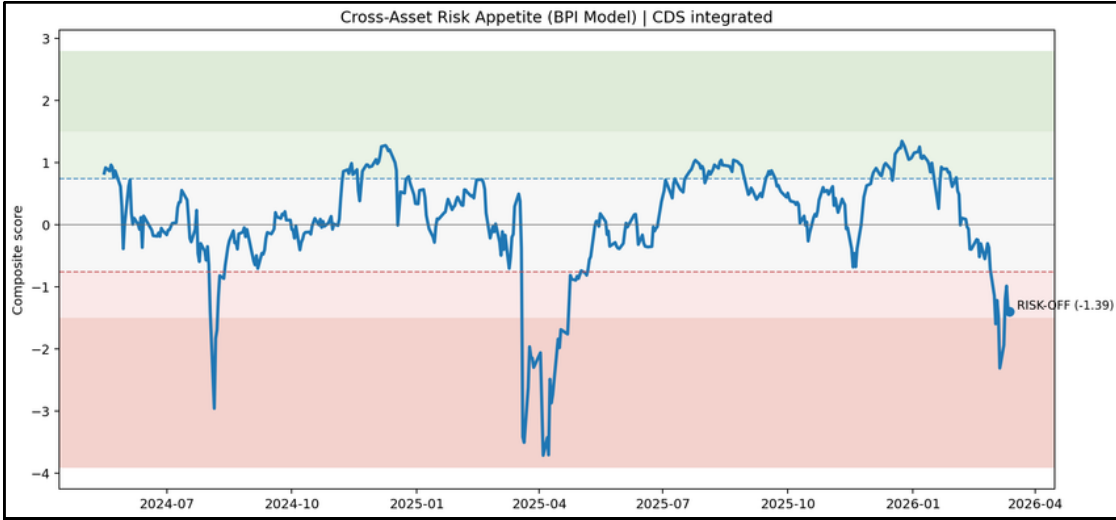
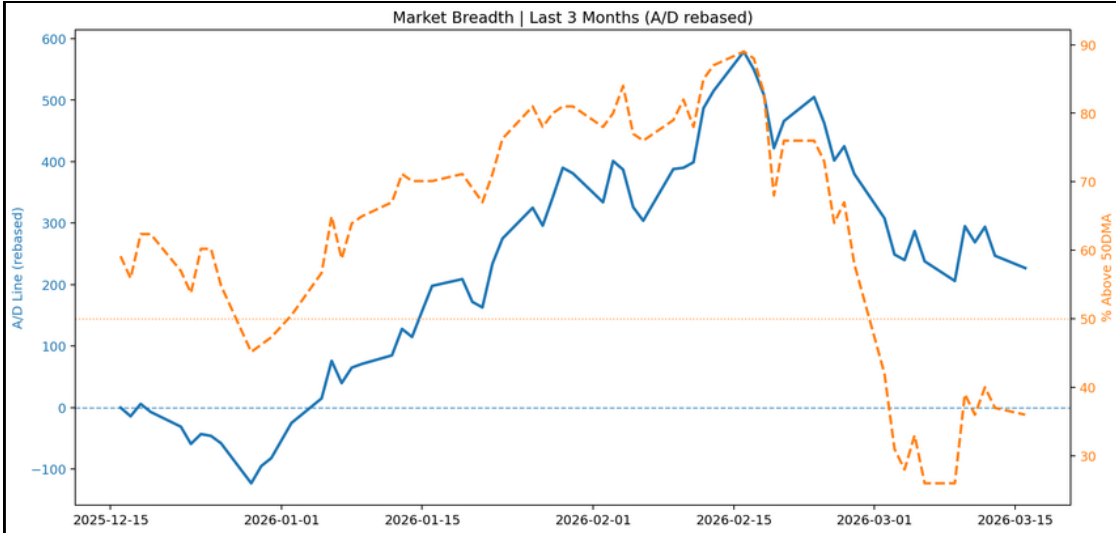


Riskten Kaçış Sürüyor, Ancak Dipten Tepki Var



- Modelimizin bileşik risk iştahı hâlâ riskten kaçış bölgesinde; son okumadaki iyileşme ise yeni bir risk-on rejiminden çok stresin marjinal olarak azalmasına işaret ediyor. Mart toplantısında TCMB'nin politika faizini %37'de sabit tutarken jeopolitik belirsizlik, bozulmuş küresel risk iştahı ve yükselen enerji fiyatlarını vurgulaması da bu kırılgan zemini teyit ediyor.
- Bu toparlanmanın kalıcı sayılabilmesi için yalnızca fiyatların değil, enerji ve finansal koşulların da sakinleşmesi gerekiyor. Brent'in 100 doların üzerinde kalması ve bu hafta Fed ile ECB dâhil büyük merkez bankalarının temkinli bekle-gör çizgisinde olması, Türkiye gibi enerji ithalatçısı piyasalarda risk iştahının hızlı normalleşmesini zorlaştırıyor. Bu yüzden kısa vadeli rahatlama, kalıcı rejim değişimiyle karıştırılmamalı.

