

# Aylık

## Yatırım Bülteni

4 Ocak 2019

*Aksi belirtilmediği sürece tüm piyasa verileri  
3 Ocak ABD piyasaları kapanış saati itibariyledir.*

### Genel Görünüm ve Beklentiler

- ▶ ABD Merkez Bankası Fed piyasa beklentisine paralel olarak Aralık toplantısında geçen yılın dördüncü faiz artışını yaptı ve politika faizi hedefini %2.25-2.50 bandına yükseltti. Toplantı öncesindeki açıklamaların işaret ettiği gibi Fed yetkililerinin 2019 için meydan faiz artışı tahmini sayısını üçten ikiye geriledi.
- ▶ Avrupa Merkez Bankası Aralık ayındaki toplantısında piyasa beklentisine paralel olarak faiz oranlarında değişikliğe gitmedi. Diğer yandan Banka net varlık alımı içeren ve daha önce Aralık'ta sona ereceği açıklanan programının süresini uzatmadı. Diğer bir ifadeyle Avrupa Merkez Bankası artık bilanço büyüklüğünü artırmayacak.
- ▶ İtalya 2019 yılı bütçe açığı hedefini %2.04 olarak belirleyerek Avrupa Komisyonu ile anlaşma sağladı. Fakat Euro Bölgesi'nde ekonomik aktivitenin yavaş seyretmesi Euro'da dolar karşısında görülen değer kazançlarının sınırlı ve geçici olmasına neden oluyor.
- ▶ Türkiye'de Aralık ayında tüketici fiyatları Kasım'a göre %0.4 geriledi. Gerçekleşme Reuters anketine göre %0.23 düşüş beklentisinin üzerinde gerçekleşti. 12-aylık enflasyon böylece %21.6'dan %20.3'e gerileyerek yılı tamamladı.
- ▶ Gerçekleşen enflasyonla hesapladığımız Merkez Bankası reel politika faizi Kasım'daki %2.0'den Aralık'ta %3.1'e yükselmiş görünüyor. Reel faizin geldiği seviye önceki yıllara göre yüksek görünüyor. 2011 sonrasında reel faiz en fazla %2 civarına yükselmişti. Bu nedenle, Para Politikası Kurulu'nun 16 Ocak'taki toplantısında sıkı para politikası duruşu söylemini bir kademe daha gevşetme ihtimali bulunuyor.
- ▶ Sermaye çıkışları Ekim'de yavaşlayarak sürerken cari denge fazla vermeye devam etti. Merkez Bankası tarafından açıklanan veriler Türkiye ekonomisine cari işlemler dengesi kaynaklı döviz girişinin Ekim'de üçüncü ay üst üste sürdüğünü gösterdi. Normalde Ekim ayı ekonomide önemli bir daralma görülmeyen yıllarda cari dengenin açık verdiği bir aydır.
- ▶ Türkiye hisse senedi piyasaları geçen ay küresel hisse senedi piyasasındaki satış dalgasından olumsuz etkilendi. Bununla birlikte, ekonomik daralma ve sorunlu kredi sorununun büyüklüğüne dair endişeler Türkiye hisse senetleri piyasasının gelişmekte olan piyasa ortalamasından daha zayıf performans göstermesine neden oldu.
- ▶ Enflasyonun halen %20'nin üzerinde seyrettiği ve yılın ikinci yarısına kadar önemli bir düşüş beklenmediği bir ortamda, risk algısının yeniden canlanması veya Hazine'nin iç borçlanma rakamını yükseltmesi durumunda %16.5 civarındaki 10-yıllık tahvil faizinde yukarı yönlü risk mevcut.
- ▶ TL'de Eylül sonrasında önemli bir ralli görüldü. Yurtiçi veya yurtdışı kaynaklı olası gelişmelerle risk algısının yeniden canlanması durumunda TL yönünde Eylül başından beri açılan 8 milyar dolar civarında carry trade pozisyonunun hızla kapanma ihtimali olduğunu ve bunun döviz kurunda yükselişe neden olabileceğini dikkate almak gerektiği görüşündeyiz.

### Makro Ekonomik Gelişmeler

- ▶ **ABD Merkez Bankası Fed** piyasa beklentisine paralel olarak Aralık toplantısında geçen yılın dördüncü faiz artışını yaptı ve politika faizi hedefini %2.25-2.50 bandına yükseltti. Toplantı öncesindeki açıklamaların işaret ettiği gibi Fed yetkililerinin 2019 için meydan faiz artışı tahmini sayısını üçten ikiye geriledi. 2020 için medyan faiz artışı tahmin sayısı birde korunurken, 2021'de faiz artışı beklenmiyor. Uzun vade için medyan faiz tahmini ise %3.0'ten %2.8'e revize edildi. Fed, açıklamasında kademeli faiz artışı söylemini korusa da piyasa 2019 yılı içinde Fed'in faiz artırımına gitmesini beklemiyor. ABD'de ekonomik aktivitenin bu yıl yavaşlamasının beklenmesi de piyasanın 2019 için Fed'den faiz artışı beklememesine neden oluyor. Bu duruma ve ABD'de federal hükümet kurumlarının Aralık sonunda bütçe anlaşmazlığı nedeniyle kapanmasına rağmen dolar diğer para birimlerinin güçlenmesini sağlayacak faktörlerin eksik olmasıyla küresel olarak görece güçlü seyretmeye devam ediyor.
- ▶ **Avrupa Merkez Bankası** Aralık ayındaki toplantısında piyasa beklentisine paralel olarak faiz oranlarında değişikliğe gitmedi. Diğer yandan Banka net varlık alımı içeren ve daha önce Aralık'ta sona ereceği açıklanan programının süresini uzatmadı. Diğer bir ifadeyle Avrupa Merkez Bankası artık bilanço büyüklüğünü artırmayacak. Avrupa Merkez Bankası açıklamasında faiz oranlarının bu

