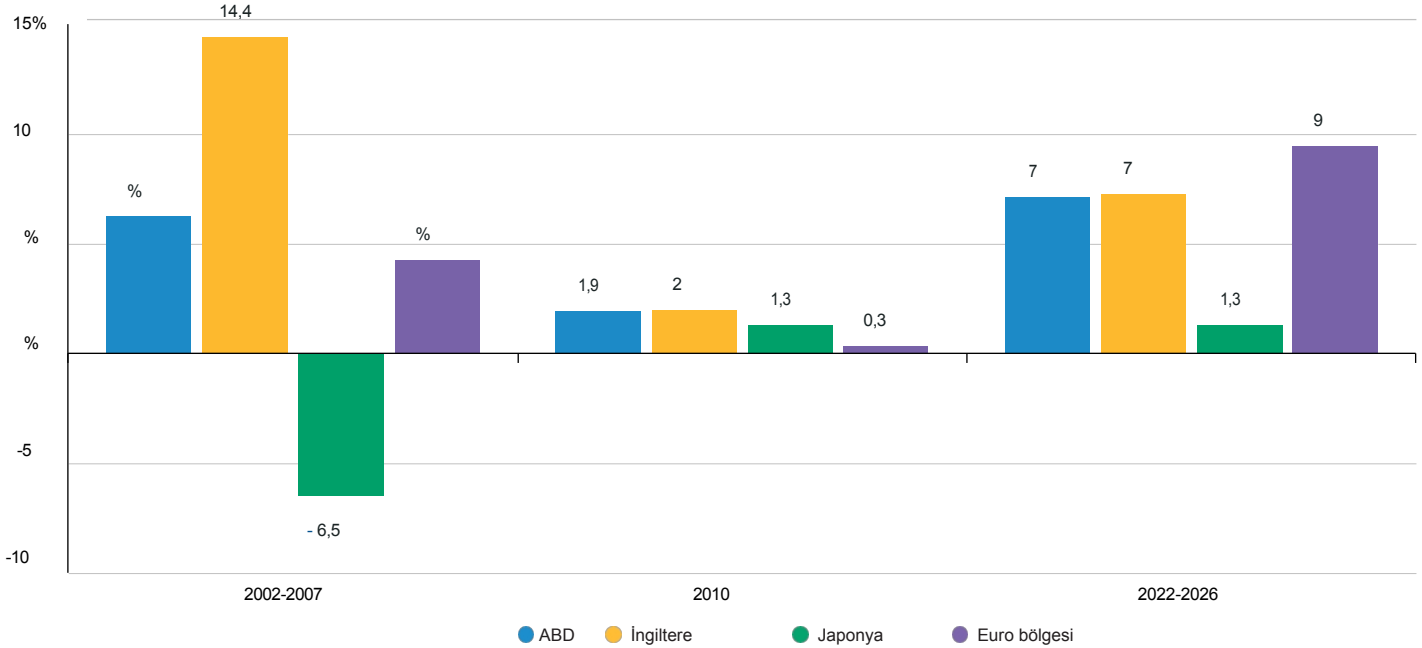
1. Pozitif nominal büyüme: Daha yüksek nominal büyümeye geçiş ve negatif faiz oranlarının sona ermesi, Avrupa ve Japon şirketlerini, özellikle bankaları ve değer sektörlerini dönüştürdü. Hala derin değerlendirme indirimleri olduğu için, ABD dışındaki gelişmiş finans sektörlerinde fırsatlar hala mevcuttur.
2. AI teması genişliyor: Bu tema, daha geniş bir yelpazedeki yarı iletken, bulut/internet ve robotik şirketlerini kapsayarak gelecek yıl da devam etmelidir. Bu, Çin, Kore, Tayvan ve Japonya'daki teknoloji sektörlerini desteklemekte ve teknolojinin endeksin %27'sini oluşturduğu gelişmekte olan pazarlarda giderek daha önemli hale gelmektedir. endeksin %27'sini oluşturmaktadır.
3. Maliye tarafında harcamalar: Küresel finansal kriz sonrası ve pandemi öncesi döngüden farklı olarak, bu döngüde euro bölgesi başta olmak üzere küresel hükümetler güçlü yatırımlar gerçekleştirdi

(Ek 5). 2025 yılında birkaç büyük mali duyuru yapıldı; bunların en büyüğü Almanya'da yapıldı, ancak daha geniş Avrupa ülkeleri de GSYİH'nın %5'ini savunma ve altyapıya harcamayı taahhüt etti. Bu harcamalar 2026 yılında başlamalıdır – özellikle Avrupa savunma şampiyonlarına fayda sağlayan yurt içi tedariklerde (hala ABD'deki emsallerine göre indirimli olarak işlem görmektedir). Japonya'nın yeni hükümeti ayrıca, özellikle hane halklarına yönelik mali harcamaları artıracak gibi görünüyor. Bu durum, hızlanan reel ücret artışıyla birleştiğinde, hoş bir reflasyonist etki yaratacaktır. ABD dışındaki gelişmiş piyasalarda bu durum, piyasa değeri spektrumunun alt kısmı da dahil olmak üzere yerli şirketlere yönelmeyi desteklemektedir.

4. Yurtdışındaki hissedar odaklılık: Bir zamanlar yalnızca Amerika Birleşik Devletleri'ne özgü olan hisse geri alımları ve hissedar dostu politikalar, Avrupa ve Asya'ya da yayılmıştır. 2025 yılında, Kore ve Japonya'da piyasa değerinin payı olarak hisse geri alım duyuruları Amerika Birleşik Devletleri'ni geride bırakmıştır. Bu eğilim, özellikle Japonya ve Kore'de, değer hisselerini desteklemekte ve hisse başına kazancı artırmaktadır. Uluslararası piyasalar ayrıca ABD'nin iki katı kadar temettü getirisi sunmaktadır.