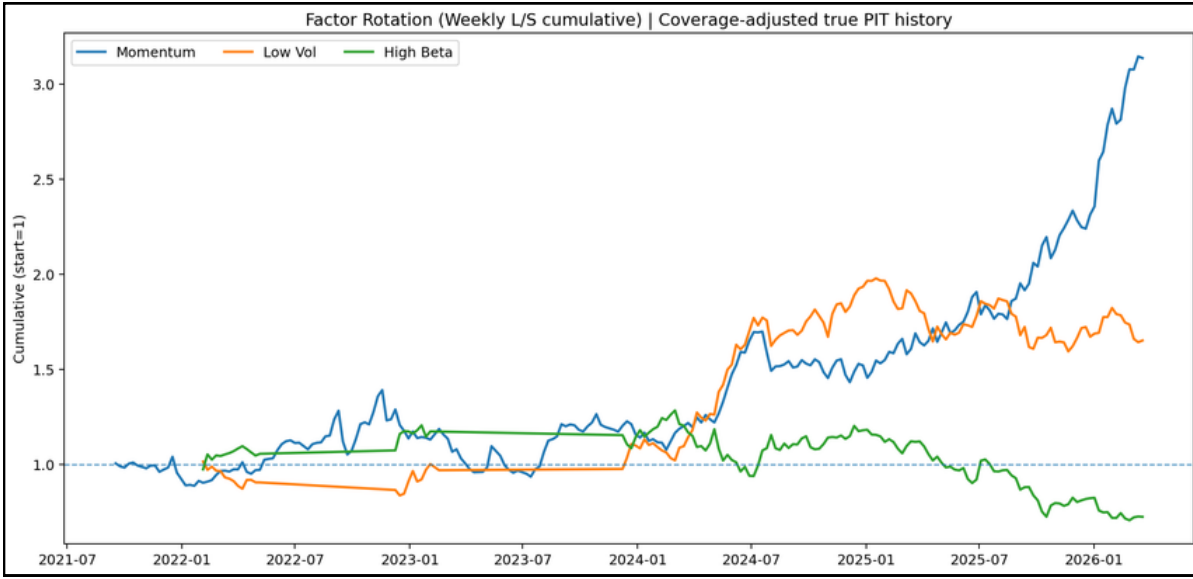
Piyasa Genişliği: Endeks Taşıyıcılığı Daralıyor



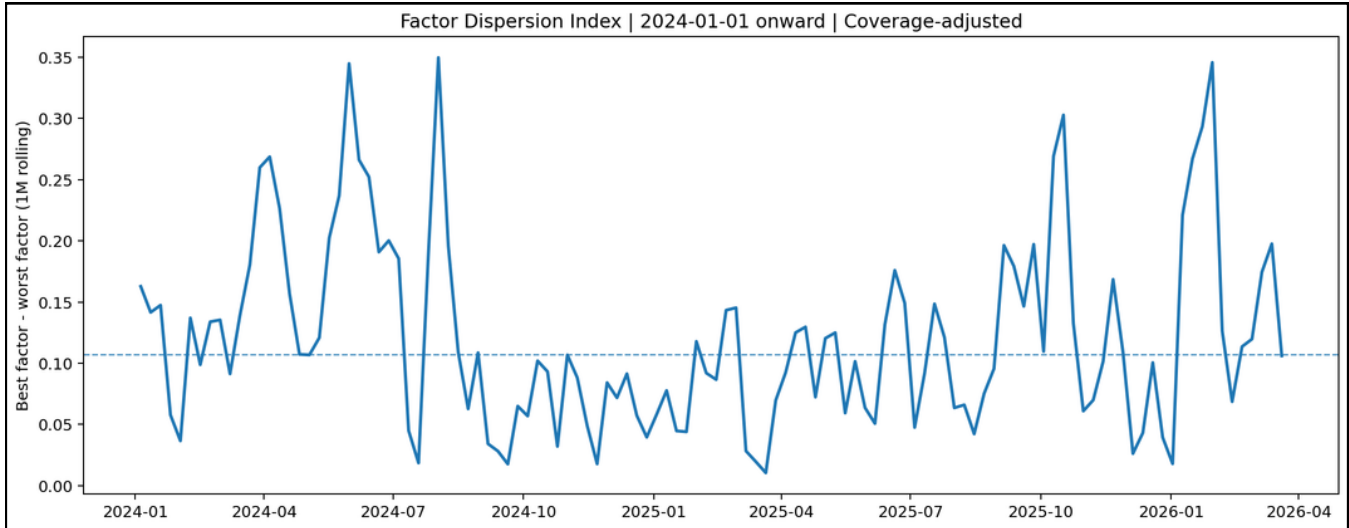
- Son üç aylık görünümde yükselen-düşen çizgisi pozitif bölgede kalsa da şubat ortasındaki tepenin ardından aşağı eğimli, 50 günlük ortalamanın üzerindeki hisse oranı ise mart başında sert bozulup çoğunluk eşliğinin altında kaldı. Bu, endeks seviyesindeki direncin genele yayılmış bir katılımdan değil, dar bir hisse kümesinin taşıyıcılığından beslendiğini düşündürüyor.
- Sağlıklı bir zemin için yukarı hareketin önce katılım tarafında onarılması gerekir, yani hem A/D çizgisinin daha yüksek dip üretmesi hem de ortalama üzerindeki hisse oranının kalıcı biçimde toparlanması gerekir. Aksi halde endeks yukarıda kalsa bile, hisse tabanında çözülmenin sürmesi aktif portföyler için fırsattan çok hata maliyeti üretecektir.

