

2015 IV. ÇEYREK STRATEJİ RAPORU



ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

09.10.2015

İÇİNDEKİLER	SAYFA NO
YÖNETİCİ ÖZETİ	2
KÜRESEL GÖRÜNÜM	3
TÜRKİYE EKONOMİSİ	6
VARLIK YÖNETİM MODELİ	13
HİSSE SENEDİ	14
SABİT GETİRİLİ YATIRIMLAR	15
KIYMETLİ MADENLER	16
DÖVİZ SEPETİ	16
BMD HİSSE SENETLERİ MODEL PORTFÖY	17

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

09.10.2015

YÖNETİCİ ÖZETİ

Küresel ekonominin son çeyrekte büyüme hızında yavaşlama yaşanması beklenmektedir. Eylül ayı tarım dışı istihdam verisi ile İmalat Satın Alma Müdürleri Endeksi (PMI)'nin beklentilerin altında gerçekleşmesi ve işgücü piyasasında ücret artışlarının yaşanmaması, FED'in 2015 yılı için faiz artırma olasılığını düşürmektedir. AMB'nin deflasyonist baskıları azaltmak için uygulamaya koyduğu varlık alım programı neticesinde, ilk çeyrekte -%0,3 olarak gerçekleşen enflasyon oranı ikinci çeyrekte toparlanma yaşayarak %0,2 seviyelerine yükselmiştir. Ancak, uygulanan genişleyici para politikalarına rağmen küresel ekonomide yaşanan gelişmeler Avro bölgesinde ekonominin canlandırılmasına yönelik politikaların hedeflere ulaşamadığını göstermektedir. Japonya'nın en büyük ticaret ortağı Çin'deki ekonomik yavaşlama, petrol ve diğer emtia fiyatlarındaki düşüş, Yen'deki yükseliş ve hane halkı harcamalarının artmaması, enflasyon hedeflerine ulaşılmasını engellemeye devam etmektedir. Diğer yandan Çin'in yılın geri kalanında büyüme ve ihracat verilerinin düşmeye devam edeceği beklenmektedir.

Türkiye ekonomisinde yılın ilk çeyrek büyüme oranı %2,3'ten %2,7'ye revize edilirken, ikinci çeyrekte büyüme %3,8 ile beklentilerin üzerinde gerçekleşti. İlk çeyrekte büyümenin itici gücü hizmetler, ikinci çeyrekte ise sırasıyla %5 ve %9,1 büyüyen imalat sanayi ile finans ve sigorta faaliyetleri oldu. Toptan ve perakende ticaret ile ulaştırma ve depolama alt sektörlerinin performansları yılın ilk çeyreğinde olduğu gibi ikinci çeyrekte de GSYH büyümesinin altında kaldı. İlk çeyrekte %2,8 küçülen inşaat sektörü ikinci çeyrekte ise %2 büyüdü. Talep tarafında yerleşik hane halklarının tüketimi %5,6 ile güçlü büyürken, özel sektörün makine ve teçhizat yatırımları öncülüğünde sabit sermaye oluşumunda gerçekleşen %9,7'lik büyüme de dikkat çekti. İhracat 2015 yılı ilk iki çeyreğinde de daraldı (sırasıyla -%1,1 ve -%2,1). İthalat ise bunun aksine son iki çeyrekte sırasıyla %3,9 ve %1,6 arttı. İhracattaki zayıflık MENA Bölgesi ile Rusya ve BDT'ye olan ihracatımızda yaşanan gerilemelerle zayıflayan Euro sebebiyle AB'ye ihracatımızdaki düşüşten kaynaklandı. Önümüzdeki dönemlerde Euro'nun Dolar karşısında güçlenmesi ve toparlanan Avrupa ekonomileri sayesinde büyüme kompozisyonunun net ihracat leyhine değişmesini beklemekteyiz. Eylül ayı TCMB beklenti anketine göre 2015 yılı büyüme beklentisi %2,9, Dünya Bankası ve IMF'nin Türkiye için 2015 yılı büyüme tahmini ise %3 seviyesinde bulunuyor. Eylül 2015 verileri itibarıyla TÜFE önceki aya göre %7,14'ten %7,95'e yükselirken, Yİ-ÜFE ise %6,21'den %6,92'ye yükseldi. Kurlardaki yüksek seyir sebebiyle yükselen enflasyon göstergelerine rağmen TCMB'nin faiz artırımlarına Fed'in faiz politikalarına göre karar vereceği fikrindeyiz.

2015 yılı ikinci çeyreği için BİST Sınai Endeksinin şu anda seyretmekte olduğu 75-80 bin aralığında hareketine devam etmesi durumunda, hisse senedine %40, sabit getirili menkul kıymetlere (SGMK) %40, kıymetli madenlere %10 ve döviz sepetine %10 ağırlık verilerek Varlık Yönetim Modeli portföyümüzü çeşitlendirmekten yanayız. Bu çeyrekte varlık dağılımında yapılan değişiklik Hisse Senedi ve Kıymetli Madenler ağırlıklarını %5'er artırırken, SGMK ve Döviz Sepeti ağırlıklarını %5'er azaltmak oldu. Kararımızda küresel büyümede zayıflama endişelerinin hisse senetleri ve emtia piyasalarında aşağı yönde fiyatlandığı görüşümüzle birlikte Fed'in faiz artırımlarına 2016 yılından önce başlayamayacağına dair beklentilerin güçlenmesinin etkili olduğu söylenebilir. Son 4 çeyrekte Varlık Yönetim Modeli portföyümüz yıllık %13,57 getiri ile sabit getirili menkul kıymetler ve kıymetli madenlerin yıllık getirisinin üzerinde performans sergilemiştir.

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

09.10.2015

KÜRESEL GÖRÜNÜM

ABD

ABD ekonomisi, yılın ilk çeyreğinde %0,6 büyümesine karşın ikinci çeyrekte artan tüketim ve yatırım harcamalarının etkisiyle güçlü bir performans sergileyerek %3,9 oranında büyümüş ve beklentileri aşmıştır. Yılın ilk altı ayında ABD ekonomisi toparlanma sürecine girmiş ve FED'in faiz artışını 2015 yılında gerçekleştireceği beklentileri yükselmiştir. Ancak, ikinci yarıdan sonra gelen ekonomik veriler toparlanma sürecinin sekteye uğradığını göstermektedir. Eylül ayı tarım dışı istihdam verisinin ve İmalat Satın Alma Müdürleri (PMI) Endeksi'nin beklentilerin altında gerçekleşmesi ve işgücü piyasasında ücret artışlarının yaşanmaması, FED'in 2015 yılı için faiz artırma olasılığını düşürmektedir. Faiz artışı beklentisi ile doların değerlendirilmesi ile Çin ve Euro ekonomilerindeki daralmalar ISM İmalat Sanayi Endeksi'nin gerilemesine neden olmaktadır. Güçlü dolar ve talebin zayıflaması imalat sanayi siparişlerini Kasım 2012 seviyelerine çekmiştir. Bu gelişmelere paralel olarak ISM İmalat Sanayi Endeksi Ağustos ayından itibaren gerilemeye başlamıştır. Eylül ayında 50,2'ye gerileyerek düşüşü 3'üncü aya taşıyarak Mayıs 2013'ten bu yana en zayıf seviyeye gelmiştir.

İşgücü piyasasındaki artan kaynak kullanımının ücretlere ve fiyatlara etkisinin çok fazla hissedilmemesi ve enflasyon beklentilerine ilişkin dinamiklere yönelik belirsizlikler devam etmektedir. İşsizlik oranları ilk çeyrekte %5,6, ikinci çeyrekte %5,4, üçüncü çeyrekte %5,2 olarak gerçekleşmiştir. İşsizlik oranlarının kademeli olarak gerilemesine rağmen işgücüne katılım oranı da düşmeye devam etmektedir. Eylül ayı işgücü katılım oranı %62,4 oranına gerileyerek 1977 yılı seviyelerine gelmiştir. Eylül ayı tarım dışı istihdam verisinin beklentilerin oldukça altında kalması ve enflasyon hedeflerine ulaşamaması, faiz artırımlarının 2016 yılında gerçekleşeceği beklentilerini güçlendirmektedir. Enflasyon, Çin'deki yavaşlamanın emtia fiyatlarını aşağı yönlü baskılayarak küresel ekonomik genişlemeyi tehdit etmesi sebebiyle tüm yıl sifıra yakın seyretmiştir. Faiz artışı beklentisi ile dolardaki değerlendirme ve emtia fiyatlarındaki düşüşün enflasyonu aşağı çekme riski olduğunu öngörülmektedir. Yellen'in Eylül ayında yıl içerisinde faiz artışını desteklemesine rağmen FED'in hedef koyduğu %2 enflasyon oranına ulaşamaması, Eylül ayı ve yılın geri kalanında faiz artışı olasılığını zayıflatmaktadır. IMF, Ekim ayında yayınladığı Dünya Ekonomik Görünüm Raporu'nda ABD büyüme tahminini %0,1 oranında artırarak %2,6 olarak revize etmiştir.

AVRO BÖLGESİ

Yılın ilk çeyreğinde mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış veriler ile %0,5 büyüyen Avro Bölgesi, ikinci çeyrekte ise %0,3 beklentisini aşarak %0,4 oranında büyüme kaydetmiştir. Üçüncü çeyrekte Yunanistan borç krizinin derinleşmesi küresel piyasalarda endişelerin artmasına neden olmuştur. Tsipras hükümetinin 3'üncü kurtarma paketini referanduma götürmesi ve Yunanistan'ın IMF'ye olan borcunu ödeyemeyerek temerrüde düşmesi, Yunanistan'ın birlikten çıkarılma tartışmalarını beraberinde getirmiştir. Temmuz ayında yapılan referandumda "Hayır" çıkmasına rağmen diğer birlik üyelerinin baskıları sonucunda Tsipras hükümeti anlaşmayı kabul ederek meclisten geçirmiştir. Yunanistan krizi, olumsuz finansal etkilerinin yanında birlik ve tüketiciler arasında "güven" sorununu gündeme getirmiştir. Ancak, krizin aşılması ve güvenin yeniden tesis edilmesi, talebin artması, düşük petrol fiyatları ve genişleyici para politika uygulamaları bölge ekonomisinin toparlanmasına önemli katkıları olmuştur.