Küresel finansal kriz sonrası dönemden farklı olarak, mali kemer sıkma politikası tüm bölgelerde geride bırakılmıştır.

Ek 5: Nominal kamu yatırımı, ortalama yıllık büyüme oranı



Kaynak: OECD, J.P. Morgan Asset Management. *2022-2026, OECD tahminlerini içermektedir. Euro bölgesi, Fransa, Almanya, İtalya ve İspanya'nın GSYİH ağırlıklı ortalamasıdır. Kamu yatırımı, kamu hizmetlerini ve ekonomik kalkınmayı desteklemek amacıyla kamu kurumları tarafından altyapı, binalar, makine ve ekipman gibi uzun vadeli varlıklara yapılan sabit sermaye yatırımdır. Veriler 13 Kasım 2025 itibarıyla alınmıştır.

Alternatifler: Alfa erişimini yaygınlaştırmak, ancak seçicilik önemlidir

Yatırımcılar dengeli bir portföyün ayrılmaz bir parçası olarak özel piyasa alternatiflerini giderek daha fazla dikkate aldıkça, halka açık piyasalardaki birçok tema özel piyasa yatırımcıları için de geçerli hale gelmektedir. Ayrıca, evergreen fonların sunduğu alternatiflerin erişilebilirliğinin artması, daha fazla yatırımcının daha geniş bir fırsat yelpazesi içinde tematik yatırımlar yapmasına olanak sağlamıştır. sürekli fonların sağladığı alternatiflere erişimin artması, daha fazla yatırımcının daha geniş bir fırsat yelpazesinde tematik yatırımlar yapmasına olanak sağlamıştır.

Önümüzdeki yıl, yapay zeka yine önemli bir konu olmaya devam edecek gibi görünüyor. Kavram kanıtlamadan büyük ölçekli uygulamaya geçerken, bu teknolojik devrimin değer zincirinde nereye yatırım yapılacağı sorusu önem kazanıyor. Özel piyasalar bu konuda geniş bir hareket alanı sunuyor. Yapay zeka

meraklıları, en son teknolojileri kullanarak gelişme veya altyapı fırsatları için risk sermayesine yönelebilirler.

veri merkezlerinin doyumsuz güç ihtiyacını desteklemek için. Aslında, hiper ölçekli şirketlerin yaptığı büyük harcamalar, kamu piyasalarından özel piyasalara değer transferi olarak görülebilir: Özel sermaye, altyapı ve özel kredi fonları, veri merkezlerinin ve ilgili altyapısının inşasının arkasındaki kilit oyuncular olmuştur.

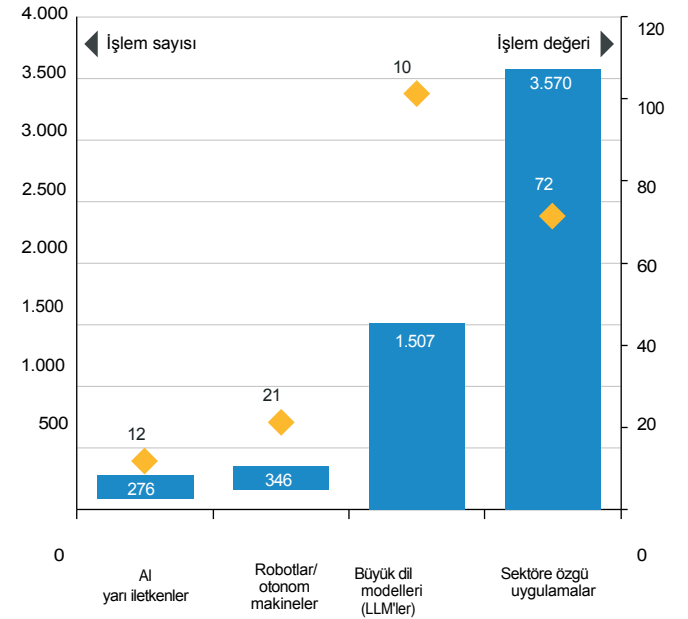
2025 yılı bize yapay zekanın yıkıcı ve öngörülemez bir teknoloji olduğunu da hatırlattı. Ocak ayında, nispeten bilinmeyen bir Çinli şirket olan Deepseek'in, daha ünlü rakiplerinden daha hızlı ve daha ucuza büyük bir dil modeli oluşturabileceğinin ortaya çıkmasıyla piyasalar bu kırılganlığa dair güçlü bir uyarı aldı. Yapay zeka temalı halka açık hisse senetlerinin artan yoğunlaşması ve yüksek değerlemelerden endişe duyanlar, Magnificent

S&P 500'ün %35'ini oluşturan ve endeksin ileriye dönük fiyat/kazanç oranı 23X'e ulaşan bu durum, halka açık piyasalara daha düşük korelasyon gösteren alternatif yatırım araçlarına yapılan tahsisatları artırmaya yöneltebilir.

Özel sermaye (PE), tarihsel olarak halka açık piyasalara göre güçlü bir alfa üreticisi olmuştur. Çeşitlendirilmiş bir küresel satın alma endeksi, 2005-2024 yılları arasında küresel halka açık hisse senetlerini 500 baz puan geride bırakmıştır. Ancak, 2023 yılından bu yana, halka açık hisse senetlerinin olağanüstü performansı, medyan PE fonunu gölgede bırakmıştır. Halka açık piyasaların üstün performansı devam etmeyebilir ve likidite priminin geri dönmesini bekliyoruz, ancak anlamlı alfa ekleyerek tutarlı bir şekilde üstün performans gösterebilen yöneticileri aramak giderek daha önemli hale gelmektedir.