yılın yaz aylarına kadar mevcut seviyelerde tutulabileceğine dair beklentisini korudu. Avrupa Bölgesi'nde **İtalya** 2019 yılı bütçe açığı hedefini %2.04 olarak belirleyerek Avrupa Komisyonu ile anlaşma sağladı. Fakat Euro Bölgesi'nde ekonominin yavaş seyretmesi Euro'da dolar karşısında görülen değer kazançlarının sınırlı ve geçici olmasına neden oluyor.

**İngiltere'de**, AB ile yapılan taslak Brexit taslak anlaşması konusunda parlamentoda yapılacak oylama Ocak ayına ertelenirken Sterlin'e dair belirsizlik ve riskler sürüyor.

- ▶ **Türkiye'de Merkez Bankası** Aralık ayı toplantısında beklemede kalırken, enflasyonda düşüş geçen ay da devam etti. **Merkez Bankası Para Politikası Kurulu**, politika faizi olan haftalık repo ihale faizini değiştirmeyerek %24.00 seviyesinde korudu. Karar, piyasa beklentisi ve HSBC Portföy olarak tahminimize paralel açıklandı. Banka enflasyon görünümünde belirgin bir iyileşme sağlanana kadar sıkı parasal duruşun korunmasına karar verildiğini bir kez daha ifade ederken bir önceki açıklamadaki "kararlılıkla sürdürülecektir" vurgusu bu açıklamadan çıkartıldı.

**Aralık** ayında **tüketici fiyatları** Kasım'a göre %0.4 geriledi. Gerçekleşme Reuters anketine göre %0.23 düşüş beklentisinin üzerinde gerçekleşti. 12-aylık enflasyon böylece %21.6'dan %20.3'e gerileyerek yılı tamamladı. Enflasyon Ekim ayında %25.2'ye kadar yükselmişti.

Küresel emtia fiyatlarındaki düşüş ve TL'de değer kazancının maliyetleri aşağı çekmesiyle beraber üretici fiyatları enflasyonundaki olumlu seyir de devam etti. Üretici fiyatları Aralık'ta bir önceki aya göre %2.2 düştü. Diğer yandan, 12-aylık üretici fiyat enflasyonu %33.6'ya geriledi.

Aylık TÜFE verisinin detaylarında, Aralık'ta giyim ve ayakkabı grubu fiyatlarında mevsimsel ortalamaların oldukça üzerinde %4.1 indirim yapılmış görünüyor. Son üç senede Aralık ayında yapılan indirim %2.3 seviyesindeydi. İç talepteki zayıf seyir bu indirimlerin bu yıl daha keskin olmasına neden olmuş olabilir. Giyim fiyatlarındaki indirimler TÜFE enflasyonunu 29 baz puan düşürmüş görünüyor. Diğer yandan, akaryakıt ve otomobil fiyatlarında Aralık'ta görülen indirimler ulaştırma grubunda fiyatların ortalama %2.6 düşmesini sağladı ve enflasyona 44 baz puan düşüş etkisi yaptı. Aylık gıda enflasyonu %1.1 olarak gerçekleşirken aylık enflasyona 25 baz puan yükseliş etkisi yapmış görünüyor.

Aralık'ta çekirdek enflasyondaki olumlu seyir de devam etti. C endeksi enflasyonu Kasım'daki %20.7'den %19.5'e geriledi. C endeksi gıda, enerji, alkollü içecekler, tütün ürünleri ve altın hariç TÜFE sepetindeki maddelerden oluşuyor. Çekirdek enflasyon trend hızı da Aralık'ta olumlu bir seyre işaret etti. Mevsimsellikten arındırılmış aylık çekirdek enflasyonun son 3 aylık ortalamasının yıllıklandırılmasıyla elde ettiğimiz çekirdek enflasyon trend hızı Aralık'ta hafif de olsa negatife geçmiş görünüyor.

Hizmet enflasyonu tarafında ise düşüşün sınırlı kaldığı görülüyor. 12-aylık hizmet enflasyonu Kasım'daki %14.7'den Aralık'ta %14.5'e düşse de yüksek seyretmeye devam ediyor.