Metehan Ünver

metehan.unver@phillip.com.tr

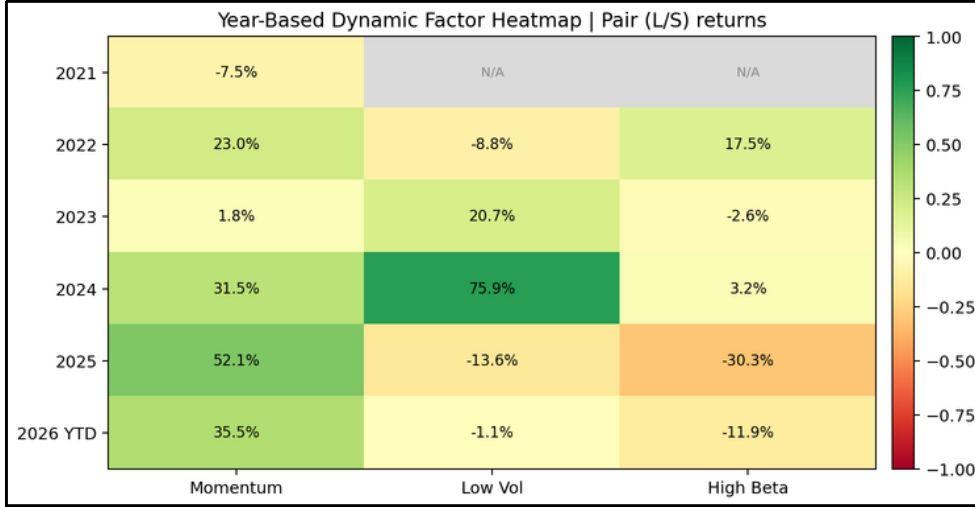
Faktör Rotasyonu: Çalışan Prim Hâlâ Momentumda

- Orta vadede çalışan risk primi açık biçimde momentum tarafında. Uzun-kısa getiri son üç ayda %40, yılbaşından bu yana %33,1 ve son bir yılda %85,6 ile belirgin biçimde öne çıkarken, düşük oynaklık ve yüksek beta aynı dönemlerde zayıf ya da negatif tablo veriyor. Piyasa bugün geniş çevrimsel risk alımını değil, seçilmiş fiyat devamlılığını ödüllendiriyor.
- Daha kritik ayrıntı, son bir ayda momentum çift getirisinin esas olarak kısa bacak çalışmasından gelmesi, uzun bacak negatifken kısa bacak kârlı. Bu, rejimin hâlâ momentum lehine olduğunu ama yukarı yönlü yayılımın zayıfladığını gösteriyor. Buradan sonra izlenmesi gereken eşik, momentumun yeniden pozitif uzun bacak üreten bir yapıya dönüp dönemeyeceği.