Risk sermayesi, AI teknolojilerine yatırım yapmak için birçok fırsat sunuyor

Ek 6: Türrüne göre VC AI işlemleri, son 12 ayın sayısı, milyar ABD doları, 2Ç25



Kaynak: Pitchbook, J.P. Morgan Asset Management. Sektöre özgü uygulamalar, yapay zeka modelleri üzerine kuruludur ve alana özgü performans ve entegrasyon sağlar. Veriler 13 Kasım 2025 itibarıyla alınmıştır.

2025 yılının başında görülen yüksek düzeydeki oynaklık ve ekonomik belirsizlik, şirketlerin satışı veya halka arzların gerçekleştirilmesi için daha zorlu bir dönem yarattı. Bu durum, özellikle büyük uluslararası şirketlerin manşet risklerine maruz kaldığı büyük sermayeli piyasa kesiminde daha belirgindi. Bu ortamda, küçük ve orta ölçekli özel sermaye fonları bazı avantajlara sahipti: daha düşük değerlemeler, yurt içi odaklılık, daha basit iş modelleri ve daha denenmiş ve test edilmiş değer yaratma stratejileri.

Faiz oranlarının düşmesi ve finansman maliyetlerinin azalması, özel sermaye işlemleri için önemli bir itici güç olabilir. Buna, son zamanlarda özel sermaye fonlarının halka arz sonrası gösterdiği güçlü performans, resesyon yaşamayan ekonomi, sağlıklı sermaye piyasaları ve birleşmeleri destekleyen düzenleyici ortam da eklenince, 2026 yılı özel sermaye fonlarının çıkışları için iyi bir yıl olmaya aday görünüyor. Bu da, şirketlerin stoklarının hala yüksek olduğu bir ortamda özel sermaye fonlarının yatırımcılara yaptığı dağıtımları artırmasına olanak tanıyacak.

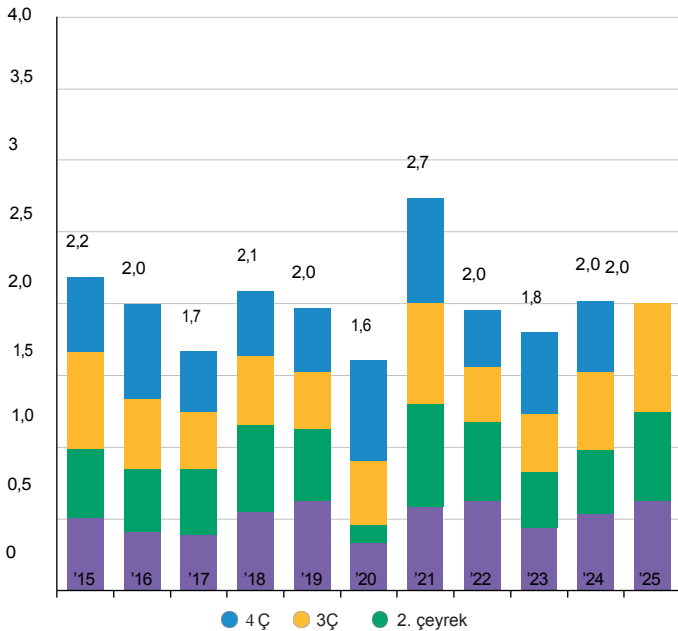
Gayrimenkul sektörü, 2022'deki faiz artışlarının yanı sıra COVID sonrası ofislerin, perakende ve kentsel-banliyö yaşam modellerinin geleceğinin yeniden değerlendirilmesiyle birlikte değer kazanmaya devam ediyor. NCREIF, 3Ç25'te tüm sektörlerin kazanç gösterdiği dördüncü çeyrek üst üste pozitif getiri kaydetti. Bu yeniden fiyatlandırmaya yol açan birçok faktör şu anda yeniden değerlendiriliyor.

Ofisler açısından, yatırımcılar gelecekte hibrit çalışmanın nasıl olabileceğine dair daha iyi bir anlayış kazanıyor. Konut piyasalarında, bazı piyasalar yerel aşırı arzla mücadele ederken, daha kısıtlayıcı inşaat izinlerine sahip birçok şehir merkezinde kira artışları güçlü seyrediyor. Piyasalar, önümüzdeki dönemde kısa vadeli faiz oranlarının %0,5-0,75 oranında düşeceğini fiyatlar. Bu yıl, mali endişelerin getiri eğrisinin uzun vadeli kısmını baskı altında tutması nedeniyle mortgage faizleri ve uzun vadeli faizler yüksek seviyelerde kalabilir. Bu durum, inşaat faaliyetlerini kısıtlayan ve arzın sınırlı olduğu pazarlarda sabırlı sermaye yatırımlarını ödüllendiren bir ortam yaratabilir.

Özel kredilerde büyüyen bir balon olduğuna dair uyarıda bulunanlar, Eylül ayında birkaç borçlunun büyük borçlarını ödeyememesi üzerine haklı çıktıklarını hissetmiş olabilirler. Ancak, bu temerrütler, özel kredi ve kaldıraçlı kredi alanında daha geniş sistemik risklerin habercisi olmaktan ziyade, ihracçılara özgü endişeler ve otomotiv sektörüne özgü sorunlarla sınırlı görünmektedir. Bununla birlikte, kredi spreadleri sıkışmış durumda, risklerin var olabileceğini kabul ederek kredi kalitesine