1 Ocak itibarıyla konutlarda kullanılan elektrik ve doğalgaz fiyatlarında %10 indirim yapılırken bu indirimler TÜFE enflasyonuna Ocak'ta 38 baz puan düşüş yönünde yansıyacak. Diğer yandan İstanbul'da suya yapılan %15 indirimin Türkiye genelinde TÜFE enflasyonunu 8 baz puan düşürebileceğini hesaplıyoruz. Ocak'ta tütün ürünlerine vergi artışı yapılmaması da enflasyonun seyri açısından olumlu görünüyor. Özetle Ocak ayında 12-aylık enflasyon Aralık'taki seviyesine yakın seyredebilir görünüyor. Bununla birlikte enflasyonun yılın ilk çeyreğinde %20'nin üzerinde seyretmesi yüksek olasılık olarak görünüyor.

Beyaz eşya, mobilya ve otomobilde vergi indirimleri Mart sonuna kadar uzatıldı. Fakat indirimlerin Mart'tan sonra geri alınabilecek olması enflasyonu yükseltici etkide bulunabilir görünüyor. Bu nedenle, enflasyonda Kasım ve Aralık'ta görülen olumlu seyre rağmen, 2019 sonu için %16.5 seviyesinde bulunan enflasyon tahminimizde değişiklik yapmıyoruz.

Gerçekleşen enflasyonla hesapladığımız Merkez Bankası reel politika faizi Kasım'daki %2.0'den Aralık'ta %3.1'e yükselmiş görünüyor. Merkez Bankası Para Politikası Kurulu'nun enflasyon verileri sonrasındaki ilk toplantısı 16 Ocak'ta yapılacak. Reel faizin geldiği seviye önceki yıllara göre yüksek görünüyor. 2011 sonrasında reel faiz en fazla %2 civarına yükselmişti. Bu nedenle, Merkez Bankası'nın bu toplantıda sıkı para politikası duruşu söylemini bir kademe daha gevşetme ihtimali bulunuyor.

**Ekonomik aktivite** tarafında, büyümenin kaynağı olarak iç talepten dış talebe yönelim 3. Çeyrekte ivmelenmiş görünüyor. 3. Çeyrekte bir yıl öncesine göre ekonomik büyüme %1.6'ya yavaşladı (piyasa beklentisi: %2.3). Türkiye ekonomisi yılın 1. ve 2. Çeyreğinde sırasıyla %7.2 ve %5.3 büyümüştü.

Mevsimsellik ve takvim etkisinden arındırılmış veriler ise Türkiye ekonomisinin bir önceki çeyreğe göre %1.1 daraldığına işaret etti. 2. Çeyrekteki %0.9 büyüme ise aşağı yönde %0.6'ya revize edildi.

Verilere tüketim tarafından baktığımızda, ekonomik büyümeye katkı açısından 2. Çeyrekte başlayan iç talepten net dış talebe doğru kayışın yılın 3. Çeyreğinde derinleştiğini görüyoruz. Özel kesim ve kamunun tüketim ve yatırım harcamalarını içeren iç talep büyümeye 0.4 puan katkı yaparken, net dış talep büyümeye +6.7 puan katkı yaptı. GSYİH verilerine göre ihracat 3. Çeyrekte yıllık bazda %13.6 artarken, ithalat %16.7 daralmış görünüyor. Diğer yandan, TL'de sert değer kaybıyla ithalatta görülen sert daralma stok kullanımını ön plana çıkarttı. Stoklardaki azalma 3. Çeyrekte büyümeye düşüş yönünde 5.6 puanlık katkıda bulunmuş görünüyor.

İç talep tarafında, özel tüketim büyüme hızı 2. Çeyrekteki %6.4'ten %1.1 artışa yavaşlarken, dayanıklı ve yarı dayanıklı tüketim malları gruplarında tüketim sırasıyla %23.9 ve %4.5 daraldı. Kamu harcamaları %7.5 artarken büyümeye 0.9 puan katkıda bulunmuş oldu.

Yatırımlardaki zayıf seyir ise ivmelenerek devam ediyor. 2. Çeyrekte %4.2 artan yatırımlar 3. Çeyrekte %3.8 daraldı. 3. Çeyrekte inşaat yatırımları 2. Çeyrekteki %7.0 artıştan %1.8 daralmaya geçti. 2. Çeyrekte %0.6 artan makine ve teçhizat yatırımları ise %8.5 civarında önemli bir daralma gösterdi.

Üretim tarafında ise sanayi üretimi artış hızının %4.2'den %0.3'e yavaşladığı, inşaat sektörü aktivitesinin 2. Çeyrekteki %1.0 artış sonrasında %5.3 daraldığı, hizmet sektörü aktivitesinin ise %1.0 arttığı görülüyor. Üretim tarafından bakıldığında hizmetlerin 1.6 puanlık büyümenin 1.0 puanını getirdiği, kamu yönetimi, eğitim, sağlık ve sosyal hizmet aktiviteleri kaleminin de büyümeye 0.9 puan katkı yaptığı görülüyor. Diğer yandan, inşaat sektörü aktivitesindeki zayıflık, üretim tarafından bakıldığında büyümenin 0.4 puan civarında daha düşük gelmesine neden olmuş görünüyor.