Faktör Yayılımı: Alfa Fırsatı Yüksek, Çıkış Riski de Yüksek

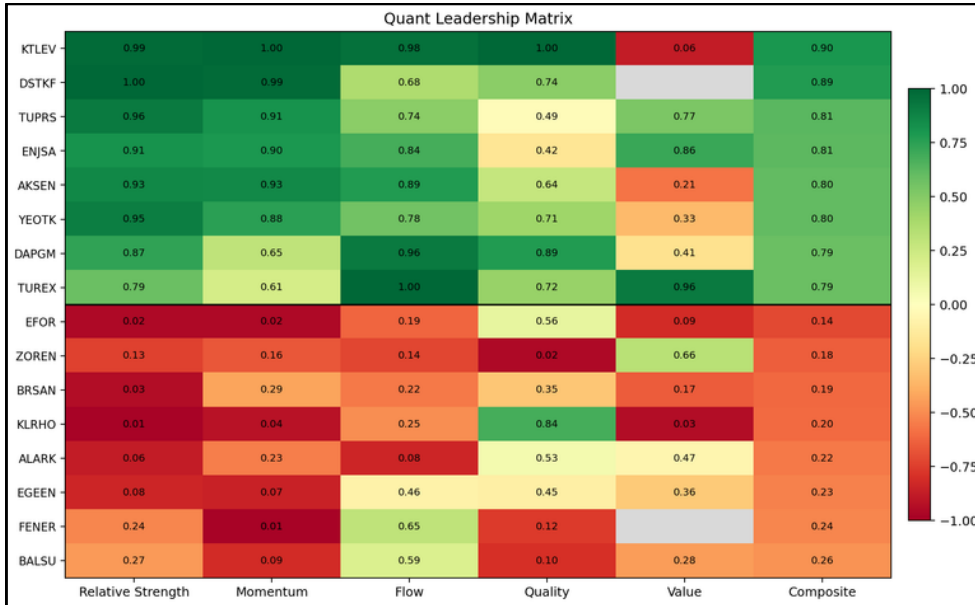
- Faktör yayılımı 2024 başından bu yana ortalamasının üzerinde seyrediyor ve son dönemde yeniden sert sıçramalar üretiyor. Bu, faktörler arası makasın açık kaldığını, doğru tarafta kalmanın hâlâ anlamlı alfa, yanlış tarafta kalmanın ise hızla fırsat maliyeti yarattığını söylüyor. Pasif endeks yaklaşımına kıyasla aktif seçim disiplininin görece değeri bu rejimde yükselmiş durumda.
- Ancak yüksek yayılım, tek başına konforlu bir aktif ortam anlamına gelmiyor. Genişlik daralırken ve kalabalıklaşma yükselirken, alfa fırsatı ile çıkış likiditesi riski aynı anda büyüyor. Daha yapıcı senaryo, yayılımın kademeli gerilerken genişliğin onarılması olur. Ters durumda piyasa dar kazananlar üretmeye devam etse bile geri verme hızı artabilir.

Tarihsel Faktör Bağlamı: 2024 Savunma, 2025-2026 Momentum



- Yıllık ısı haritamız, 2024'te baskın temanın düşük oynaklık olduğunu, 2025 ve 2026 yılbaşından bu yana liderliğin momentum tarafına geçtiğini gösteriyor. 2026 YTD'de momentum çift getirisi %35,5 iken düşük oynaklık yataya yakın, yüksek beta ise negatif bölgede. Dolayısıyla mevcut liderlik, haftalık bir sapmadan çok süreklilik kazanmış bir rejim değişimi.
- Bu okumanın bozulması için yalnızca momentumun yorulması yetmez, yüksek betanın da fonlama bacağı olmaktan çıkıp eşlik eden bir risk primi haline gelmesi gerekir. Enerji şoku ve finansman belirsizliği yüksek kaldıkça, BIST'te yukarı hareketin "tam piyasa reflasyonu" değil, seçici fiyat devamlılığı olarak okunması daha isabetli kalacaktır.

Liderlik Matrisi: Taşıyıcı Çekirdek Dar ve Kırılgan



- Liderlik matrisimiz getirinin geniş bir evrene yayılmadığını, dar ama kuvvetli bir çekirdekten üretildiğini gösteriyor. KTLEV, TUPRS, ENJSA, AKSEN, YEOTK, DAPGM ve TUREX çoklu faktörlerde üst sırada kümelenirken; EFOR, ZOREN, BR SAN ve KLRHO zayıf uçta kalıyor. Bu evrede kritik olan yön aramak değil, liderliğin kalitesini ve doygunluğunu ölçmek.
- Burada izlenmesi gereken ilk sinyal, lider isimlerde fiyat bozulmasından önce göreceli güç ve akım göstergelerinin gevşeyip gevşemediği. Dar liderlik dönemlerinde yorgunluk çoğu zaman fiyattan önce katılım tarafında başlar. Çekirdek isimlerden ikinci halkaya sağlıklı bir geçiş görülmezse, mevcut alfa birikimi giderek daha kırılgan hale gelecektir.

Kısa Vadeli Teyitli Liderler: Yukarı Sinyal Var, Ama Çok Dar

Short-Term Confirmed Leaders (strict, up to 10)

	1D_Return	1M_Momentum	RS_1M_vs_EW
KTLEV	0.0996	0.4877	0.5890
BTCIM	0.0211	0.2233	0.3246
GENIL	0.0184	0.1644	0.2657
DAPGM	0.0331	0.0433	0.1445
KUYAS	0.0135	0.0477	0.1489

- Sıkı filtremiz yalnızca beş teyitli lider üretiyor: KTLEV, BTCIM, GENIL, DAPGM ve KUYAS. Özellikle KTLEV günlük getiri, bir aylık momentum ve eşit ağırlığa göre görelî performansta aynı anda en üstte. Bu tablo, yukarı yönlü sinyalin tamamen kaybolmadığını, ancak taşıyıcılığın çok dar bir kümeye sıkıştığını ve yükseliş kalitesinin genele yayılmadığını gösteriyor.
- Burada doğru soru "lider var mı?" değil, "liderlik genişliyor mu?" olmalı. Önümüzdeki aşamada ikinci halka isimlerin teyitli lider listesine eklenmesi, mevcut hareketin sürdürülebilirliği açısından daha kritik. Mevcut beşli fiyat üretmeye devam etse bile görelî güç daralır ve lider sayısı artmazsa, rejim geç aşama yoğunlaşmasına yaklaşmış sayılabilir.