AMB'nin deflasyonist baskıları azaltmak için uygulamaya koyduğu varlık alım programı neticesinde, ilk çeyrekte -%0,3 olarak gerçekleşen enflasyon oranı ikinci çeyrekte toparlanma yaşayarak %0,2 seviyelerine yükselmiştir.

Ancak, uygulanan genişleyici para politikasına rağmen küresel ekonomide yaşanan gelişmeler Avro bölgesinde ekonominin canlandırılmasına yönelik politikaların hedeflere ulaşamadığını göstermektedir. Üçüncü çeyrekte Çin'de büyümenin ve hisse değerlerinin ciddi kayıplar vermesi ile gelişmekte olan ülke para birimlerinin değer kayıpları ve birlik içerisinde talepte görülen yavaşlama nedenlerinden dolayı enflasyon oranı %0,1 olarak gerçekleşmiştir. Petrol fiyatlarındaki düşüşün ve gelişen piyasalardaki yavaşlamanın enflasyon görünümünü kötüleştirilmesi beklenmektedir. Böyle bir senaryoda AMB parasal genişleme programının hacmini genişletmeye

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

09.10.2015

hazır olduğunu ifade etmiştir. Enerji fiyatlarındaki düşüşlerin parasal genişleme etkilerini azaltmaya devam etmektedir. Bu gelişmeler altında bölgenin halen deflasyon tehlikesi ile karşı karşıya olduğu ve belirlenen %2 hedef enflasyona ulaşılmasının kısa vadede mümkün olmadığı değerlendirilmektedir. Bölgedeki ekonomik toparlanmanın ivme kazanmasına paralel olarak işsizlik oranlarında düşüş devam etmektedir. İlk çeyrekte %11,21 seviyelerinde bulunan işsizlik oranı ikinci çeyrekte %11,1 seviyelerine gerilemiştir. Temmuz ve Ağustos aylarında düşüş devam ederek %11 oranında gerçekleşmiştir. Avro Bölgesi'nde işsizlik Şubat 2012'den bu yana en düşük seviyeye gerilemiştir. Bölgenin lokomotif ekonomisi Almanya'da istihdam konusunda iyileşmeler yaşanmaya devam etmektedir. Ancak, Çin ekonomisinin daralması ve güçlenen Euro yılın ikinci yarısından itibaren Almanya imalat sanayi ihracat taleplerinde düşüşler yaşanmasına neden olmaktadır. Benzer şekilde İngiltere'de ikinci çeyrekte itibaren imalat sanayi ihracat siparişleri düşüş göstermektedir. Enflasyonun sıfıra yakın seyretmesi, değerli Sterlin, petrol fiyatlarının düşük seviyelerde olması ve gelişen ekonomilerdeki daralmalar nedenleriyle BOE'nin faiz artırımını 2015 yılında yapmayacağı değerlendirilmektedir. IMF, Ekim ayında yayınladığı Dünya Ekonomik Görünüm Raporu'nda Avro Bölgesi büyüme tahminini 2015 yılı için değiştirmezken 2016 yılı büyüme tahminini %0,1 oranında azaltarak %1,6'ya revize etmiştir.

JAPONYA

Japonya ekonomisi yılın ilk çeyreğinde %1,1 büyürken, ikinci çeyrekte ihracat, özel sektör talebi ve sanayi üretiminde daralmaların etkisiyle -%0,3 daralmıştır. Japonya'nın en büyük ticaret ortağı Çin'deki ekonomik yavaşlama, petrol ve diğer emtia fiyatlarındaki düşüş, Yen'deki yükseliş ve hane halkı harcamalarının artmaması, enflasyon hedeflerine ulaşılmasını engellemeye devam etmektedir. Ağustos ayı enflasyonu geçen yıla göre %0,2 olarak gerçekleşerek hedef enflasyon %2'nin oldukça altında seyretmektedir. Bu nedenlerden dolayı yılın üçüncü çeyreğinde ekonomide tekrar daralma yaşanacağı ve Japon ekonomisinin resesyona girmesi beklentileri yükselmektedir. Resesyon beklentileri Japonya Merkez Bankası üzerindeki parasal teşviklerin artırılması yönündeki baskıyı artırmaktadır. Baskılara rağmen BOJ Ekim ayı toplantısında teşviklerde artırıma gitmeyeceğini, mevcut teşviklerin ekonomi ve enflasyonun artması yönünde olumlu etki yapacağı beklentisi içerisinde olduğunu yineledi. Japonya Merkez Bankası'nın teşvikleri artırmaktan kaçınması ve halen iyimser bir hava içerisinde olması yatırımcı ve uluslararası kuruluşları ikna edememektedir. Uluslararası derecelendirme kuruluşu Standart and Poor's Eylül ayında Japonya'nın kredi notunu AA'-den A+'ya çekmiştir. Japonya ekonomisinde ihracat ve büyümenin yavaşlamasına karşın işsizlik oranları Ocak ayından itibaren düşüş göstermektedir. İlk çeyrekte %3,4 olan işsizlik verisi ikinci çeyrekte %3,3'e gerilemiştir. Temmuz ve Ağustos ayı verileri sırasıyla %3,3 ve %3,4 olarak gerçekleşmiştir. IMF, Ekim ayında yayınladığı Dünya Ekonomik Görünüm Raporu'nda Japonya büyüme tahminini 2015 ve 2016 yılları için 0,2 puan düşürerek sırasıyla %0,6 ve %1'e revize etmiştir.

ÇİN

Çin ekonomisi yılın ikinci çeyreğinde yıllık bazda %7 büyüdü; ancak, yılın geri kalanında büyüme hızının giderek düşeceği bekleniyor. Gayrimenkul sektöründe oluşan aşırı şişkinlik sonrası kamu bankalarının inşaat sektörüne kredi vermelerine yönelik bir takım sınırlandırmalar getirilmiştir. Ancak banka dışı mali kuruluşlar "Gölge Bankacılık" yaparak inşaat sektörüne kaynak aktarmaya devam etmiş ve sektörün şişmesine katkı sağladılar. İnşaat sektörüne bağlı olarak borçluluk oranlarında keskin yükselişler yaşanarak özel sektör borçluluk oranı %125, hane halkı borçluluk oranı %65 seviyelerinde gerçekleşmiştir. Gayrimenkul sektöründe oluşan balonun patlaması hem konut fiyatlarının yaklaşık %10 oranında düşmesine hem de ödeme güçlüklerin yaşanmasına sebep oldu. İnşaat sektöründe yaşanan olumsuz gelişmeleri gidermek için Çin hükümeti, borsaya girişi kolaylaştırıcı kredili pay alım/satımı ve açığa satış işlemlerinin yapılmasını destekledi. Bu da Mart ayından Haziran ayına kadar Şanghay Borsası'nın yaklaşık %60 değer kazanarak rekor seviyelerde ulaşmasını sağlamıştı. 12 Haziran'dan sonra Çin hisse senetleri, son dönemdeki kazançların çok hızlı olduğu spekülasyonu, toplamda 1 trilyon dolar olarak hesaplanan halka arzların likiditeyi kurutması ve ülke genelindeki faizlerin yükselmesi ile birlikte 7 Temmuz'a kadar tarihi

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

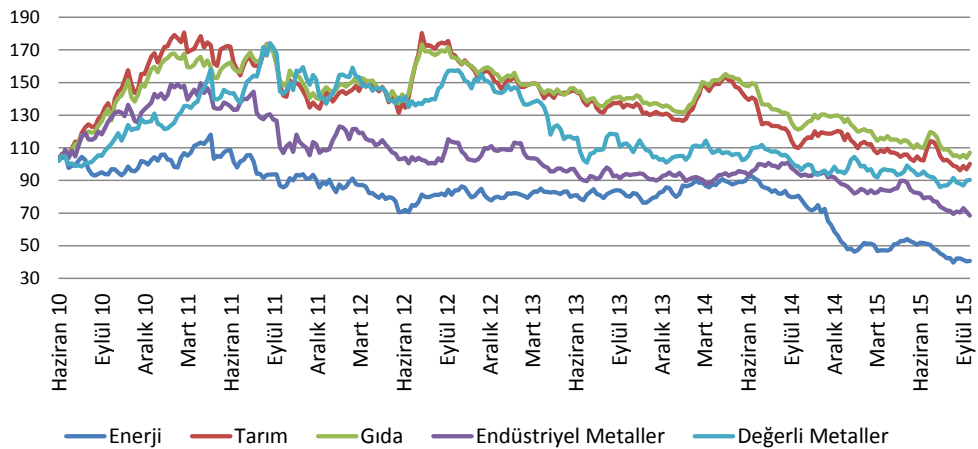
09.10.2015

düşüşler yaşadı. Şanghai endeksi %26,9 değer kaybederken, Shenzen'de kayıplar %35'e ulaştı. Yaşanan büyük kayıpların ardından Merkez Bankası faiz oranlarını düşürerek, bankaların genişleyici bir kredi politikası izlemesinin önünü açarak düşüşleri durdurmaya çalıştı. Ayrıca 7 Temmuz itibarıyla Çin borsasında 1.4 trilyon ABD doları değerindeki hisse senedinin işlem yapılması yasaklandı. Yaşanan tarihi düşüşte yaklaşık olarak 3,5 trilyon ABD doları zarar olduğu değerlendirilmektedir. Küresel dalgalanmalar nedeniyle ihracatta yaşanan düşümler, temel büyüme stratejisi ihracat olan Çin ekonomisini olumsuz yönde etkilemiştir. İhracatı körüklemek ve olası FED faiz artışında sermaye akımlarının ABD ekonomisine yönelmesine engel olmak amacıyla 11-13 Ağustos tarihleri arasında art arda sırasıyla %1,9 , %1,6 ve 1,1 oranında üç devalüasyon gerçekleştirilmiştir. Çin'in yılın geri kalanında büyüme ve ihracat verilerinin düşmeye devam edeceği beklenmektedir. IMF, Ekim ayında yayınladığı Dünya Ekonomik Görünüm Raporu'nda Çin büyüme tahminini 2015 ve 2016 yılları için değiştirmeyerek sırasıyla %6,8 ve %6,3'te bırakmıştır.