Öncü göstergeler ekonomik aktivitede 3. Çeyrekte görülen keskin yavaşlama sonrasında 4. Çeyrekte %4'e yakın bir daralma görülmüş olabileceğine işaret ediyor. 3. Çeyrekte olduğu gibi, net dış talebin 4. Çeyrekte büyümeye çift haneli rakamlara yakın bir katkı vererek ekonomik aktivitede daralmanın daha büyük olmasını engelleyebileceği görüşündeyiz.

Diğer yandan, stok değişimlerinin de büyümeye vereceği negatif katkı sürecektir görünüyor. Türkiye'nin ithalatının %70 civarında bölümü ara mallardan oluşurken ithalatta görülen sert daralma stokların 4. Çeyrekte de ciddi miktarda kullanılacağına ve stok değişimlerinin büyümeye önemli bir negatif katkı vereceğine işaret ediyor. Bu ilişki nedeniyle net ihracat ve stok değişimlerinin büyümeye katkısını birlikte değerlendirmek gerekiyor. Özetle HSBC Portföy Yönetimi olarak Türkiye'de ekonomik büyümenin 2017'deki %7.4 büyüme sonrasında bu yıl %2.2'ye yavaşlamış olacağını tahmin ediyoruz.

Diğer yandan, nominal ve kur etkisinden arındırılmış kredi büyümesinin 2019 sonunda bankacılık sisteminde bilanço dengelenmesi nedeniyle %4 civarında olacağı varsayımı ile ekonominin gelecek sene %0.9 daralabileceğini tahmin ediyoruz. 2009 yılından farklı olarak küresel ekonominin çok daha iyi bir performans göstermesine bağlı olarak ihracattaki güçlü seyrin devam edebilecek olması net dış talebin özellikle 2019'un ilk yarısında büyümeye önemli bir pozitif katkıda bulunabileceğine işaret ediyor. Diğer bir ifadeyle, dış talebin, 2019'da iç talebin büyüme negatif katkısını önemli ölçüde sınırlayabileceğini tahmin ediyoruz. Bununla birlikte, 1992-2017 yılları arasında sermaye akımları ve Türkiye'nin büyüme rakamı arasındaki %65'lik yüksek korelasyon nedeniyle 2019 büyüme tahminimiz üzerinde aşağı yönlü risk olduğunu belirtmeliyiz.

Sermaye çıkışları Ekim'de yavaşlayarak sürerken **cari denge** fazla vermeye devam etti. Merkez Bankası tarafından açıklanan veriler Türkiye ekonomisine cari işlemler dengesi kaynaklı döviz girişinin Ekim'de 3. ay üst üste sürdüğünü gösterdi. Normalde Ekim ayı ekonomide önemli bir daralma görülmeyen yıllarda cari dengenin açık verdiği bir aydır.

Ekim ayında cari fazla 2.5 milyar dolarlık piyasa beklentisinin üzerinde ve HSBC Portföy olarak tahminimize paralel olarak 2.8 milyar dolar seviyesinde gerçekleşti. Türkiye ekonomisi geçen senenin aynı ayında 3.8 milyar dolar cari açık kaydetmişti. Cari denge böylece Haziran-Eylül arasındaki 12.1 milyar dolarlık düzleme sonrası Ekim'de 6.6 milyar dolar düzleme kaydetmiş oldu. 12-aylık birikimli cari açık böylece Eylül'deki 46.0 milyar dolardan (GSYİH'nin %5.7'si) Ekim'de 39.4 milyar dolara (%4.8) geriledi. Cari dengedeki trendi daha iyi yansıtan, enerji ve altın ticareti hariç 12 aylık birikimli cari fazla da 6.6 milyar dolar artarak 9.3 milyar dolara yükseldi.

Ekonomik aktivitedeki zayıflıkla birlikte birikimli cari açığı devam ettirmesini bekliyoruz. HSBC Portföy Yönetimi olarak birikimli cari açığın 2018 sonunda 27 milyar dolara (%3.5) 2019 sonunda ise 9 milyar dolara (%1.2) gerileyebileceğine dair tahminimizi koruyoruz. Küresel ekonominin daralma gösterdiği 2009'dan farklı olarak bu yıl görece olumlu küresel büyüme rakamları Türkiye'nin ihracatını destekliyor. İthalat ise tüketim ve üretimdeki daralmayla birlikte keskin bir düşüş gösteriyor. 2019'un özellikle ilk yarısında bu durumun devam etmesini bekliyoruz. 12-aylık birikimli cari dengenin gelecek sene yaz aylarında pozitifte geçtiğini görmemiz mümkün olabilir.

## Hisse Senedi Piyasaları

### ABD

- ▶ Küresel hisse senedi piyasaları büyümenin 2019'da yavaşlayacağı kaygılarıyla Aralık ayında düşüş gösterdi. MSCI tüm ülkeler dünya endeksi 1 Aralık-3 Ocak döneminde %8.7 düşerken ABD S&P 500 endeksi %11.3 geriledi.