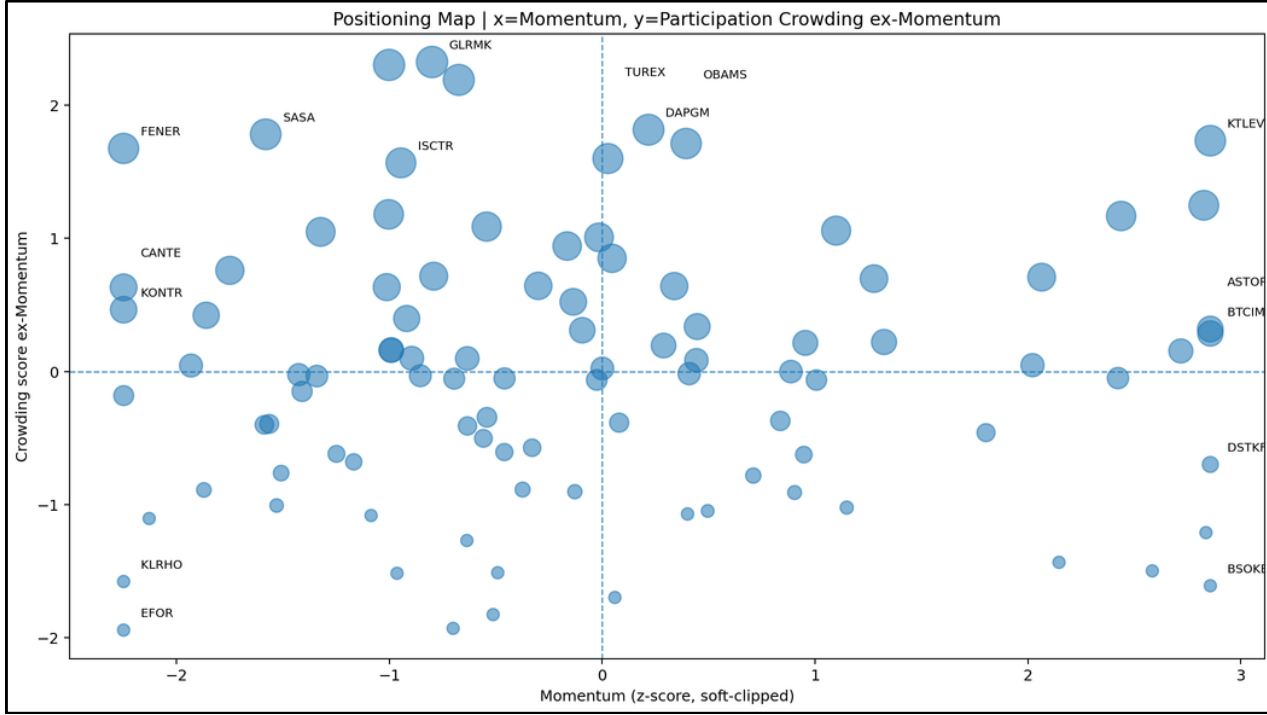
Kısa Vadeli Teyitli Geride Kalanlar: Aşağı Yönlü Fiyat Keşfi Daha Temiz

Short-Term Confirmed Laggards (strict, up to 10)

	1D_Return	1M_Momentum	RS_1M_vs_EW
KLRHO	-0.0997	-0.6636	-0.5623
EFOR	-0.0996	-0.3219	-0.2207
SOKM	-0.0265	-0.2335	-0.1322
GESAN	-0.0173	-0.2664	-0.1651
VAKBN	-0.0287	-0.2222	-0.1209
BRSAN	-0.0135	-0.2838	-0.1825
FROTO	-0.0374	-0.2137	-0.1124
ALARK	-0.0078	-0.2306	-0.1293
TAVHL	-0.0227	-0.2055	-0.1042
FENER	-0.0748	-0.1856	-0.0844