Kuzey Amerika M&A: Devam eden ivme, özel sermayede değer yaratabilir

Şekil 7A: Trilyon ABD doları



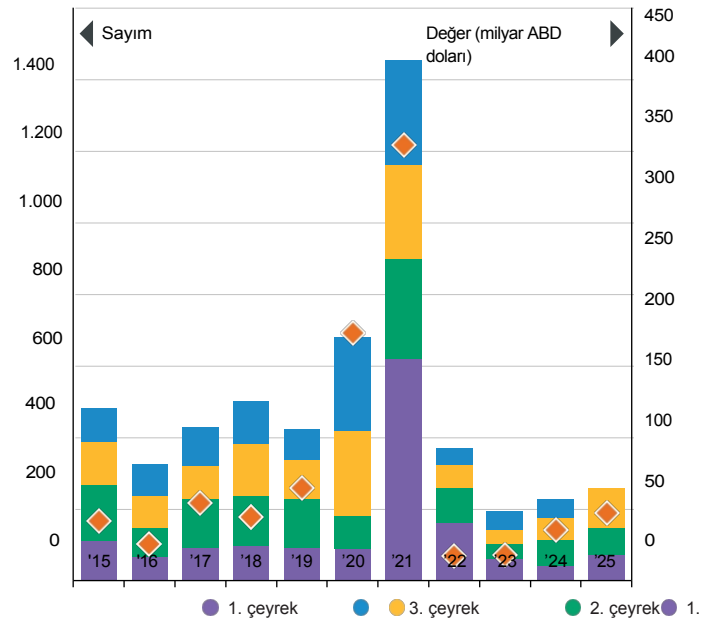
Kaynak: 2025 verileri, gösterilen son çeyreğe aittir. (Sol) Pitchbook, J.P. Morgan Asset Management. Alternatifler Rehberi. Veriler 13 Kasım 2025 tarihine aittir. (Sağ) Bloomberg, J.P. Morgan Asset Management. Halka Arz verileri Bloomberg tarafından sağlanmaktadır ve kamuya açık duyurularla takip edilmekte veya anlaşmanın baş sigortacısı tarafından doğrudan açıklanmaktadır. İstisnalar arasında, halka arz işlemleri olarak doğrudan listelemeler veya özel bir şirketin halka açılmasına neden olan SPAC birleşmeleri bulunmaktadır. Alternatifler Rehberi. Veriler 13 Kasım 2025 itibarıyla alınmıştır.

ve risklerin var olabileceği kabul edilerek uygun fiyatlandırmaya yeniden odaklanılmaktadır. 2026 yılında resesyon olasılığı düşük görünse de, ekonomik görünümle ilgili endişeler devam etmektedir. Özel kredi, kamu piyasası kredisine göre sağlıklı bir prim sunmaya devam etmektedir, ancak yatırımcılar risklerini çeşitlendirmeyi ve yavaşlamayı daha iyi atlatabilecek stratejileri, örneğin geniş çeşitlilikle ikincil yatırımlar, yatırım notu özel krediler veya sorunlu borçlar ve özel durumlar gibi fırsatçı stratejiler gibi stratejiler.

2025 yılı boyunca, politika kaynaklı oynaklık ve fiyat dengesizlikleri yöneticilere alfa üretimi için hammadde sağladığından, hedge fonları ticaret için bolca fırsat buldu. Ancak, değişimin çeşitliliği ve hızı, hedge fon stratejileri arasında çeşitlendirme stratejisini destekledi. Günümüzde küresel makro uygulayıcıları, baktıkları her yerde katalizörler buluyor: Farklı merkez bankası politikaları, tedarik zincirlerinin yeniden yerleştirilmesi ve jeopolitik riskler, faiz oranları, para birimleri ve emtialar arasında ticarete konu olabilecek dengesizlikler yaratıyor.

Kuzey Amerika halka arzları: Yüksek değerlemeler halka arzları teşvik ediyor

Ek 7B: Duyuruya göre üç aylık sayı ve yıllık değer 1.600



Varlık dağılımı: "Onsides"e geri dönme zamanı

Uzun yıllar boyunca, "doğru" portföy yapısı (yurt içi ve yurt dışı hisse senetleri ve tahvillere yayılmış çeşitlendirilmiş bir portföy düşünün) yavaş yavaş popülerliğini yitirmiştir. Bunun nedeni, belirli varlıkların diğerlerine göre sürekli olarak daha iyi performans göstermesidir: hisse senetleri tahvillere, büyüme değere ve ABD uluslararası piyasalara göre. Sonuç olarak, 2025'in başında, tahvillerin yükselişe geçmesi ve ABD dışındaki hisse senedi piyasalarının patlamasıyla birçok yatırımcı kendini "ofsayt" konumunda bulmuş olabilir. Yatırımcılar bir daha "ofsayt" konumunda kalmak istemeyeceklerdir.

2026 yılında portföy yapısını nasıl yeniden dengeleyeceklerini düşünürken, yatırımcılar kendilerine bir dizi sonuç odaklı soru sormalıdır: Gelir mi, sermaye koruması mı yoksa büyüme mi arıyorlar? Bu süreçte, volatiliteye toleranslı mı yoksa riskten kaçınan mı? Likidite bir sorun mu? Bu soruların yanıtları, varlık dağılımı kararlarını etkiler ve hem geleneksel hem de alternatif varlıklar bu konuda rol oynar.

Bu varlıkların performansı makroekonomik duruma bağlıdır. Bu konuda durum her zamanki gibi belirsizdir: Büyüme yavaşlamaktadır ancak durma noktasına gelmemiştir, düşük işsizlik oranı istihdam yaratımındaki anlamlı yavaşlamayı gizlemektedir ve tüketim en zenginler ile daha az şanslılar arasında dengesiz bir şekilde ilerlemektedir; enflasyon eğilimi Şu anda yanlış yönde ilerliyor, ancak 2026'nın ilerleyen dönemlerinde düşmesi bekleniyor; ayrıca önemli politika değişiklikleri de yolda. Tüm bunlar, eğri boyunca dalgalanan faiz oranı beklentilerine ve dolayısıyla piyasalarda volatiliteye yol açıyor.