### Avrupa Bölgesi

- ▶ Euro Bölgesi hisse senetleri piyasası değer kaybetse de önceki ayların aksine ABD'den daha olumlu bir performans gösterdi. 1 Aralık-3 Ocak döneminde Eurostoxx 50 endeksi %6.9, Almanya DAX endeksi %7.5 geriledi.

### Türkiye

- ▶ Türkiye hisse senedi piyasaları küresel hisse senedi piyasasındaki satış dalgasından olumsuz etkilendi. Bununla birlikte, ekonomik daralma ve sorunlu kredi sorununun büyüklüğüne dair endişeler Türkiye hisse senetleri piyasasının gelişmekte olan piyasa ortalamasından daha zayıf performans göstermesine neden oldu. BİST 100 endeksi ise 1 Aralık-3 Ocak dönemini %8.4 düşerek 87399 puanda tamamladı. MSCI gelişmekte olan piyasalar hisse senedi endeksi sözkonusu dönemde %4.5 düşerken MSCI Türkiye endeksi %12.3 düştü.
- ▶ Bankacılık sistemindeki olası sorunlu krediler ve ekonomik büyümeye dair aşağı yönlü riskler nedeniyle hisse senedi piyasalarının endeks bazında yükseliş potansiyeli oldukça sınırlı görünüyor. Türkiye hisse senedi piyasaları çeşitli metrikler açısından ucuz görünse de bahsedilen riskler mevcut oldukça bu piyasada kalıcı bir ralli beklemiyoruz. MSCI Türkiye endeksi fiyat kar çarpanı 6.0 seviyesinde ve EM ortalaması olan 10.4'e göre oldukça düşük seviyelerde. Fakat riskler Türkiye hisse senedi konusundaki temkinli değerlendirmemizi korumamıza neden oluyor.

## Tahvil/Bono Piyasaları

### ABD

- ▶ Hisse senedi piyasalarındaki sert satışların güvenli liman talebini artırması, Fed'in daha az faiz artışı yapacağı beklentileri ve petrol fiyatındaki düşüşün enflasyon kaygılarını azaltması ABD tahvil faizlerine düşüş getirdi. ABD 10-yıllık tahvil faizi 1 Aralık-3 Ocak döneminde 43 baz puan düşerek %2.55'e geriledi. Diğer yandan 2-yıllık tahvil faizi Fed'in Aralık'ta yaptığı 25 baz puanlık faiz artışına rağmen 41 baz puan düşüşle %2.38'e inmiş durumda. Fed'in mevcut politika faizi hedef aralığı %2.25-2.50 seviyesinde. ABD tahvil piyasası da Fed fonları vadeli kontratları gibi 2019'da Fed'den faiz artışı beklemiyor görünüyor.

### Avrupa Bölgesi

- ▶ ABD tahvil faizlerindeki göre sınırlı olsa da Euro Bölgesi devlet tahvili faizlerinde de düşüş görüldü. Almanya 10-yıllık tahvil faizi söz konusu dönemde 16 baz puan düşerek %0.15'e geriledi. 2019 bütçe açığı hedefine dair anlaşmazlığın aşılmasıyla İtalya'nın 10-yıllık devlet tahvili faizi 35 baz puan düşüş gösterdi.

## Türkiye

- ▶ ABD Başkanı Trump'ın ülkesinin Suriye'den çıkacağını açıklamasının ABD ve Türkiye ilişkilerine dair riskleri azalttığı algısı, Hazine'nin düşük düzeyde borçlanması tahvil arzını azaltması, yurtiçi enflasyonda düşüş ve ABD tahvil faizlerinde gerileme Türkiye tahvil faizlerinde yükselişi engelledi. 10-yıllık Tahvil faizi 1 Aralık-3 Ocak dönemini 9 baz puanlık sınırlı düşüşle %16.72 seviyesinde tamamladı. Daha kısa vadeli bir tahvil olan 2-yıllık tahvil faizi sözkonusu dönemde 48 baz puan düşerek %19.78'e geriledi.

Sabit kuponlu TL tahvil piyasası ABD ile ilişkilerdeki pozitif havayı ve enflasyondaki düşüşü önemli ölçüde fiyatlamış görünüyor. Enflasyonun halen %20'nin üzerinde seyrettiği ve yılın ikinci yarısına kadar önemli bir düşüş beklenmediği bir ortamda, risk algısının yeniden canlanması veya Hazine'nin iç borçlanma rakamını yükseltmesi durumunda %16.5 civarındaki 10-yıllık tahvil faizinde önemli yukarı yönlü riskler mevcut. Olası yükseliş hareketi likidite eksikliğinin de etkisiyle hızlı olabilir. Temkinli görüşümüzü korumaya devam ediyoruz.

## Diğer Piyasalar

### Döviz

- ▶ İtalya'nın bütçe açığına dair kaygıların giderilmesi, ABD ekonomisinde yavaşlama işaretlerinin görülmesi ve Fed'den azalan faiz artışı beklentileri 1 Aralık-3 Ocak döneminde Euro'yu dolar karşısında destekledi. Parite yılın ilk gününde 1.1590 civarına kadar yükseldi. Parite 1 Aralık-3 Ocak dönemini %0.7 yükselişle 1.1390 civarında tamamladı. Sterlin/dolar ise Brexit sürecine dair devam eden belirsizlikle söz konusu dönemde 1.25 seviyesinin altına gördü.