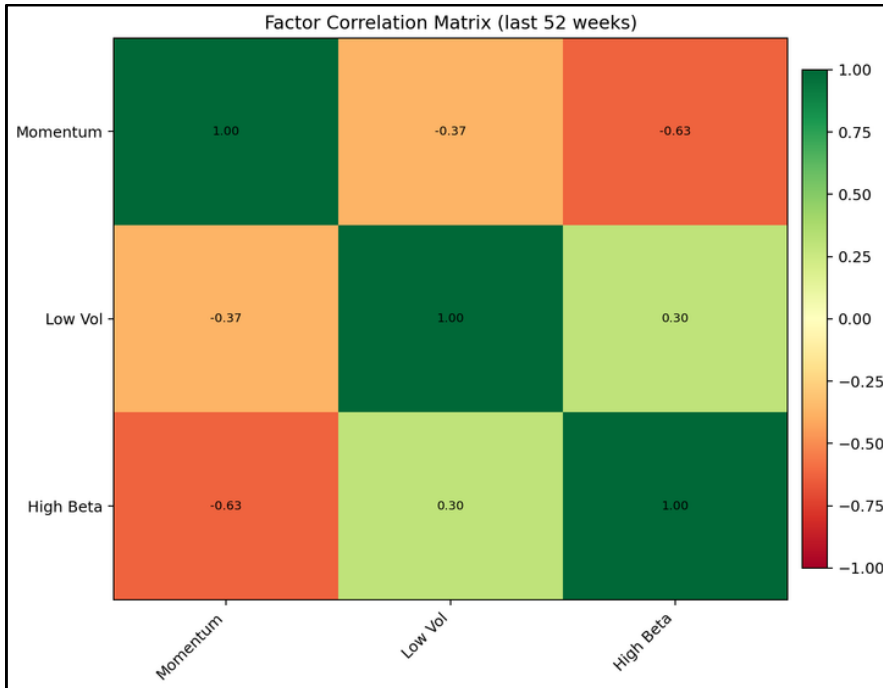
- Teyitli geride kalanların sayısının 10'da, liderlerin ise 5'te kalması aşağı yönlü fiyat keşfinin yukarıdan daha temiz çalıştığını gösteriyor. KLRHO ve EFOR'daki sert zayıflık; SOKM, GESAN, VAKBN, BRSAN ve FROTO gibi isimlerle birlikte değerlendirildiğinde satış baskısının tek bir temaya değil, farklı cephelere yayıldığı görülüyor.
- Daha yapıcı senaryo, önce bu listenin daralmasıdır çünkü sağlıklı dip oluşumları çoğu zaman yeni lider patlamasından önce satış baskısının seyrilmesiyle başlar. Tersine, geride kalanlar listesi geniş kalır ve lider listesi dar kalmaya devam ederse, endeksin dirençli görünümü altında seçici ama kalıcı bir değer kaybı rejimi derinleşebilir.

Konumlanma Haritası: Güçlü İsimlerde Kalabalıklaşma Riski Artıyor



- Konumlanma haritamız, güçlü momentum taşıyan bazı isimlerin aynı anda yüksek katılım yoğunluğu çektiğini gösteriyor, yani piyasada "doğru tarafta olma" ile "fazla kalabalık tarafta olma" arasındaki mesafe daralmış durumda. Sol alt bölgede kalan EFOR ve KLRHO gibi isimler ise hem zayıf momentum hem negatif katılım dinamiğiyle baskının henüz çözülmediğini teyit ediyor.
- Önümüzdeki dönemde en yararlı izleme çerçevesi, momentum ile kalabalıklaşmanın birlikte mi yoksa ayrı olarak mı hareket ettiğine bakmak olacak. Sağlıklı senaryo, fiyat devamlılığı korunurken kalabalıklaşma skorunun soğumasıdır. Ters durumda, göreceli güç yataya dönerken katılım yoğunluğu tırmanırsa en büyük risk zayıf hisselerde değil, aynı kapıdan çıkılabilecek güçlü hisselerde birikir.

Faktör Korelasyon Rejimi: Tarihsel Dengeleme Kalıpları Zayıflıyor



Current vs Long-Term Factor Correlation

	Current_52W	LongTerm_All	Delta
High Beta vs Low Vol	0.30	-0.19	0.49
High Beta vs Momentum	-0.63	-0.48	-0.15
Low Vol vs Momentum	-0.37	0.01	-0.38

- İki grafik birlikte, son 52 haftada faktör ilişkilerinin tarihsel şablondan koptuğunu gösteriyor. Momentumun hem yüksek beta hem de düşük oynaklıkla negatif korelasyona geçmesi, düşük oynaklık ile yüksek beta ilişkisinin ise pozitif dönmeye, piyasanın tek yönlü risk alma yerine seçici ve parçalı bir fiyatlamaya geçtiğine işaret ediyor.
- Portföy açısından kritik nokta, geçmiş korelasyonlara dayalı dengelemenin artık daha az güvenilir hale gelmesi. Eğer bu sapma sürerse, klasik savunma kümeleri beklenen korumayı üretmeyebilir. Korelasyonlar yeniden tarihsel ortalamalara yaklaşırsa, daha dengeli ve öngörülebilir bir faktör dağılımından söz etmek mümkün olacaktır.