Bu volatilitenin altında, fırsatlar değişmiştir. Sabit getirili menkul kıymetler, son on yıllara göre tartışmasız daha caziptir. Ancak, orta vadeli tahvillere yapılan tahsisler 12 ayın en yüksek seviyesine çıkmış olsa da, yatırımcıların %80'i Bloomberg'e göre durasyon açısından düşük ağırlıkta kalmaya devam etmektedir. ABD Toplamı. Ancak bu bir sorun teşkil etmemelidir, çünkü getiri eğrisinin dikleşmesi, faiz oranlarındaki olası düşüşlerin çoğunun kısa vadede gerçekleşeceğini göstermektedir. Bununla birlikte, yatırımcı duyarlılığı nihayetinde uygun risk düzeyini belirleyecektir: örneğin, büyümeyle ilgili endişeler vade süresinin uzatılmasını gerektirebilir, çünkü mevcut faiz ortamı tahvilleri resesyona karşı etkili bir dengeleyici haline getirmektedir. Kredi tartışmaları da benzer bir yol izlemektedir: olumlu makroekonomik koşullar krediye daha fazla ağırlık verilmesini desteklerken, resesyon korkuları aktif yönetimin ön plana çıkmasını teşvik etmektedir.

Hisse senetlerinde, Magnificent 7'nin son üç yıldaki güçlü kazanç büyümesi, halihazırda güçlü olan büyüme performansını daha da uzatarak yatırımcıları diğer piyasalara daha az ağırlık vermeye yöneltmiştir. ABD hisse senedi portföyleri endeks düzeyinde değerlendirildiğinde değer ve büyümeye eşit düzeyde maruz kalmış gibi görünse de, temel varlıkların analizi büyümeye daha fazla ağırlık verildiğini göstermektedir. Ayrıca, etkileyici performansın etkisiyle bu yılın başlarında yükselen yabancı piyasalara olan ilgi, son zamanlarda azalmıştır. Yıl boyunca, ABD dışı hisse senetlerine yapılan ortalama tahsis, tüm hisse senedi varlıklarının %20'sinden %25'ine yükselmiştir. Bu, anlamlı bir artış olmakla birlikte, "çeşitlendirilmiş" olarak kabul edilen seviyenin hala oldukça altındadır.

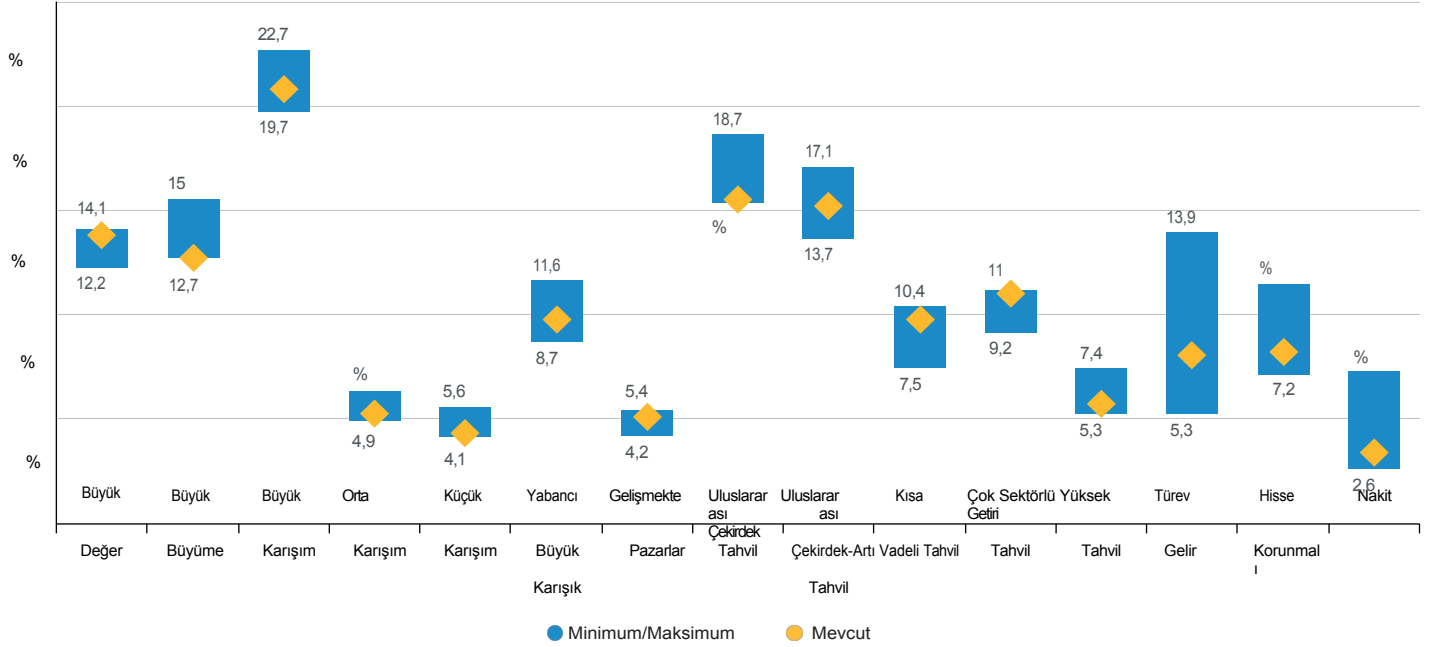
Bu düşük ağırlıklar çok ciddi: Yabancı piyasalardaki yapısal değişiklikler, bu yıl temel göstergelerin iyileşmesine yol açtı temellerin iyileşmesine yol açan yapısal değişimler devam edecek ve bu ülkelerin rekabet gücünü korumasını sağlayacaktır. Ayrıca, ABD hisse senedi piyasasının performansı başlangıçta beklendiği kadar iyileşmemiş olsa da, doğru yönde ilerlemektedir: Magnificent 7, 2025 yılı S&P 500 performansında önceki yıllara göre daha az paya sahipken, kazanç artışı genişlemeye devam etmekte ve analistler Magnificent 7 ile endeksin geri kalanı arasında neredeyse eşitlik var. Bu, genel değerlemelerin on yılların en yüksek seviyelerinde olması nedeniyle, seçkin değer sektörlerinin 2026'da daha büyük bir rol oynaması gerektiğini, ancak yapay zekanın uzun vadeli seküler gücü olgunlaşmaya devam ettikçe büyümenin iyi seyretmeye devam edeceğini gösteriyor. Diğer bir deyişle, portföyler dengeli olmalı.