ABD ekonomik büyümesine ve küresel büyümeye dair kaygılar sürüyor. ABD'de ISM imalat endeksi beklenenden olumsuz şekilde Kasım'daki 59.3'ten Aralık'ta 54.1'e gerilerken (beklenti: 57.5), veri ABD ekonomisinin önümüzdeki dönemde resesyona girebileceği endişelerini artırdı. ABD'de ISM imalat endeksindeki sert düşüş oldukça önemli. Diğer verilerin de benzer seyir izlemesi durumunda doların küresel olarak daha zayıf bir izlediğini görebiliriz. Fakat buna karar vermek için henüz erken görünüyor.

Gelişmekte olan piyasa para birimlerinin dolar karşısında değer kazancı 1 Aralık-3 Ocak döneminde yavaşlayarak da olsa sürdü. Bu dönemde MSCI gelişmekte olan piyasa kur endeksi bu para birimlerinde dolar karşısında ortalamada %0.5 değer kazancına işaret etti.

- ▶ Türk Lirası 1 Aralık-3 Ocak döneminde önceki ayların aksine negatif ayrıştı. Dolar/TL 1 Aralık-3 Ocak döneminde dolar karşısında %4.5 değer kaybetti. Dolar/TL kuru söz konusu dönemi 5.46 seviyesinde tamamladı. Dolar kuru üç aylık opsiyon oynaklığı 382 baz puan yükselerek %22.37'ye çıktı.

TL'de Eylül sonrasında önemli bir ralli görüldü. Yurtiçi veya yurtdışı kaynaklı olası gelişmelerle risk algısının yeniden canlanması durumunda TL yönünde Eylül başından beri açılan 8 milyar dolar civarında carry trade pozisyonun hızla kapanma ihtimali olduğunu ve bunun döviz kurunda yükselişe neden olabileceğini dikkate almak gerekiyor. TL'de görülen önemli değer kazancı sonrası temkinli olunması gerektiği görüşümüzü koruyoruz.

### Altın

- ▶ Fed'in çok daha yavaş faiz artırabileceğine dair beklentiler ve güvenli liman talebi dolarla ölçülen ons altın fiyatına olumlu yansıdı. Altının ons fiyatı 1 Aralık-3 Ocak dönemini %5.9 yükselerek 1294 dolar civarında bitirdi.

Dolar değer kaybı trendine girmeden altın fiyatında yaşanabilecek yükselişleri geçici görmeye devam ediyoruz. Doların küresel olarak güçlü seyretmeye devam edebileceği ve altın fiyatında yükselişin kalıcı olamayabileceğine dair görüşümüzü koruyoruz.

## Riskli varlıklara ilişkin uzun vadeli beklentiler (>12 ay)

- Buradaki görüşler HSBC Global Varlık Yönetimi ile HSBC Portföy Yönetimi'nin **uzun vadeli** görüşlerine dayanmaktadır. HSBC Global Varlık Yönetimi'nin görüşleri varlık dağılımı toplantılarından alınmıştır.