Sektör Dağılımı: Ayrışma Sektörler Arasında Değil, Sektörlerin İçinde de Güçlü

Long Basket Sector Share (%)

	Financials	Energy	Industrials	Technology	Consumer	Materials	Utilities	Comm	Healthcare	RealEstate
Momentum	21.1	5.3	15.8	0.0	10.5	21.1	15.8	0.0	5.3	5.3
Quality	10.0	0.0	35.0	0.0	5.0	20.0	5.0	5.0	10.0	10.0
Value	10.5	0.0	21.1	5.3	31.6	5.3	5.3	15.8	0.0	5.3
Low Vol	10.0	0.0	20.0	0.0	35.0	10.0	5.0	15.0	5.0	0.0
High Beta	20.0	0.0	25.0	0.0	10.0	30.0	0.0	5.0	5.0	5.0

Short Basket Sector Share (%)

	Financials	Energy	Industrials	Technology	Consumer	Materials	Utilities	Comm	Healthcare	RealEstate
Momentum	0.0	0.0	31.6	5.3	36.8	5.3	10.5	10.5	0.0	0.0
Quality	20.0	0.0	10.0	5.0	25.0	15.0	10.0	15.0	0.0	0.0
Value	10.5	0.0	26.3	0.0	21.1	26.3	5.3	0.0	5.3	5.3
Low Vol	15.0	0.0	25.0	5.0	10.0	20.0	5.0	5.0	10.0	5.0
High Beta	15.0	5.0	25.0	5.0	20.0	10.0	10.0	5.0	5.0	0.0

- Sektör dağılımı, sinyalin tek bir sektöre körleşmediğini ama ayrışmanın özellikle sanayi, tüketim ve malzeme ekseninde yoğunlaştığını gösteriyor. Momentum kısa sepetinde tüketim ve sanayi baskınken, düşük oynaklık uzun sepeti daha görünür nakit akışı profiline yaslanıyor. Piyasa bugün "sektör al / sektör sat"tan çok, sektör içi bilanço ve fiyatlamaya ayırımı ödüllendiriyor.
- Şubat TÜFE'nin yıllık %31,53 ve aylık %2,96 gelmesi, TCMB'nin Martta faizi %37'de sabit tutması ve piyasa katılımcılarının yıl sonu enflasyonu %25,38, dolar/TL'yi 50,97 beklemesi; fiyatlamaya gücü, nakit akışı görünürlüğü ve finansman dayanıklılığı zayıf alanlarda seçiciliği daha da önemli kılıyor. Sektör okuması bundan sonra makro başlıktan çok şirket içi kalite filtresiyle yapılmalı.

Güncel Sepet Yapısı: Endekse Değil, Dar Tematik Kümelere Dağılan Sinyal

Current Basket Constituents

Momentum

Long (19): PETKM, CCOLA, TURSG, BIMAS, KUYAS (+14)

Short (19): FENER, EFOR, KONTR, KLRHO, CANTE (+14)

Quality

Long (20): EKGYO, TCELL, IZENR, KLRHO, MPARK (+15)

Short (20): VESTL, ZOREN, PETKM, SASA, KONTR (+15)

Value

Long (19): PGSUS, KONTR, QUAGR, SOKM, ENJSA (+14)

Short (19): MAGEN, KUYAS, KLRHO, PASEU, GENIL (+14)

Low Vol

Long (20): FROTO, EREGL, SOKM, MPARK, TOASO (+15)

Short (20): FENER, KLRHO, KTLEV, EFOR, PASEU (+15)

High Beta

Long (20): EKGYO, ASTOR, TRMET, AKBNK, ULKER (+15)

Short (20): PASEU, GENIL, RALYH, ALTNY, TUPRS (+15)

- Güncel sepet yapısı, modelin endeksin tamamına değil dar tematik kümelere yayıldığını gösteriyor. ENJSA, ECILC ve ASTOR, benzeri isimler farklı faktörlerin uzun tarafında tekrar ederken; EFOR, KLRHO, PASEU ve benzeri isimler kısa tarafta sık tekrarlanıyor. Bu, piyasanın artık tekil çarpanlar değil, çoklu faktör çakışmaları üzerinden fiyatlamaya yaptığını düşündürüyor.
- Daha önemli nüans, aynı hissenin farklı faktörlerde zıt tarafta yer alabilmesi. Bu da sinyallerin “mutlak iyi / mutlak kötü” değil, bağlamsal olduğunu hatırlatıyor. Buradan sonra normalleşme işareti, endeksin yükselmesinden çok faktörler arası isim çakışmasının azalması olacaktır. Çakışma yüksek kaldıkça, kazananlarda kalabalıklaşma ve kaybedenlerde hızlanan çözülme birlikte sürebilir.