EMTİA PİYASASI

Yılın üçüncü çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre tüm küresel emtia fiyatlarında değer kayıpları yaşandı. Bloomberg küresel enerji emtia fiyatları endeksi üçüncü çeyrekte dolar bazında %19,2 ile en fazla düşen emtia grubu olurken, tarım, gıda, endüstriyel metaller ve değerli metaller emtia endeksleri de sırasıyla %12,2, %10,6, %14,1 ve %2,1 değer kaybetti. 2014 yılında en fazla enerji olmak üzere diğer tüm emtia fiyatları da aşağı yönde seyretmişti. 2015 yılının ilk üç çeyreğinde ise emtialar genelinde aşağı yönlü seyir devam etti. Çin'den ekonomik aktivitede zayıflık göstergesi niteliğindeki verilerin etkisiyle küresel büyümeye dair endişelerin devam ediyor olmasının emtia fiyatlarındaki düşüşlerin ana sebebi olduğunu söyleyebiliriz. İran'a uygulanan yaptırımların kaldırılmasıyla küresel petrol arzında özellikle 2016 yılından sonra artış beklenmesi yılın üçüncü çeyreğinde petrol fiyatlarını baskılamakta, Dünya Bankası tarafından yayınlanan Emtia Piyasaları Görünüm Raporu'nda emtia fiyatlarında son dönemlerde yaşanan gerilemenin yılın kalanında da devam edeceği belirtildi. Dünya Bankası raporunda ham petrol fiyatına ilişkin 2015 öngörüsünü varil başına \$53'ten \$57'ye çıkarırken, Fed'in faizleri bu yıl içinde artıracığı beklentisine paralel olarak yatırımcıların emtialar yerine Dolar'ı tercih etme eğiliminde oldukları vurgulandı. Yunanistan'ın temerrüt riskinin ortadan kalkmasıyla yılın üçüncü çeyreğinde değerli metal fiyatlarında yaşanan satıcılı seyrin, Fed'in faiz artırımının 2016 yılı ortalarına sarkacağına dair beklentilerin güçlenmesiyle tersine dönmesini beklemekteyiz.

Emtia Fiyat Endeksleri (\$)

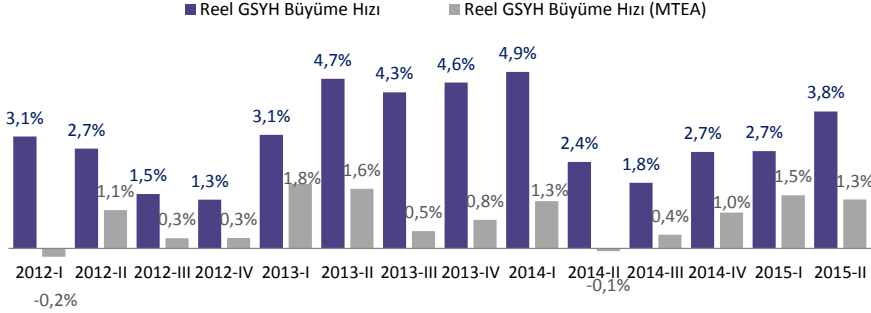


Kaynak: Bloomberg, BMD Araştırma

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

09.10.2015

TÜRKİYE EKONOMİSİ



Kaynak: Bloomberg, BMD Araştırma

Yılın ilk çeyreği için daha önce %2,3 olarak açıklanan büyüme oranı %2,7'ye revize edilirken, ikinci çeyrekte büyüme %3,8 ile beklentilerin üzerinde gerçekleşti. Türkiye ekonomisi ilk çeyrekte hizmetler, ikinci çeyrekte imalat sanayi ile finans ve sigorta faaliyetleri öncülüğünde büyüdü. Son çeyrekte arz tarafında büyümeye en fazla katkısı imalat sanayi sağlarken, en yüksek çeyreklik büyüme ise %10,2 ile yılın ilk çeyreğinde de olduğu gibi (%14,1) Mesleki, Bilimsel ve Teknik faaliyetlerde gerçekleşti. İkinci çeyrekte %5 büyüyen İmalat sanayi büyümesinde aynı zamanda son beş çeyreğin en yüksek seviyesine ulaşıldı. İmalat sanayiden sonra son çeyrek büyümeye en fazla katkısı %9,1 büyüyen finans ve sigorta faaliyetleri sağladı. Toptan ve perakende ticaret ile ulaştırma ve depolama alt sektörlerinin performansları ise yılın ilk çeyreğinde olduğu gibi ikinci çeyrekte de GSYH büyümesinin altında kaldı. İlk çeyrekte %2,8 küçülen inşaat sektörü ikinci çeyrekte ise %2 büyüyebildi. Talep tarafında yerleşik hane halklarının tüketimi %5,6 ile güçlü büyürken, özel sektörün makine ve teçhizat yatırımları öncülüğünde sabit sermaye oluşumunda gerçekleşen %9,7'lik büyüme de dikkat çekti. 2014 yılı boyunca her çeyrek küçülen sabit sermaye oluşumu bu yılın ilk çeyreğinde geçen yılın aynı dönemine göre önemli bir değişiklik göstermemiştir. Devletin nihai tüketim harcamaları ve ithalatta son çeyrekte %7,2 ve %1,6 büyüme yaşandı. 2014 yılına iyi başlayan ihracat büyüme hızı, yılın kalanında sürekli performans kaybetmişken 2015 yılı ilk iki çeyreğinde de daraldı (sırasıyla -%1,1 ve -%2,1). İthalatta ise bunun aksi bir durum var. 2014 yılı genelinde %0,2 küçülen ithalat son iki çeyrekte sırasıyla %3,9 ve %1,6 attı. Sonuç olarak büyümenin bileşenlerine baktığımızda talep tarafında yurtiçi harcamalardaki canlanmayı ve özel sektör sabit sermaye yatırımlarındaki artışı, arz tarafında ise imalat sanayideki büyümeyi olumlu bulmaktayız. Diğer yandan, yılın ikinci yarısında politik belirsizliklerin devam etmesi sebebiyle büyüme performansının bu durumdan olumsuz etkilenmesini beklemekteyiz. Eylül ayı TCMB beklenti anketine göre 2015 yılı büyüme beklentisi %2,9, Dünya Bankası ve IMF'nin Türkiye için 2015 yılı büyüme tahmini ise %3 seviyesinde bulunuyor.

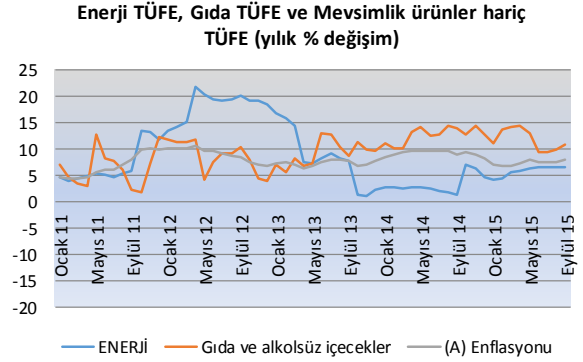
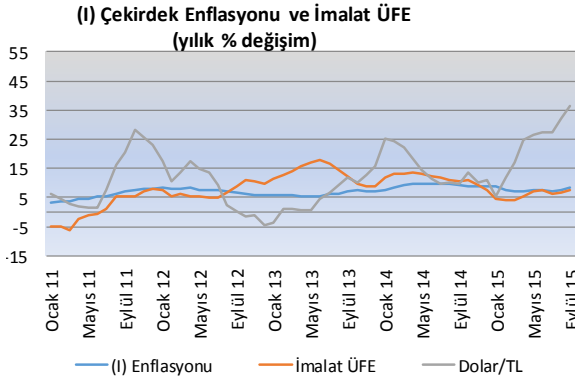
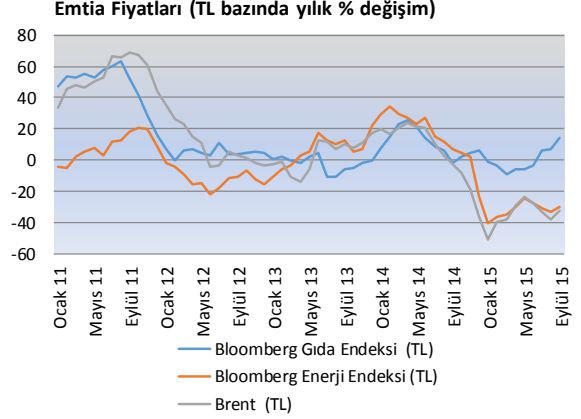
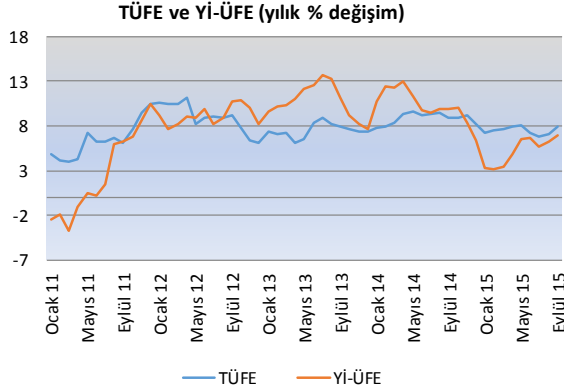
BÜYÜME	GERÇEKLEŞME				ORTA VADELİ PROGRAM			
	2011 G	2012 G	2013 G	2014 G	2014 T	2015 P	2016 P	2017 P
GSYH (Milyar TL, Cari Fiyatlarla)	1.298	1.416	1.567	1.750	1.764	1.945	2.150	2.370
GSYH (Milyar \$, Cari Fiyatlarla)	776,7	786,0	823,9	799,8	810,0	850,0	907,0	971,0
Kişi Başına Millî Gelir (GSYH, \$)	10.503	10.497	10.822	10.404	10.537	10.936	11.541	12.229
GSYH Büyümesi (%)	8,8%	2,2%	4,2%	2,9%	3,3%	4,0%	5,0%	5,0%
Toplam Tüketim Büyümesi (%)	5,8%	0,4%	5,2%	1,9%	1,9%	3,8%	4,0%	3,9%
Kamu	4,7	6,1	6,5	4,6	4,5	2,2	3,8	3,3
Özel	7,8	-0,5	5,1	1,3	1,6	4,0	4,0	4,0
Toplam Sabit Serm. Yat. Büyümesi	18,6	-2,2	4,4	-1,3	-1,8	4,2	8,9	9,3
Kamu	-0,1	10,5	24,1	-8,8	-0,9	-2,1	7,2	3,3
Özel	22,4	-4,8	0,5	0,5	-2,1	6,1	9,3	10,9
TÜFE Yılsonu (%)	10,5%	6,2%	7,4%	8,2%	9,4%	6,3%	5,0%	5,0%