Alternatifler için, portföy oluşturmada sonuç odaklı yaklaşım özellikle önemlidir. Her bir ana alt varlık sınıfı belirli bir rol oynamaya ayarlanmıştır: halka açık hisse senetlerindeki yüksek değerlemeler gelecekteki getirileri zorlayacak, faiz oranlarının düşmesiyle gelir fırsatları azalacak ve resesyon olmaması durumunda hisse senedi/tahvil korelasyonları pozitif kalacaktır. Düzenlemelerdeki değişiklikler ve teknolojinin minimum tutarları düşürerek ve likiditeyi artırarak erişimi "demokratikleştirmesiyle" bu varlıklar ortalama yatırımcılar için de giderek daha erişilebilir hale gelecektir.

Bu nedenle, geleneksel "60/40" hisse senedi/tahvil çerçevesi, alternatif varlıkları da içeren bir çerçeveye dönüştürülmelidir: örneğin, istenen sonuca bağlı olarak, alternatif varlıkların kamu piyasası varlıklarını tamamlamak üzere dahil edildiği "60/40+" gibi bir çerçeve, daha güçlü, daha az korelasyonlu ve daha düşük volatiliteye sahip getiriler sağlayacaktır.

Çeşitlendirilmiş portföyler gelişmiştir, ancak yatırımcıların pozisyonları değişmemiştir

Şekil 8: İlimli modellerde ortalama dağılımlar, son 12 ay 25%



Kaynak: J.P. Morgan Asset Management. Not: Analiz edilen her portföyde tüm kategoriler temsil edilmediğinden, ortalama tahsisatların toplamı 100'e ulaşmayacaktır. Veriler 13 Kasım 2025 tarihine aittir.

Sonuç olarak, geleneksel olarak çeşitlendirilmiş portföyler eskisi kadar popüler olmasa da, daha geniş ve gelişmiş bir çeşitlendirme modeli her zamankinden daha önemlidir. Ne yazık ki, bu yeniden dengelemenin bir maliyeti vardır: vergiler. Bu nedenle, yatırımcılar 2026 yılında portföy yapılandırmasına vergi yönetimini dahil etmeli, vergi verimliliği ve vergi sonrası sonuçları iyileştirmek için "vergi kaybı hasadı" için ETF'lere ağırlık vermelidir.

Günümüz dünyasında çeşitlendirmenin öldüğünü düşünenler için bir teselli: çeşitlendirmenin öldüğüne dair haberler büyük ölçüde abartılıdır ve şu an "oyuna geri dönmek" için mükemmel bir zamandır.

Yazarlar



Dr. David Kelly, CFA
Genel Müdür Baş Küresel
Stratejist



Gabriela Santos
Genel Müdür
Baş Pazar Stratejisti - Amerika



Mccra Pandit, CFA
Yönetici Direktör Küresel
Piyasa Stratejisti



Jack Manley
Yönetici Direktör Küresel
Piyasa Stratejisti



Jordan Jackson
Yönetici Direktör Küresel
Piyasa Stratejisti



Aaron Mulvihill
Yönetici Direktör
Küresel Alternatif Stratejisti



Marina Valcintini
Başkan Yardımcısı
Küresel Pazar Stratejisti



Stéphane Aliaga
Başkan Yardımcısı
Küresel Pazar Stratejisti



Sahil Gauba
Araştırma Analisti Başkan
Yardımcısı



Katic Korngicbcl
Araştırma Analisti
Yardımcısı



Brandon Hall, CFA
Araştırma Analisti
Yardımcısı



Grant Papa
Araştırma Analisti
Yardımcısı



Mary Park Durham
Araştırma Analisti
Yardımcısı

Indcx Tanımları

Tüm endeksler yönetilmez ve bireyler endekslere doğrudan yatırım yapamazlar. Endeks getirileri ücretleri veya masrafları içermez.

Kompozit PMI gelecekteki üretim endeksi, ekonomik büyümenin bir göstergesidir ve resmi verilerden çok önce GSYİH, hizmet sektörü büyümesi ve endüstriyel üretim eğilimleri hakkında değerli bilgiler sağlayabilir.

Bloomberg Euro Aggregate Corporate Index, Euro Aggregate Index'in kurumsal bileşenini ölçen bir referans endeksidir. Yatırım notuna sahip, euro cinsinden, sabit faizli menkul kıymetleri içerir.

Bloomberg Pan-Avrupa Yüksek Getiri Endeksi, yatırım notu olmayan, sabit faizli ve euro cinsinden kurumsal tahvillerin piyasasını ölçer. Aşağıdaki para birimleri: euro, İngiliz sterlini, Danimarka kronu, Norveç kronu, İsveç kronu ve İsviçre frangı. Dahil edilme, ihracının yerleşim yeri değil, ihrac edilen para birimi temel alınarak belirlenir. Endeks, gelişmekte olan piyasa borçlarını içermez.

Bloomberg ABD Toplam Hazine Bonosu Endeksi, yatırım notu olan, ABD doları cinsinden, sabit faizli, vergilendirilebilir tahvil piyasasını ölçen geniş tabanlı bir referans endeksidir. Bu endeks, hazine bonoları, devletle ilgili ve kurumsal menkul kıymetler, ipotek teminatlı menkul kıymetler, varlık teminatlı menkul kıymetler ve teminatlı ipotek teminatlı menkul kıymetleri içerir.