Metehan Ünver

metehan.unver@phillip.com.tr

Metodoloji

Amaç ve Yaklaşım

Bu çalışma, BIST'te fiyatlama rejimini, faktör rotasyonunu ve hisse bazlı konumlanmayı sistematik bir çerçevede izlemek amacıyla hazırlanmıştır. Model, tek bir yön sinyali üretmekten ziyade; piyasa iklimini, içsel katılımı, faktör liderliğini, hisse kalitesini ve yoğunlaşma riskini birlikte okuyan çok katmanlı bir karar destek yapısı olarak tasarlanmıştır.

Evren ve Veri Disiplini

Analiz evreni güncel BIST-100 hisselerinden oluşur. Tarihsel tarafta mümkün olan ölçüde dönemsel endeks üyeliği esas alınarak geriye dönük bozulma azaltılır. Hisse kodu değişimleri ve seri kopmaları uygun eşleştirmelerle düzeltilir; güncel görünümde ise fiyat ve hacim tarafında asgari veri yeterliliği aranmadan hisse analize alınmaz. Tarihsel kapsamın zayıfladığı dönemlerde model sonuç üretmekte ısrar etmez; ilgili gözlemler yapay olarak tamamlanmaz. Bu yaklaşım, özellikle faktör performansında metodolojik temizliği korumayı amaçlar.

Rejim ve Piyasa Genişliği

Üst katmanda yer alan risk iştahı göstergesi; küresel oynaklık, ülke risk primi, kur oynaklığı ve piyasa içi katılımı birlikte dikkate alan bileşik bir çerçeveye dayanır. Amaç, yalnızca endeks yönünü değil, bu hareketin ne ölçüde geniş bir hisse tabanına yayıldığını da anlamaktır. Bu nedenle piyasa genişliği, hem ortalama üzerindeki hisse oranı hem de yükselen-düşen hisse dengesi üzerinden ayrıca izlenir.

Faktör Yapısı

Faktör çerçevesi; fiyat devamlılığı, oynaklık karakteri, piyasa duyarlılığı, göreceli ucuzluk, bilanço kalitesi ve işlem desteğini birlikte değerlendirecek şekilde kurulmuştur. Momentum kısa ve orta vadeli eğilimi birlikte okurken, düşük oynaklık daha istikrarlı fiyat davranışını, yüksek beta ise piyasa hareketine duyarlılığı ölçer. Değer faktörü göreceli çarpan ucuzluğunu, kalite faktörü kârlılık ve bilanço dayanıklılığını, akım göstergesi ise fiyat-hacim birlikteliği üzerinden talep gücünü izler.

Sepet İnşası ve Tarihsel İzleme

Her faktörde hisseler kendi iç sıralamasına göre değerlendirilir; güçlü ve zayıf dilimler ayrı sepetler halinde takip edilir. Bu yapı, yalnızca yönü değil, göreceli ayrışmayı da ölçmeye imkân verir. Tarihsel performans haftalık izlenir ve sinyaller ileriye dönük bilgi sızıntısını engelleyecek şekilde gecikmeli kullanılır. Sepet genişliği yetersiz kaldığında model ilgili dönemi zorlamaz; böylece sonuçların olduğundan daha düzgün görünmesi engellenir.

Liderlik ve Kısa Vadeli Teyit

Liderlik matrisi, tek bir göstergede öne çıkan hisseleri değil; göreceli güç, momentum, akım, kalite ve değer boyutlarında birlikte öne çıkan isimleri ayıklamak için kullanılır. Kısa vadeli teyit tabloları da benzer şekilde yalnızca günlük hareketi değil, yakın dönem fiyat devamlılığı ve göreceli performansın aynı yönde teyit verip vermediğini sorgular. Böylece tesadüfi sıçramalar ile daha kalıcı liderlik ayrıştırılır.

Konumlanma ve Yoğunlaşma Riski

Konumlanma haritası, fiyat ivmesi ile katılım yoğunluğunu aynı anda okumaya yarar. Buradaki amaç, yalnızca yükseldiği için dikkat çeken hisseler ile gerçekten güçlü katılım gören hisseleri birbirinden ayırmaktır. Yoğunlaşma ölçümü oluşturulurken işlem aktivitesi, akım davranışı, piyasa duyarlılığı ve likidite desteği birlikte değerlendirilir; ardından bu görünüm fiyat etkisinden arındırılır.

Korelasyon ve Sektör Görünümü

Faktörler arası ilişki kısa ve uzun dönemli korelasyon yapıları üzerinden izlenirken, yıllık görünüm tablosu hangi faktör temasının hangi dönemde daha baskın çalıştığını özetler. Sektör tabloları ise portföy ağırlığını değil, sepetlerin sektör bazında temsil yapısını gösterir.

Kullanım Çerçevesi

Bu model, otomatik karar veren kapalı bir sistem değil; piyasa içi ayrışmayı disiplinli ve tekrar üretilebilir biçimde görünür kılan bir analitik çerçevedir. Bu nedenle üretilen sinyaller, tek başına yön önerisi olarak değil; rejim filtresi, hisse seçimi ve yoğunlaşma disiplini içinde değerlendirilmelidir.