Kaynak: TC Kalkınma Bakanlığı, TÜİK, BMD Araştırma

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

09.10.2015

ENFLASYON



Eylül 2015 verileri itibarıyla TÜFE önceki aya göre %7,14'ten %7,95'e yükselirken, Yİ-ÜFE ise %6,21'den %6,92'ye yükseldi. Son ayda gıda ve alkolsüz içeceklerde yaşanan %1,24 artışla Eylül ayında yıllık gıda ve alkolsüz içecekler enflasyonu %10,73'e yükseldi. Gıda ve tarım emtia fiyatlarında dolar bazında önemli artış yaşanmamış olmasına rağmen TL'nin dolar karşısında yaşadığı değer kayıpları sebebiyle gıda enflasyonu yükseldi. Yılın ilk sekiz ayı itibarıyla en düşük yıllık enflasyon %6,81 ile Temmuz ayında gerçekleşirken, Merkez Bankası'nın da belirttiği gibi gıda ve kur geçişkenliği sebebiyle enflasyonda yukarı yönlü hareketlenme yaşanmaya başladı. Mevsimlik ürünler hariç çekirdek enflasyon Eylül ayında bir önceki ayki %7,47 seviyesinden %8,01'e yükselirken, özel tanımlı I enflasyonu ise aynı dönemlerde %7,66'den %8,23'e yükseldi. Yılın kalan aylarında da kurlardaki yüksek seyir sebebiyle enflasyondaki yukarı yönlü eğilimin devam etmesini beklemekteyiz. Çekirdek enflasyon göstergelerinin çoğunda da kurdaki artışlar dolayısıyla yükselişler yaşandı. Bu durum Merkez Bankası'nın da faizleri artırması yönünde beklentileri artırabilir; ancak, Fed'in faiz artırımlarına başlamadan Merkez Bankası'nın da faizlerde değişikliğe gitmeyi düşünmeyeceği fikrindeyiz. TCMB beklenti anketine göre Eylül ayında 2015 yıl sonu enflasyon tahmini ortalaması da önceki ayki %7,65 seviyesinden %7,98'e yükseldi. OVP'de ise %6,3 olarak öngörülüyor. Gıda fiyatları ile TL'nin Dolar karşısındaki seyri hedeflere ulaşıp ulaşılmayacağı konusunda etkili olmaya devam edeceğe benziyor. Yİ-ÜFE'de Eylül ayında %1,53 aylık artış gerçekleşirken, bu dönemde İmalat sanayindeki aylık artış ise %1,54 ile aylık Yİ-ÜFE artışına yakın gerçekleşti. İmalat sanayi içerisinde ağırlığı yüksek olan alt sektörlerden gıda ürünleri haricinde pek çoğunda %2'nin üzerinde aylık artışlar yaşandı. Yıllık bazda elektrikli teçhizat ile makine ve ekipmanları enflasyonu %14'e yakın seyrederken, gıda ürünleri imalatı Yİ-ÜFE Eylül ayı itibarıyla %8,02'ye gerilemiş bulunuyor.

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

09.10.2015

TCMB PARA POLİTİKALARI

Yılın ilk iki ayında politika faizinde toplamda 75 baz puanlık indirimden TCMB, son yedi ayda herhangi bir değişikliğe gitmedi. Faizlerle ilgili olarak Eylül ayı toplantısında yapılan tek değişiklik daha önce %10,25 olarak uygulanan piyasa yapıcı bankalara tanınan gecelik borçlanma faizinin kaldırılması oldu. Eylül ayı toplantısında TCMB özetle; kredi büyüme hızlarının makul seviyelerde seyretmekte olduğuna, dış ticaret ve cari dengedeki iyileşmelere ve iç talebin yılın ilk yarısında büyümeye sağladığı katkıyla birlikte önümüzdeki dönemlerde büyüme kompozisyonunun net ihracat lehine değişmesinin beklendiğine vurgu yaptı. Enflasyon ile ilgili olarak ise döviz kurlarındaki yukarı yönlü hareketlerin çekirdek enflasyondaki iyileşmeyi geciktirdiği belirtildi. Yurtiçinde 7 haziran seçimleri sonrasında uzun dönemli bir hükümet kurulamaması ve 1 Kasım'da tekrar seçime gidilecek olması sebebiyle siyasi belirsizlik devam ediyor. Siyasi belirsizliğe ek olarak, Fed'in faiz artırım sürecinin yaklaşması sonucunda gelişmekte olan ülkelerden para çıkışının son dönemlerde hızlanması TL'in beklenenin üzerinde değer kaybetmesine yol açtı. Diğer yandan, Fed faiz artırımlarına başlamadan TCMB'nin faizlerde daha sıkılaşmacı adımlar atmayacağı görüşündeyiz.

TCMB FAİZ ORANLARI	Nis.15	May.15	Haz.15	Tem.15	Ağu.15	Eyl.15	Değişiklik
Politika faizi (bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı)	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	Yok
Gecelik Borç Verme Faiz Oranı	10,75%	10,75%	10,75%	10,75%	10,75%	10,75%	Yok
Gecelik Borçlanma Faiz Oranı	7,25%	7,25%	7,25%	7,25%	7,25%	7,25%	Yok
Piyasa Yapıcısı Bankalar Gecelik Borçlanma Faizi	10,25%	10,25%	10,25%	10,25%	10,25%	-	Var
Geç Likidite Borç Verme Faiz Oranı	12,25%	12,25%	12,25%	12,25%	12,25%	12,25%	Yok
Geç Likidite Borçlanma Faiz Oranı	0%	0%	0%	0%	0%	0%	Yok

Kaynak: TCMB, BMD Araştırma

BÜTÇE

2015 yılının ilk sekiz ayında bütçe gerçekleştirmelerine bakıldığında gelirlerde %13,1, giderlerde %11,8 artış var. Vergi gelirleri performansının Ağustos ayında yurtiçi talepteki canlılık sayesinde dolaylı vergilerdeki %23,8 artışın önemli etkisiyle yüksek seyrettiği görülüyor. Yılın ilk sekiz ayında da dolaylı vergilerde %17,5 artış var ve bu oran yıllık %14,2 olarak planlanan artışın üzerinde. Diğer yandan, faiz hariç giderler yılın ilk sekiz ayında %11,5 artışla yıllık %10,1 olarak planlanan oranın üzerinde artış göstermiş. Ağustos ayında ise %15,9 artmış. Ancak, yılın ilk sekiz ayında geçen yılın aynı dönemine göre faiz dışı fazlada 30,9'dan 39 milyar TL'ye iyileşme yaşanırken, bütçe dengesinde ise önceki yılki 2,7 milyar TL açığından bu yıl 0,6 milyar TL fazlaya geçilmiş. Kasım ayında yapılacak seçimler dolayısıyla harcamalarda artış ihtimali bütçe hedefinin üzerindeki aşağı yönlü risklerin başında geliyor.