Varlık Sınıfı	Görüş	Özet
<b>Hisse Senedi</b>		
ABD	Nötr	Ekonomik aktivitede toparlanma ve şirket karlarında olumlu görünüm hisse senedi piyasalarını destekliyor. Fakat ABD hisse senedi endeksleri değerlemelerin bulunduğu seviyeler ve riskler nedeniyle pozitif görüş belirtmek için pahalı görünüyor. ABD faizlerinin daha da yükselebilecek olması ve ticaret savaşı olasılığı da ABD hisse senedi piyasası için risk oluşturuyor.
İngiltere	Nötr	Yükselen faiz oranları İngiltere borsasında ağırlıkta olan finansal şirket hisseleri açısından olumlu görünüyor. Fakat fiyatların geldiği seviyeler nedeniyle İngiltere hisse senedi piyasaları konusundaki görüşümüz nötr.
Euro Bölgesi	Pozitif	Euro Bölgesi'nde ekonomik toparlanmanın yavaşlayarak da devam etmesi gelecek dönemde şirket karlarının büyüyebileceğine işaret ediyor. Euro Bölgesi hisse senetleri Avrupa Merkez Bankası'nın düşük faiz oranlarından ve bu desteğin ekonomik aktiviteye yansımından faydalanmaya devam edecek görünüyor.
Japonya	Pozitif	Agresif genişleyici para ve maliye politikaları hisse senedi piyasalarını desteklemeye devam edecektir. Görece cazip değerlemeler ve hisse senetlerinin sunduğu yüksek risk primi Japonya hisse senedi piyasasını cazip kılıyor.
Gelişmekte Olan Ülkeler	Pozitif	2019 yılında önemli gelişmekte olan ekonomilerde iyileşme olabileceği beklentimiz ve hisse senedi piyasalarında fiyatların geçtiğimiz aylarda daha cazip seviyelere gelmesi nedeniyle bu varlık sınıfı konusunda görüşümüzü pozitifte koruyoruz.
Türkiye	Nötr	Bankacılık sistemindeki olası sorunlu krediler ve ekonomik büyümeye dair aşağı yönlü riskler nedeniyle hisse senedi piyasalarının endeks bazında yükseliş potansiyeli oldukça sınırlı görünüyor. Türkiye hisse senedi piyasaları çeşitli metrikler açısından ucuz görünse de bahsedilen riskler mevcut olduğunda bu piyasada kalıcı bir ralli beklemiyoruz. MSCI Türkiye endeksi fiyat kar çarpanı 6.0 seviyesinde ve EM ortalaması olan 10.4'e göre oldukça düşük seviyelerde. Fakat riskler Türkiye hisse senedi konusundaki temkinli değerlendirmemizi korumamıza neden oluyor.
<b>Tahvil / Bono</b>		
ABD	Negatif	ABD'de enflasyonun güçlü istihdam piyasası ile önümüzdeki dönemde yükselebilecek olması devlet tahvili faizlerinde yukarı yönlü hareketin devamına dair olasılığın küçümsenmemesi gerektiğine işaret ediyor. Bu nedenle, ABD tahvil piyasası konusundaki uzun vadeli görüşümüzü negatif olarak koruyoruz.
İngiltere	Negatif	İngiltere tahvil faizleri uzun vadeli ortalamalarının belirgin altında hareket ederken, sterlindeki değer kaybı enflasyon risklerini ve dolayısıyla tahvil faizlerindeki yukarı yönlü riskleri artırıyor.
Euro Bölgesi	Negatif	Euro Bölgesi devlet tahvilleri de riskler dikkate alındığında fazla değerli görünüyor. Miktaral gevşeme programının sona ermesi Euro Bölgesi tahvilleri konusunda negatif düşünmemize neden oluyor.
Gelişmekte Olan Piyasalar	Pozitif	Gelişmekte olan piyasa devlet tahvili faizlerinin gelişmiş piyasa devlet tahvili faizlerine göre halen oldukça yüksek olması bu tahvillerin cazibesini artırıyor. Bu tarafta da Fed'in faiz artışı sürecinde daha az olumsuz etkiye maruz kalacak dış finansman riskleri düşük piyasaları tercih ediyoruz.
Türkiye	Nötr	Sabit kuponlu TL tahvil piyasası ABD ile ilişkilerdeki pozitif havayı ve enflasyondaki düşüşü önemli ölçüde fiyatlamış görünüyor. Enflasyonun halen %20'nin üzerinde seyrettiği ve yılın ikinci yarısına kadar önemli bir düşüş beklenmediği bir ortamda, risk algısının yeniden canlanması veya Hazine'nin iç borçlanma rakamını yükseltmesi durumunda %16.5 civarındaki 10-yıllık tahvil faizinde önemli yukarı yönlü riskler mevcut. Olası yükseliş hareketi likidite eksikliğinin de etkisiyle hızlı olabilir. Temkinli görüşümüzü korumaya devam ediyoruz.
<b>Özel Sektör Tahvili</b>		
Global (yatırım yapılabilir seviye)	Nötr	Makroekonomik görünüm bu varlık sınıfı için olumlu görünüyor. Buna rağmen değerlemelerin geldiği seviyeler nedeniyle bu varlık sınıfı konusunda nötr bir görüşe sahibiz.
Türkiye	Nötr	Şirketlerin olası döviz kuru riskleri nedeniyle özel sektör tahvillerinde seçici olunması gerektiğine dair görüşümüzü koruyoruz.
<b>Altın</b>	Nötr	Önümüzdeki dönem altın fiyatı Fed'e dair beklentiler ve risk iştahıyla şekillenecek gibi görünüyor. Aralık 2015'te başlayan Fed faiz artırımı süreci altında uzun vadeli yükseliş trendi oluşmasının zorluğuna işaret ediyor. Ons altın konusunda uzun vade için nötr olan görüşümüzü koruyoruz.

**Bu doküman HSBC Portföy Yönetimi A.Ş. (HSBC Portföy) Araştırma Birimi tarafından sadece Türkiye’de yerleşikleri bilgilendirmek amacıyla düzenlenmiştir ve günlük olarak meydana gelen haber ve olaylar hakkında görüş ve analizler içermektedir. Bu dokümanda yer alan konular ilgili düzenleyici kurumların belirlediği kurallar çerçevesinde hazırlanmış olup sermaye piyasası araçları, bunları ihraç eden ortaklık ve kuruluşlar ile piyasa eğilimleri hakkında yönlendirici nitelikte olmayan genel yatırım tavsiyesi ile finansal bilgi sunulması niteliğinde bilgiler içermektedir. Burada yer alan tüm bilgi, yorum ve tavsiyeler; HSBC Portföy Yönetimi A.Ş.’ye ait olup HSBC Global Research (HSBC Global Araştırma) birimi tarafından derlenmemiştir, HSBC Global Research de dahil olmak üzere HSBC’nin ve HSBC’nin diğer birimlerinin görüşlerinden farklı olabilir.**

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

HSBC Portföy bu dokümanda yer alan sermaye piyasası araçlarını kendi adına ve hesabına ticari amaçla alım/satımını yapabilir; son 36 ay içerisinde satın almayı taahhüt etmiş olabilir; veya yöneticiler ile çalışanlarla birlikte alı ya da satış yönünde bir pozisyon almış bulunabilir. Raporda yer alan sermaye piyasası araçlarının tamamı veya bir kısmının alı/satışından HSBC Portföy komisyon veya masraf tahsil edebilir.