ICE BofA MOVE Endeksi, sabit getirili menkul kıymetler piyasasındaki oynaklığı izler.

J.P. Morgan Kurumsal Gelişmekte Olan Piyasalar Tahvil Endeksi Geniş Çeşitlendirilmiş (CEMBI Geniş Çeşitlendirilmiş), J.P. Morgan Kurumsal Gelişmekte Olan Piyasalar Tahvil Endeksi'nin (CEMBI) bir genişletmesidir. CEMBI, ABD doları cinsinden gelişmekte olan piyasa kurumsal tahvillerinden oluşan, piyasa değeri ağırlıklı bir endekstir.

J.P. Morgan Emerging Markets Bond Index Global Diversified (EMBI Global Diversified), gelişmekte olan piyasalardaki devlet ve yarı devlet kuruluşları tarafından ihraç edilen ABD doları cinsinden borçlanma araçlarının (Brady tahvilleri, krediler, Eurobondlar) toplam getirisini izler. Endeks, bazı büyük ülkelerin risklerini sınırlandırır.

J.P. Morgan GBI EM Global Diversified, gelişmekte olan piyasa hükümetleri tarafından ihraç edilen ve uluslararası yatırımcıların çoğunun erişebildiği yerel para birimi cinsinden borçlanma araçlarının performansını izler.

J.P. Morgan Leveraged Loan Endeksi, ABD kaldıraçlı kredilerinin yatırım yapılabilir evrenini yansıtmak üzere tasarlanmıştır.

MSCI ACWI (All Country World Index), gelişmiş ve gelişmekte olan piyasaların hisse senedi piyasası performansını ölçmek için tasarlanmış, serbest dolaşımdaki hisselerle düzeltilmiş piyasa değeri ağırlıklı bir endekstir.

MSCI EAFE Endeksi (Avrupa, Avustralasya, Uzak Doğu), ABD ve Kanada hariç gelişmiş piyasaların hisse senedi piyasası performansını ölçmek için tasarlanmış, serbest dolaşımdaki hisselerle düzeltilmiş piyasa değeri endeksidir.

MSCI Gelişmekte Olan Piyasalar Endeksi, küresel gelişmekte olan piyasalardaki hisse senedi piyasası performansını ölçmek için tasarlanmış, serbest dolaşımdaki hisselerin piyasa değerine göre ayarlanmış bir endekstir.

MSCI Avrupa Endeksi, Avrupa'daki gelişmiş piyasalardaki hisse senedi performansını ölçmek için tasarlanmış, serbest dolaşımdaki hisselerle düzeltilmiş piyasa değeri endeksidir.

MSCI Pasifik Endeksi, Pasifik bölgesindeki hisse senedi piyasası performansını ölçmek için tasarlanmış, serbest dolaşımdaki hisselerle düzeltilmiş piyasa değeri endeksidir.

MSCI World with USA Gross Endeksi, 23 gelişmiş piyasa ülkesindeki büyük ve orta ölçekli şirketlerin performansını ölçer. 1.540 bileşenden oluşan endeks, küresel yatırım yapılabilir hisse senedi fırsatlarının yaklaşık %85'ini kapsar.

Russell 1000 Endeksi®, Russell 3000'deki en büyük 1.000 şirketin performansını ölçer.

Russell 1000 Değer Endeksi®, Russell 1000 endeksinde yer alan, fiyat-defter değeri oranı daha düşük ve büyüme tahminleri daha düşük olan şirketlerin performansını ölçer.

S&P 500 Endeksi, genel olarak ABD hisse senedi piyasasının en iyi tek göstergesi olarak kabul edilmektedir.

Endeks, ABD ekonomisinin önde gelen sektörlerinde faaliyet gösteren 500 lider şirketin temsili bir örneğini içermektedir. **S&P 500 Endeksi**, piyasanın büyük sermayeli segmentine odaklanmaktadır; ancak, piyasanın toplam değerinin önemli bir bölümünü içerdüğinden, genel piyasayı da temsil etmektedir.

ABD Hazine Endeksi, ABD hükümet endeksinin bir bileşenidir.

J.P. Morgan Varlık Yönetimi

277 Park Avenue I New York, NY 10172

Piyasa İlgörürleri programı, ürünlerle ilgili olmaksızın küresel piyasalar hakkında kapsamlı veriler ve yorumlar sunar. Müşterilerin piyasaları anlamalarına ve yatırım kararlarını desteklemelerine yardımcı olmak için tasarlanan program, güncel ekonomik verilerin ve değişen piyasa koşullarının etkilerini araştırır.

MiFID II kapsamında, JPM Market Insights ve Portfolio Insights programları pazarlama iletişimi niteliğindedir ve yatırım araştırmalarıyla ilgili MiFID II/MiFIR gerekliliklerinin kapsamına girmez.

Ayrıca, J.P. Morgan Asset Management Market Insights ve Portfolio Insights programları, bağımsız olmayan araştırmalar olarak, yatırım araştırmalarının bağımsızlığını teşvik etmek için tasarlanmış yasal gerekliliklere uygun olarak hazırlanmamıştır ve yatırım araştırmalarının yayılmasından önce işlem yapma yasağına da tabi değildir.

Bu belge, yalnızca bilgilendirme amaçlı genel bir iletişim belgesidir. Eğitim amaçlıdır ve herhangi bir yargı alanında belirli bir yatırım ürünü, stratejisi, plan özelliği veya başka bir amaç için tavsiye veya öneri olarak değerlendirilmemelidir. Ayrıca, J.P. Morgan Asset Management veya bağlı kuruluşlarının burada belirtilen işlemlerin herhangi birine katılacağına dair bir taahhüt niteliği taşımaz.