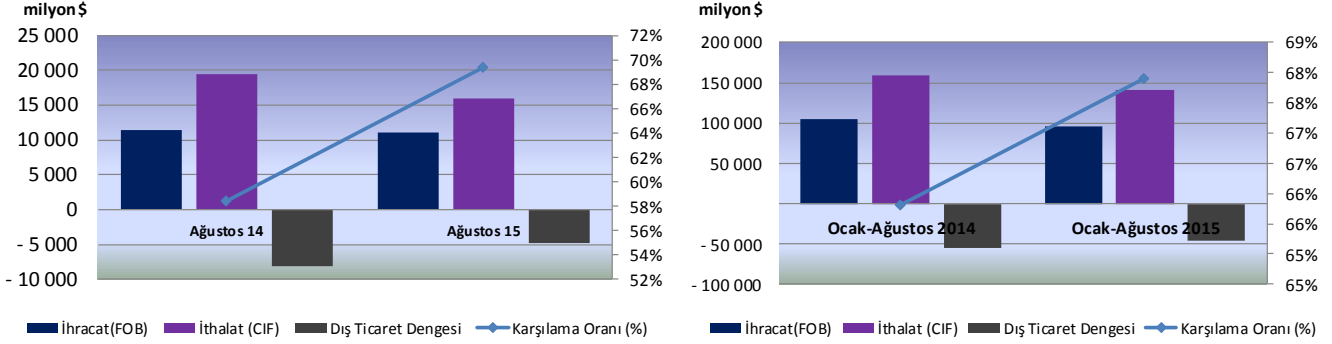
MERKEZİ YÖNETİM BÜTÇE DENGESİ	GERÇEKLEŞME				ORTA VADELİ PROGRAM			
	2011 G	2012 G	2013 G	2014 G	2014 T	2015 P	2016 P	2017 P
HARCAMALAR (Milyar TL)	313,3	361,9	408,2	448,4	448,4	472,9	506,8	541,3
Faiz Hariç Harcamalar	271,1	313,5	358,2	398,5	398,2	418,9	452,8	486,3
Faiz Giderleri	42,2	48,4	50	49,9	50,2	54	54	55
GELİRLER (Milyar TL)	296,8	332,5	389,7	425,8	424,0	452,0	491,0	534,2
Genel Bütçe Vergi Gelirleri	253,8	278,8	326,2	352,4	351,6	389,5	427,9	468,5
Diğer Gelirler	43	53,7	63,5	73,4	72,4	62,5	63,2	65,7
BÜTÇE DENGESİ (Milyar TL)	-16,5	-29,4	-18,5	-22,7	-24,4	-21,0	-15,8	-7,1
Bütçe Dengesi / GSYH (%)	-1,3%	-2,1%	-1,2%	-1,3%	-1,4%	-1,1%	-0,7%	-0,3%
FAİZ DIŞI FAZLA (Milyar TL)	25,7	19,0	31,4	27,2	25,8	33,0	38,2	47,9
Faiz Dışı Fazla / GSYH (%)	2,0%	1,3%	2,0%	1,6%	1,5%	1,7%	1,8%	2,0%

Kaynak: TC Kalkınma Bakanlığı, TÜİK, BMD Araştırma

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

09.10.2015

DIŞ TİCARET



Kaynak: Bloomberg, BMD Araştırma

2015 yılının ilk sekiz ayı itibarıyla dış ticaret açığında önceki yılın aynı dönemine göre %16,9 iyileşme var; ancak, bu durum enerji maliyetlerinde düşüş ve dış ticaret hacmindeki daralmadan kaynaklanıyor. 2014 yılında ithalat %3,8 azalırken ihracat aynı yüzdesel oranda artmış ve yıllık dış ticaret açığı %15,3 azalırken, dış ticaret hacmi %1'den az gerilemişti. İthalatın azalıp ihracatın artması 2014 yılı büyümemize de olumlu yansımıştı. 2015 Ağustos ayı verileri itibarıyla yılın ilk sekiz ayında geçen yılın aynı dönemine göre ihracat ve ithalat sırasıyla %8,7 ve %11,5 azaldı. Aynı zamanda dış ticaret hacmi %10,4 gerilerken, dış ticaret dengesi de %16,9 azalmış oldu. Ancak, bu dönemde Altın ve enerji hariç dış ticaret açığında ise 4,3 milyar\$'a yakın (%20 artış) bir kötüleşme var. Geçen yılın ilk sekiz ayına göre bu yıl altın ve enerji dış ticaret dengemizde sırasıyla 3,74 ve 9,65 milyar \$'lık iyileşme var. Bu dönemde enerji ithalatımızda %28,4 gerileme var ve bu gerileme karşılaştırılan dönemlerde küresel enerji fiyatlarındaki gerilemeden daha az. Bu durum da aslında düşen enerji maliyetleriyle birlikte enerji talebimizin arttığını gösteriyor. Diğer yandan, düşük seyreden petrol fiyatlarının, dış ticaret dengemize 2015 yılı boyunca olumlu etkilerinin yılın son çeyreğinde azalarak da olsa devam etmesini beklemekteyiz. İhracat pazarımıza baktığımızda yılın ilk sekiz ayında Rusya ve Irak'a yapılan ihracatımızda sırasıyla %39,1 ve %17,9 gerileme var. AB'ye olan ihracatımızda ise %9,9 gerileme olduğu görülüyor. Yılın ilk sekiz ayında Avrupa Birliği'nin ihracatımızdaki payı ise geçtiğimiz yılın aynı dönemiyle karşılaştırıldığında %43,7'den %43,2'ye gerilemiş bulunuyor ancak burada Euro'nun Dolar karşısında değer kaybetmesinin de etkili olduğu söylenebilir.

DIŞ TİCARET	GERÇEKLEŞME				ORTA VADELİ PROGRAM			
	2011 G	2012 G	2013 G	2014 G	2014 T	2015 P	2016 P	2017 P
İhracat (FOB) (Milyar \$)	134,9	152,5	151,8	157,7	160,5	173,0	187,4	203,4
İthalat (CIF) (Milyar \$)	240,8	236,5	251,7	242,2	244,0	258,0	276,8	297,5
Enerji İthalatı (27. Fasil, Milyar \$)	54,1	60,1	55,9	54,9	56,2	57,3	60,1	63,9
Dış Ticaret Dengesi (Milyar \$)	-105,9	-84,1	-99,9	-84,5	-83,5	-85,0	-89,4	-94,1
Turizm Gelirleri (Milyar \$)	25,1	25,7	28,0	29,6	29,5	31,5	33,5	35,5
Cari İşlemler Dengesi (Milyar \$)	-75,1	-47,8	-65,1	-45,8	-46,0	-46,0	-49,2	-50,7
Cari İşlemler Dengesi / GSYH (%)	-9,7%	-6,1%	-7,9%	-5,7%	-5,7%	-5,4%	-5,4%	-5,2%
Dış Ticaret Hacmi / GSYH (%)	48,4%	49,5%	49,1%	50,0%	49,9%	50,7%	51,2%	51,6%
İhracat / İthalat (%)	56%	64,5%	60,3%	65,1%	65,8%	67,1%	67,7%	68,4%
Ham Petrol Fiyatı-Brent (\$/varil)	107,2	112,0	109,4	99,4	105,4	101,9	100,4	98,8

Kaynak: TC Kalkınma Bakanlığı, TÜİK, BMD Araştırma

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

09.10.2015

ÖDEMELER DENGESİ

Temmuz ayında son 12 aylık cari açık önceki aya göre 0,77 milyar \$ artarak 45 milyar \$ oldu. 2015 yılının ilk yedi ayında cari açık geçen senenin aynı dönemine göre 1,5 milyar \$ gerileme gösterdi. Karşılaştırılan dönemlerde enerji dış ticaret açığındaki 9,7 milyar\$'lık azalmanın yanında altın dış ticaretindeki değişimin de cari açığı 3,8 milyar \$ iyileştirici etkisinin olduğu görülüyor. Diğer yandan ihracatta son dönemlerde beklenenden fazla gerileme yaşanıyor ve hizmetler tarafında seyahat gelirlerindeki azalma sebebiyle kötüleşme var. Yılın tamamı için 2014 yılında hedeflenen miktarla aynı ve 46 milyar \$ cari açık hedefleniyor. Ancak, özellikle Ağustos ayından itibaren düşmeye başlayan petrol fiyatları sayesinde yılsonu gerçekleşmenin bu rakamın altında kalması ihtimali var. Cari açığımızın finansmanı ile ilgili olarak, yılın ilk yedi ayında doğrudan yatırımlarda 1,29 milyar \$ artış olmuş olmasına rağmen portföy yatırımlarında geçen yılın aynı dönemine göre 13,97 milyar \$'lık azalma dikkat çekiyor. Diğer yandan bankaların ve diğer sektörlerin borçlanmalarındaki artış cari açığın finansmanında etkili olmuş. Fed'in faiz artırımına başlanmasına yaklaşılmaması sebebiyle küresel likidite koşullarının son dönemlerde gelişmekte olan ülkeler aleyhine dönmüş olduğu görülüyor.

İSTİHDAM

Haziran 2015 verilerine göre işsizlik oranı %9,6 seviyesinde bulunuyor. Ekim 2012'den itibaren işsizlik oranında her ay önceki yılın aynı ayına göre artış var. Yılın en düşük işsizlik oranı bu yıl Mayıs ayında %9,3 olarak gerçekleşmiş ve bu oran da geçen yılın aynı ayındaki seviyenin 50 baz puan üzerinde. Haziran ayında ise önceki aya göre 30 baz puan ve geçen yılın aynı ayına göre 50 baz artış olmuş. Mevsimsellikten arındırılmış işsizlik oranı Nisan ayında %10 ile son 12 ayın en düşük seviyesine gerilemişti ve Haziran ayında %10,4 seviyesinde bulunuyor. Haziran ayında istihdam oranı geçen yılın aynı ayına göre 40 baz puan artışla %47,1'e yükselmiş; ancak, işgücüne katılma oranında karşılaştırılan dönemlerde %51,3'ten %52,1'e yükseliş oluşması sebebiyle işsizlik oranının yükseldiği görülüyor.