HSBC Portföy bu dokümanı, güvenilir olduğunu düşündüğü fakat bağımsız olarak doğrulanmamış kaynaklardan alınan bilgilere dayandırmaktadır. Bu bilgilerin doğruluk ve/veya bütünlüğü konusunda HSBC Portföy sorumluluk almamaktadır. Bu dokümanda yer alan ileriye dönük bazı ifadeler geleceğe yönelik performansın veya olayların garantisi olmayıp, şu anki beklentileri göstermekte, risk ve belirsizlik içermektedir. Gerçek neticeler çeşitli faktörler nedeniyle buradaki görüşlerden farklı sonuçlanabilir. HSBC Portföy burada yer alan geleceğe yönelik görüşlerini güncel tutmaktan sorumlu değildir. Burada yer alan bilgiler dokümanın yayımlandığı an itibarıyla görüşleri içermekte olup herhangi bir uyarı yapılmaksızın her an değişebilir. Sunulan göstergesel alım/satım bilgilerinin gerçekte HSBC Portföy’ün alım/satım yaptığı/yapabileceği alım/satım bilgileri olarak yorumlanmamalıdır. Sunulan tüm tablo ve grafikler HSBC Portföy’ün kendisine ait ya da kendisinin ulaşımının olduğu kaynaklardan kurumumuzca hazırlanmış tablolardan alınmıştır. Bu dokümanda yer alan rakamlar geçmiş performansla ya da modellenmiş geçmiş performansla ilişkili olabilir. Bu dokümandaki geçmiş performansla ilişkin ifadeler, gelecek performansın güvenilir bir göstergesi değildir. Bu nedenle burada yer alan ileriye dönük ifade ve görüşlerin, henüz sonuçlanmamış olayların göstergesi olarak değerlendirilmemesi gerekmektedir. Sermaye piyasası araçlarının değerleri ve getirileri yükselebileceği gibi düşebilir ve yatırımcısına yatırdığı tutarın altında bir değerde de geri dönüşü olabilir. Yurtdışındaki varlıklara yatırım yapıldığı durumlarda, döviz kuru oranları bu yatırımların değerinin azalması veya yükselmesine neden olabilir. Gelişmekte olan piyasalardaki yatırımlar doğası gereği daha fazla risk içerirler ve potansiyel olarak daha fazla oynaktır. Gelişmekte olan piyasalarda ekonomiler ağırlıklı olarak uluslararası ticarete dayanır ve ticari sınırlamalar, kambiyo kontrolleri, ilgili kur değerindeki ayarlamalar ve ticaret yapılan diğer ülkeler tarafından konulan korumacı tedbirler nedeniyle olumsuz etkilenebilir. Bu ülkelerin ekonomileri aynı zamanda ticaret yaptıkları diğer ülkelerdeki ekonomik koşullardan da olumsuz etkilenebilir. Yatırım fonlarında piyasa riski mevcuttur, yatırımcıların fona ilişkin tüm dokümantasyonu dikkatle okuması önerilir.

Bu doküman tamamen veya kısmen çoğaltılamaz ya da içeriği HSBC Portföy’ün önceden izni olmaksızın ifşa edilemez. Onaysız çoğaltılması veya kullanılması, kullanıcının sorumluluğundadır ve yasal takibatla sonuçlanabilir. Bu doküman, dağıtımının hukuka ve ilgili mevzuata aykırı olduğu herhangi bir ülkedeki herhangi bir kişi veya kuruma dağıtılmak ya da bunlar tarafından kullanılmak amacıyla oluşturulmamıştır ve yasal olmayan hiç bir bölgede bir finansal enstrümanın alım satımına ilişkin tavsiye vermemektedir.

Bu dokümanda atıfta bulunulan ürünler, yatırımlar ve işlemlerle ilgili bağımsız bir değerlendirmede bulunmak ya da araştırma yapmak tamamen okuyucunun sorumluluğundadır. Yatırımcılar, yatırım kararlarını kendi bağımsız değerlendirmelerine dayalı olarak vermelidirler. HSBC hiç bir müşterisine yasal, vergi ya da yatırım tercihi anlamında tavsiye vermemektedir.

HSBC Portföy ya da herhangi bir çalışanı ya da yöneticisi kasıtlı durumlar hariç olmak üzere bu dokümanda yer alan bilgilerden kaynaklanacak herhangi bir zarar ya da kayıptan sorumlu tutulamazlar.

HSBC Portföy Yönetimi A.Ş. tarafından yayımlanmıştır.

HSBC Portföy Yönetimi A.Ş. Sermaye Piyasası Kurumu (SPK)'nın denetim ve gözetimi altındadır.