J.P. Morgan Asset Management veya herhangi bir iştiraki tarafından burada belirtilen işlemlerin herhangi birine katılma taahhüdü değildir. Kullanılan tüm örnekler genel niteliktedir.

varsayımsal ve sadece açıklama amaçlıdır. Bu materyal, bir yatırım kararını destekleyecek yeterli bilgi içermez ve yatırım kararı alınmamalıdır. herhangi bir menkul kıymet veya ürüne yatırım yapmanın yararlarını değerlendirirken güvenilebileceğiniz bir kaynak değildir. Ayrıca, kullanıcılar yasal, düzenleyici, vergi, kredi ve muhasebe ile ilgili etkileri bağımsız olarak değerlendirmeli ve kendi profesyonel danışmanlarıyla birlikte, burada bahsedilen yatırımların kişisel hedeflerine uygun olup olmadığını belirlemelidir. Yatırımcılar, yatırım yapmadan önce mevcut tüm ilgili bilgileri edindiklerini herhangi bir yatırım. Belirtilen tüm tahminler, rakamlar, görüşler veya yatırım teknikleri ve stratejileri, belirli varsayımlara ve mevcut piyasa koşullarına dayalı olarak yalnızca bilgi amaçlıdır ve önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir. Burada sunulan tüm bilgiler, hazırlandığı tarihte doğru kabul edilmektedir, ancak doğruluğu garanti edilmez ve herhangi bir hata veya eksiklikle ilgili sorumluluk kabul edilmez. Yatırımın riskler içerdiği, yatırımların değeri ve bunlardan elde edilen gelirlerin piyasa koşullarına ve vergi anlaşmalarına göre dalgalanabileceği ve yatırımcıların yatırdıkları tutarın tamamını geri alamayabilecekleri unutulmamalıdır. Geçmiş performans ve getiriler, mevcut ve gelecekteki sonuçlar için güvenilir göstergeler değildir.

J.P. Morgan Asset Management, JPMorgan Chase & Co. ve dünya çapındaki bağlı şirketlerinin varlık yönetimi işinin marka adıdır.

Yürürlükteki yasaların izin verdiği ölçüde, yasal ve düzenleyici yükümlülüklerimize ve iç politikalarımıza uymak amacıyla telefon görüşmelerini kaydedebilir ve elektronik iletişimi izleyebiliriz. Kişisel veriler, <https://am.jpmorgan.com/global/privacy> adresinde yer alan gizlilik politikalarımıza uygun olarak J.P. Morgan Asset Management tarafından toplanacak, saklanacak ve işlenecektir.

Bu iletişim aşağıdaki kuruluşlar tarafından yayınlanmıştır:

Amerika Birleşik Devletleri'nde, J.P. Morgan Investment Management Inc. veya J.P. Morgan Alternative Asset Management, Inc. tarafından, her ikisi de Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu tarafından denetlenmektedir; Latin Amerika'da, amaçlanan alıcıların kullanımı için sadece, duruma göre yerel J.P. Morgan kuruluşları tarafından; Kanada'da, kurumsal müşterilerin kullanımı için, Yukon hariç tüm Kanada eyaletlerinde ve bölgelerinde kayıtlı Portföy Yöneticisi ve Muaf Piyasa Aracısı olan ve ayrıca British Columbia, Ontario ve Quebec'te Yatırım Fonu Yöneticisi olarak kayıtlı olan JPMorgan Asset Management (Canada) Inc. tarafından.

ve Newfoundland ve Labrador. Birleşik Krallık'ta, Finansal Davranış Otoritesi tarafından yetkilendirilmiş ve denetlenmiş olan JPMorgan Asset Management (UK) Limited tarafından; diğer Avrupa yargı bölgelerinde ise JPMorgan Asset Management (Europe) S.à r.l. tarafından. Asya Pasifik ("APAC") bölgesinde, aşağıdaki ihraç kuruluşları ve bunların esas olarak düzenlendiği ilgili yargı bölgelerinde: JPMorgan Asset Management (Asia Pacific) Limited veya JPMorgan Funds (Asia) Limited veya JPMorgan Asset Management Real Assets (Asia) Limited, her biri Hong Kong Menkul Kıymetler ve Vadeli İşlemler Komisyonu tarafından denetlenmektedir; JPMorgan Asset Management (Singapore) Limited (Şirket Sicil No. 197601586K), bu reklam veya yayın Singapur Para Otoritesi tarafından incelenmemiştir; JPMorgan Asset Management (Taiwan) Limited; JPMorgan Asset Management (Japan) Limited, Japonya Yatırım Fonları Birliği, Japonya Yatırım Danışmanları Birliği, Tip II Finansal Araçlar Firmaları Birliği ve

Japonya Menkul Kıymetler Satıcıları Birliği üyesi olup, Finansal Hizmetler Ajansı tarafından denetlenmektedir (kayıt numarası "Kanto Yerel Finans Bürosu (Finansal Araçlar Firması) No. 330"); Avustralya'da, 2001 Şirketler Kanunu (Commonwealth) bölüm 761A ve 761G'de tanımlanan toptan müşterilere, JPMorgan Asset Management (Australia) Limited (ABN 55143832080) (AFSL 376919) tarafından. APAC'daki diğer tüm pazarlar için, yalnızca hedeflenen alıcılara.

Yalnızca ABD için: Engelli bir kişiyseiz ve materyali görüntülemek için ek desteğe ihtiyacınız varsa, yardım için lütfen 1-800-343-1113 numaralı telefonu arayın.

© 2025 JPMorgan Chase & Co. Tüm hakları saklıdır.

MI-MB_2026_invstmcnt_outlook

281a84b1-a2cc-11f0-a802-ede53fcb2ca