İSTİHDAM	GERÇEKLEŞME				ORTA VADELİ PROGRAM			
	2011 G	2012 G	2013 G	2014 G	2014 T	2015 P	2016 P	2017 P
Nüfus (Yıl Ortası, Bin Kişi)	73.950	74.855	76.055	77.695	76.903	77.738	78.559	79.366
İşgücüne Katılma Oranı (%)	49,9%	50,0%	48,3%	51,0%	50,1%	50,2%	50,3%	50,5%
İstihdam Düzeyi (Bin Kişi)	24.110	24.821	24.601	26.138	25.824	26.340	27.002	27.599
İstihdam Oranı (%)	45,0%	45,4%	43,9%	45,7%	45,3%	45,4%	45,7%	45,9%
İşsizlik Oranı (%)	9,8%	9,2%	9,0%	10,4%	9,6%	9,5%	9,2%	9,1%

Kaynak: TC Kalkınma Bakanlığı, TÜİK, BMD Araştırma

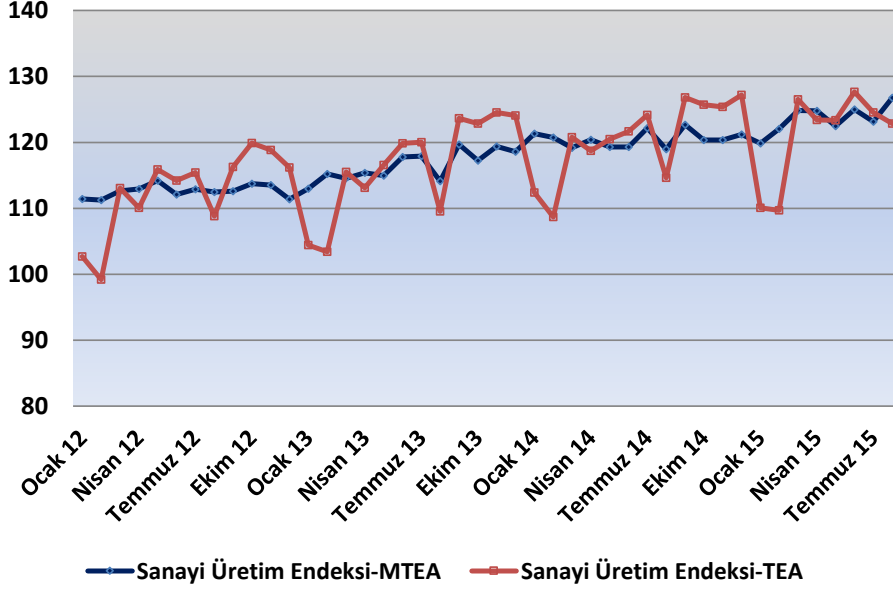
SANAYİ ÜRETİMİ

Ağustos ayı takvim etkisinden arındırılmış sanayi üretim endeksi geçen yılın aynı ayına göre %7,2 artışla 122,87 seviyesinde bulunuyor. Yılın ilk altı ayının ortalama yıllık değişimi %2,5 iken, yılın üçüncü çeyreğinin ilk iki ayında ortalama %3,8 artış var. Temmuz ayında artış sadece %0,3 olup üçüncü çeyreği zayıf başlangıç yapıldığını göstermişti; ancak, Ağustos ayı verisi %1,6 olan beklentinin oldukça üzerinde gerçekleşti. Yine de yılın ikinci çeyreğinde imalat sanayinin arz tarafında büyümeye yapmış olduğu katkının yılın kalanında devam edip etmeyeceği ile ilgili belirsizliğin devam ettiği görüşünderiz. Reel kesim güven endeksindeki son gelişmeler de pek olumlu işaretler vermemekte. Reel Kesim Güven Endeksi yılın üçüncü çeyreğinde yılın ilk yarısı ortalamasının altında seyrederken, Eylül ayında son durum itibarıyla 2010 yılından itibaren en düşük seviyeye gerilemiş bulunuyor.

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

09.10.2015

Sanayi Üretim Endeksi

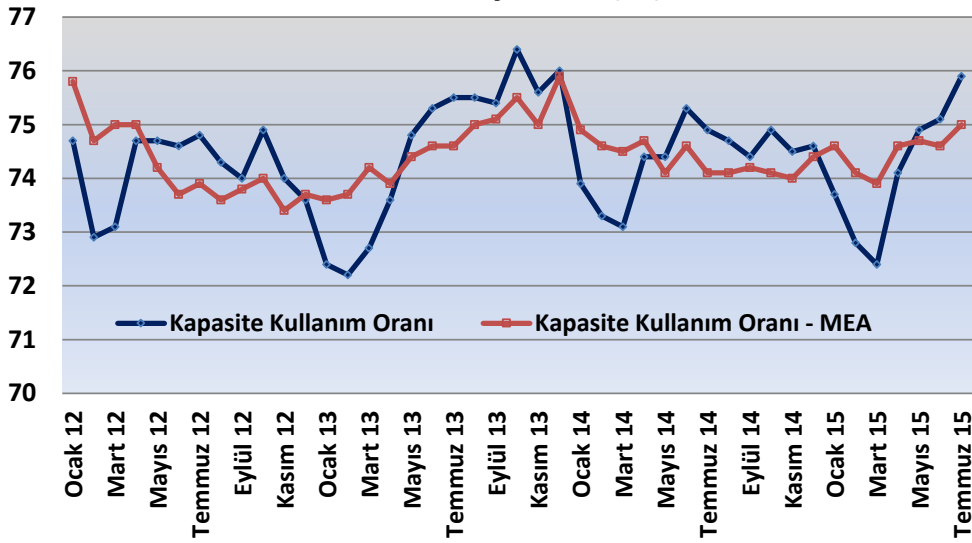


Kaynak: Bloomberg, BMD Araştırma

KAPAŞİTE KULLANIM ORANI

Yılın ilk yarısında kapasite kullanım oranı geçen yılın aynı döneminin altında seyrettiyse de üçünü çeyrekte hem bir önceki çeyreğe hem de geçen yılın aynı dönemine göre daha yüksek bir seyir var. Eylül ayı itibarıyla 75,9 seviyesine yükselen kapasite kullanım oranı, son durum itibarıyla aynı zamanda Aralık 2013'ten bu yana en yüksek orana erişmiş durumda.

İmalat Sanayi KKO (%)



Kaynak: Bloomberg, BMD Araştırma

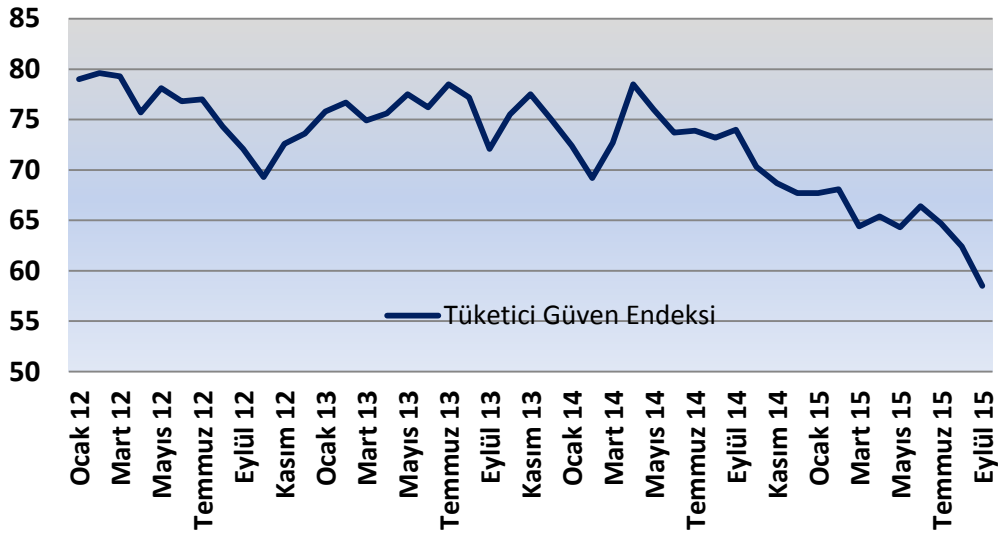
ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

09.10.2015

TÜKETİCİ GÜVEN ENDEKSİ

Eylül 2015'te Tüketici Güven Endeksi, Şubat 2009'dan bu yana gördüğü en düşük seviye olan 58,5 seviyesine gerilemiş bulunuyor. Son ayda, bir önceki aya göre %6,1 gerileyen tüketici güven endeksi, geçen yılın aynı ayının ise %20,9 aşağısında seyrediyor. Tüketici güven endeksinin bileşenlerine bakıldığında: tasarruf etme eğilimi, gelecek 12 aylık dönem için hanenin maddi durum beklentisi, genel ekonomik durum beklentisi ve işsiz sayısı beklentisinde son ayda gerileme var. Eylül ayında önceki aya göre en sert gerileme ise tasarruf etme eğiliminde yaşanmış.

Tüketici Güven Endeksi



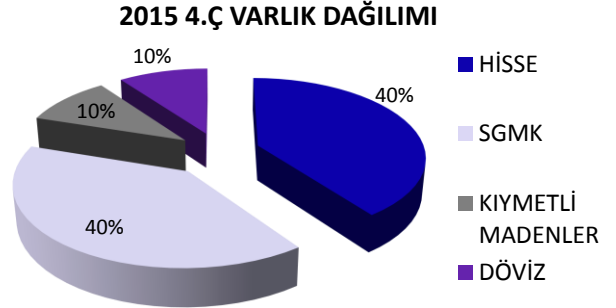
Kaynak: Bloomberg, BMD Araştırma

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

09.10.2015

VARLIK YÖNETİM MODELİ

2015 4.Ç VARLIK DAĞILIMI				
BİST-SIN	HİSSE	SGMK	KIYMETLİ MADENLER	DÖVİZ
85000 ve üzeri	30	50	10	10
80000 - 85000	35	45	10	10
75000 - 80000	40	40	10	10
70000 - 75000	45	35	10	10
70 000 ve altı	50	30	10	10



2015 yılı dördüncü çeyreği için BİST Sınai Endeksinin şu anda seyretmekte olduğu 75-80 bin bandında hareketine devam etmesi durumunda, hisse senedine %40, sabit getirili menkul kıymetlere (SGMK) %40, kıymetli madenlere %10 ve döviz sepetine %10 ağırlık verilerek Varlık Yönetim Modeli portföyümüzü çeşitlendirmekten yanayız. Bir önceki çeyrekte sınai endeksi bu bantta hareket ederken varlık dağılımı önerimizi %35 hisse, %45 SGMK, %5 kıymetli madenler ve %15 döviz sepeti olarak belirlemiştik. 2015 yılının son çeyreği için ise model portföyümüzdeki Hisse Senedi ve Kıymetli Madenler ağırlıklarını %5'er artırırken, SGMK ve Döviz Sepeti ağırlıklarını %5'er azaltmaktayız. Küresel büyümede zayıflama endişelerinin hisse senetleri ve emtia piyasalarında aşağı yönde fiyatlandığı görüşümüzle birlikte Fed'in faiz artırımlarına 2016 yılından önce başlamayacağına dair beklentilerin güçlenmeye başlaması Varlık Yönetim Modelimizde Hisse Senedi ve Kıymetli Madenler ağırlıklarını yukarı yönde değiştirmemizin en temel sebepleri oldu. Diğer yandan, ülkemizde 7 Haziran'da yapılan seçimlerin ardından uzun süreli hükümet kurulamaması ve önümüzdeki ay yapılacak seçimler sebebiyle politik belirsizliğin devam ediyor olması hisse senetleri piyasası için aşağı yönlü risklerin başında geliyor. Altın ve gümüş fiyatlarında önümüzdeki çeyrekte çok aşırı hareketli bir seyir bekliyor olmamamıza rağmen, zaten dolar ile fiyatlanan emtia fiyatlarında küresel büyümeye dair endişelerin yeterince fiyatlandığı fikrindeyiz. Sınai Endeksinin 80 bin seviyesinin üzerinde en az on gün art arada işlem görmesi durumunda Hisse Senedi ağırlığının %5 azaltılıp SGMK ağırlığının %40'tan %45'e yükseltilmesinin yerinde olacağı görüşündeyiz. Son 4 çeyrekte Varlık Yönetim Modeli portföyümüz yıllık %13,57 getiri ile sabit getirili ve kıymetli madenlerin yıllık getirisinin üzerinde performans sergilemiştir.

BMD VARLIK YÖNETİM MODELİ KARŞILAŞTIRMALI PERFORMANSI

Önerilen Varlık	Risk (β)	Yıllık Beklenen Getiri (%) *	Önerilen Ağırlık**				Dönemsel Getiri				Son 4 Çeyrek Bileşik Getiri (01/10/2014-30/09/2015)	Kümülatif Getiri (18/08/2011-30/09/2015)
			2014 4.Çeyrek	2015 1.Çeyrek	2015 2.Çeyrek	2015 3.Çeyrek	2014 4.Çeyrek	2015 1.Çeyrek	2015 2.Çeyrek	2015 3.Çeyrek		
Hisse Senedi (BMD Mali Sektör Dışı Hisse Portföyü)	0,77	14,3%	26%	35%	31%	33%	20,81%	-5,34%	0,71%	-1,39%	13,56%	116,94%
Sabit Getirili Varlık	0,02	10,1%	49%	45%	49%	45%	2,41%	2,64%	2,64%	2,87%	11,00%	46,06%
Döviz (%50 Dolar - %50 Euro)	-0,18	9,0%	15%	10%	14%	15%	0,27%	5,81%	4,77%	12,94%	25,52%	51,39%
Kıymetli Madenler (%50 GOLDP - %50 SLVRP)	-0,09	9,5%	10%	10%	6%	7%	-3,09%	13,58%	0,05%	5,48%	16,16%	-17,03%
BMD Varlık Yönetim Modeli	0,26	11,4%	100%	100%	100%	100%	6,40%	1,26%	2,18%	3,16%	13,57%	59,32%
* Sermaye piyasası araçları için Yıllık Beklenen Getiri hesaplamalarımızda Risksiz Getiri Oranı %10 ve Piyasa Risk Primi %5,5 olarak varsayılmıştır.											Yıllık Getiri***	
** Modelimizdeki varlıkların ağırlıkları BİST Sınai Endeksi'nin değişen bant aralıklarına göre değişmektedir. Bu nedenle, önerilen ağırlık hesaplamaları 3 aylık dönem içerisinde BİST Sınai Endeksi'nin farklı bant aralıklarında geçirdikleri gün sayısına göre hesaplanmaktadır. Önerilen ağırlıklarda değişiklik yapılması için gerekli koşul BİST Sınai endeksinin mevcut bant dışında en az 10 gün arka arkaya işlem görmesidir.											Enflasyon (TÜFE): 7,95%	
*** Son yılda portföyümüzün tamamının ilgili enstrümandan oluşması halinde elde edilecek getiri (%100 BİST Sınai Endeksi Hisseleri, %100 BMD Mali Sektör Dışı Hisse Portföyü, %100 Sabit Getirili Menkul Kıymetler, %100 Döviz veya %100 Kıymetli Madenler).											BİST Sınai Endeksi: 14,53%	
											BMD Hisse Portföyü: 15,57%	
											Sabit Getirili MK'ler: 11,00%	
											Döviz Sepeti: 14,98%	
											Kıymetli Madenler: 4,30%	
											Son Yıl Getiri	
											13,57%	
											Yıllık Ortalama Bileşik Getiri	
											11,97%	

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

09.10.2015

HİSSE SENEDİ (%40)

2015 yılının üçüncü çeyreğinde, küresel piyasalara FED'in faiz artırımını 2016'ya erteleyecek olması ve global büyümedeki zayıflama endişeleri yön verirken; 7 Haziran seçimleri sonrası uzun süreli hükümet kurulamaması sonrasında yaşanan siyasi belirsizlik ve artan terör olayları BIST 100'de gerilemelerin yaşanmasına neden oldu.

FED faiz artırımına gidebilmek için başta işgücü ve enflasyon olmak üzere makroverileri dikkate alacağını belirtmişti ancak inatla düşük seyreden enflasyon ve geçtiğimiz günlerde zayıf gelen istihdam verisi FED'in olası bir faiz artırımına şuan gidemeyeceği ve faiz artışının 2016'ya öteleneceği beklentilerini artırdı. Ayrıca FED'in politika faizinde değişikliğe gitmemesinin bir diğer sebebi de küresel ekonomideki belirsiz görünüm olarak öne çıkıyor. Bu belirsizliğin yaşanmasının başlıca nedeni ise Çin'de yaşanan yavaşlama. Çin'in para birimi Yuan'ı devalüe etmesi ve beklentilerin çok aşağısında kalan ekonomik veriler Çin ekonomisini 3.çeyrekte sarsılmasına neden oldu. FED'in para politikasını sıkılaştırma olasılığı Çin'in yavaşlaması ile birlikte küresel ekonomide belirsizliği artırıyor ve piyasalarda volatilitenin artmasına neden oluyor. 7 haziran seçimleri sonrasında hükümet kurulamamasıyla ülkede yaşanan politik belirsizlik ve yaşanan terör olayları BIST 100'de düşüslere neden olsa da endeks yönünü yeniden yukarı çevirmiş durumda.

2015 yılının dördüncü çeyreğinde de Merkez Bankaları'nın politikaları yakından takip edilecek. FED'in faiz artırımlarına ne zaman başlayacağı konusu gündemden düşmezken, küresel piyasalardaki belirsiz görünüm, makro finansal riskler ve enflasyon görünümündeki iyileşme hızı yakından izlenmeye devam ediyor. Üçüncü çeyrekte Çin Merkez Bankası dışında pek çok küresel Merkez Bankası faizleri sabit tuttu. Petrol ve diğer emtia fiyatlarında Temmuz ayında yaşanan sert düşüşlerin ardından sonraki aylarda volatil bir seyir yaşandı. Yurtiçinde ise emtia fiyatlarındaki düşük seviyeler sonrasında cari açığın azalması ve enflasyonun gerilemesi beklenirken son açıklanan rakamlara göre cari açıkta ve enflasyonda yükselişler gözlemlendi. TCMB çekirdek enflasyondaki iyileşmenin gecikmesini döviz kuru hareketlerine bağladı. 2015 üçüncü çeyreğinde faiz indirimi gerçekleştirilmeyen TCMB, yaptığı açıklamalarda, sıkı para politikası duruşunun ve alınan makroihtiyati önlemlerin etkisiyle kredi büyüme hızlarının makul düzeylerde seyrettiğini ve dış ticaret hadlerindeki olumlu gelişmeler ve tüketici kredilerinin ılımlı seyrinin cari dengedeki iyileşmeyi desteklemekte olduğunu kaydetti. Devam eden küresel belirsizlik ortamında TCMB, FED'in yapacağı hamleleri takip edip bekle-gör pozisyonunu koruyabilir.

Dördüncü çeyrekte 7 Haziran seçimleri sonrasında uzun süreli hükümet kurulamamasının ardından yeniden genel seçimlere gidilecek olmasıyla artan politik belirsizlik ve Dolar/TL kurunda volatilitenin artması en önemli riskler gibi görünüyor. Üçüncü çeyrekte kış şartlarının etkisinin de azalmasıyla ABD ekonomisinden gelen olumlu makroekonomik veriler piyasalarda FED'in faiz artırımının zamanlamasına dair beklentilerin fiyatlanıyor olduğunu gösteriyor. Ancak son gelen İstihdam verisi başta olmak üzere diğer ekonomik verilerin de olumsuz gelmesi FED'in politika faizini değiştirmesini 2016'ya öteleyebileceği beklentilerini artırdı. Bununla birlikte yurtiçinde yeniden seçim dönemine girilmesinden kaynaklanan belirsizliklerle 2015 yılı 4.çeyreğinde de TL'deki dalgalı seyir sürebilir. Bunlara bağlı olarak TCMB'nin para politikasını FED'den gelecek adımlara göre şekillendireceği ve bekle-gör pozisyonunda kalması önümüzdeki dönemde tahvil faizlerinin yükselmesini baskılamakla birlikte, BIST'te yukarı yönlü hareketlerin de yaşanmasına sebep olabilir.

Hisse senetleri ve BİST SINAİ Endeksi ile ilgili beklentiler: Bilindiği üzere yerli ve yabancı yatırım kuruluşları, araştırma listelerinde yer alan hisse senetlerinin fiyat tahminlerini belirlemek üzere bazı parametreler kullanmaktadır. Bu parametrelerden bazıları şirketlerin içsel durumlarından kısmen bağımsız ve finansal piyasaların değişen dengeleriyle ilişkilidir. Bunlardan fiyatları ciddi anlamda etkileyebilecek ikisi risksiz getiri oranı ve hisse senetleri risk primi olarak düşünülebilir. Risksiz getiri oranının ve/veya hisse senetleri risk priminin yükselmesi/düşmesi ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini değiştirerek fiyat tahminlerini olumsuz/olumlu etkilemektedir. Dolayısıyla seçimlerden önce yerli ve yabancı yatırım kuruluşlarının yayınlacağı raporlarda bu

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

09.10.2015

parametrelerde yapacakları yukarı yönlü varsayım değişiklikleri araştırma listelerinde yer alan şirketlerin bir çoğunda (içsel dinamiklerin çok iyi olması bazı hisse senedi fiyatlarının bu durumdan etkilenmemesini sağlayabilir) aşağı yönlü revizeler getirebilir. Halihazırdaki yatırım kuruluşlarının Borsa İstanbul için Hisse Senetleri Risk Primi ve Risksiz Getiri Oranları varsayımları sırasıyla %4,5-%7 ve %9-%12 aralığında değişmektedir. Varlık Yönetim Modelimizde BİST Sınai Endeksi için Beta katsayısını 0,77, risksiz getiri oranını %10 ve hisse senetleri risk primini %5,5 olarak varsaydığımızda BİST Sınai Endeksi için 12 aylık hedef değeri 89.121 olarak hesaplamaktayız.

ULUSLARARASI HİSSE SENEDİ PİYASALARI							
Gelişmekte Olan Ekonomiler				DEĞİŞİM (%)			
ÜLKE	ENDEKS	30.09.2014	F/K	Son Hafta	Son Ay	Son Yıl	YBB
Türkiye	XU100	74.938	10,06	5,24%	8,94%	5,25%	-8,67%
Rusya	INDEXCF	1.411	6,89	3,49%	-1,91%	18,90%	19,49%
Meksika	MEXBOL	44.986	25,86	1,93%	1,88%	-2,19%	0,96%
Hindistan	SENSEX	26.631	18,53	3,11%	8,60%	2,91%	-1,69%
Çin	SHCOMP	2.364	11,10	-0,00%	-3,60%	29,14%	-5,62%
Brezilya	IBOV	54.116	18,85	1,49%	2,66%	-16,89%	-4,54%
Gelişmiş Ekonomiler				DEĞİŞİM (%)			
ÜLKE	ENDEKS	30.09.2014	F/K	Son Hafta	Son Ay	Son Yıl	YBB
Yunanistan	ASE	1.062	-	5,69%	3,38%	-33,06%	-18,00%
İngiltere	UKX	6.623	23,00	3,77%	4,72%	-2,07%	-3,12%
Japonya	NKY	16.174	19,02	3,37%	2,59%	16,09%	5,00%
Almanya	DAX	9.474	15,83	4,88%	-0,88%	10,27%	2,18%
ABD	INDU	17.043	14,64	1,93%	4,27%	0,42%	-5,80%
Fransa	CAC40	4.416	20,55	5,32%	3,22%	11,57%	9,90%
İspanya	IBEX	10.826	18,67	6,15%	3,97%	-2,26%	-0,83%
İtalya	ITSTAR	17.999	17,05	3,28%	0,61%	36,22%	28,80%

*30.09.2015 tarihi kapanış değerleri itibarıyla göstermektedir.

Kaynak: Bloomberg

SABİT GETİRLİLİ YATIRIMLAR (1-3 Ay Vadeli Katılım Hesabı ve SUKUK) (%40)

2015 yılı üçüncü çeyreğinde Çin'de meydana gelen yavaşlama, açıklanan FOMC toplantı tutanakları ve başta Yellen olmak üzere FED yetkililerinin açıklamaları piyasaların odak noktası olarak öne çıktı. Ağustos ayında Çin'de açıklanan makroekonomik verilerin beklentilerden oldukça kötü gelmesi Dünyanın en büyük 2. Ekonomisinin yavaşlamasına neden olurken bu durum haliyle global piyasalarda da belirsizliklerin yaşanmasına yol açtı. Çin'de yaşanan Yuan devalüasyonu da küresel piyasaları olumsuz etkiledi. Bu çeyrekte faiz artırımına gitmeyi planlayan ABD de küresel piyasalardaki bu olumsuz havadan kötü etkilendi. FED üçüncü çeyrekte makroekonomik verilerin iyi gelmesi ve düşük enflasyonun toparlanmasıyla birlikte olası bir faiz artırımına kademeli olarak gidebileceğini belirtmişti. Ancak, Çin'de meydana gelen yavaşlama sonrasında küresel piyasalarda yaşanan belirsizlik ve ABD'de son açıklanan istihdam verisi başta olmak üzere ekonomik verilerin kötü gelmesi Fed'in bu çeyrekte de politika faizlerini artırmasını zorlaştıracığa benziyor. FED'in faiz artırımının 2016'ya öteleneceği beklentileri giderek artıyor. Üçüncü çeyrekte TCMB'nin FED kanadından gelen açıklamaları takip ettiği ve faizleri değiştirmedeğini gördük. Çin etkisiyle birlikte küresel piyasalarda yaşanan belirsizlik ortamında yurtiçi enflasyon görünümü de çok olumlu değilken TCMB'nin para politikasını belirlemede kur volatilitesindeki artışı dikkate alması beklenebilir. Yılın son çeyreğinde model portföyümüzde sabit getirli yatırımlar ağırlığının %40 olmasının uygun olacağı görüşündeyiz.

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

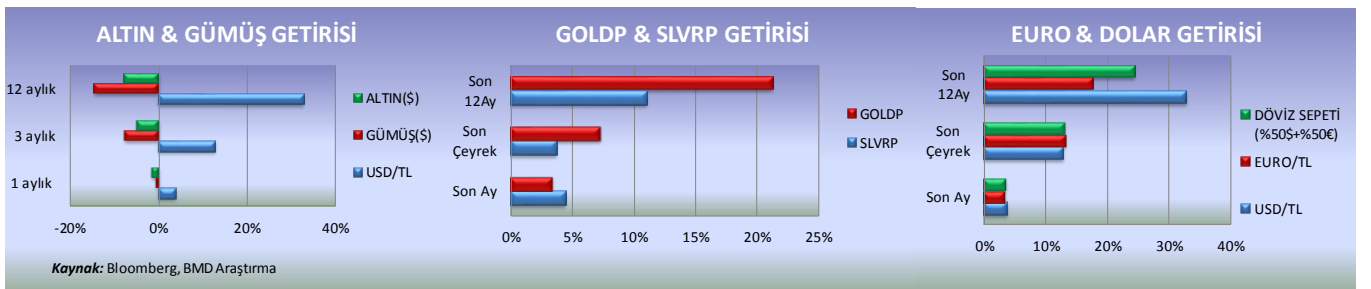
09.10.2015

KIYMETLİ MADENLER (%50 Gold Plus, %50 Silver Plus) (%10)

2015 yılının üçüncü çeyreğinde global piyasalarda yaşanan belirsizlik ve FED'in politika faizini artırmaya yakın olması haberleri başta altın olmak üzere kıymetli maden fiyatlarını olumsuz etkiledi. Üçüncü çeyreğe 1,172 ons/\$ seviyesinden başlayan altın fiyatları, Fed'in bu çeyrekte faiz artırımına gideceği beklentileriyle geriledi. Ancak emtia fiyatlarındaki düşüşlerin bu seviyelerde taban oluşturmaları ve yükselen petrol fiyatlarıyla beraber önümüzdeki dönemde yeniden toparlanarak yükselişe geçmesini beklemekteyiz. ABD'de son istihdam verisinin kötü gelmesi olası bir faiz artırımının 2016'ya öteleneceği beklentilerini artırmasıyla Altın'da yukarı yönlü hareketler yaşanmaya başlanmış durumda. Gümüş fiyatlarına baktığımızda ise Altın'da yaşanan hareketlere benzer hareketler görmek mümkün. Üçüncü çeyreğe 15,73 \$ seviyelerinden açılış yapan Gümüş 14 \$ altına kadar gelen geri çekilmeler yaşadı; ancak, diğer emtialarla birlikte Gümüş'ün de yönünü yukarı çevirmesini beklemekteyiz.

DÖVİZ SEPETİ (%50 Avro, %50 Dolar) (%10)

2015 yılında gelişmekte olan ülke para birimlerine yön veren USD'nin seyrinde, FOMC toplantı tutanakları ve ABD'de açıklanan makroekonomik veriler etkili oldu. Avrupa tarafında geçtiğimiz çeyrekte Yunanistan borç krizinin de çözülmesinden sonra pek önemli bir gelişme yaşanmazken, Volkswagen skandalı kısa süreli de olsa piyasalar üzerinde etkili oldu. ABD tarafında ise FED'in politika faizlerinde ne zaman bir artışa gidip gitmeyeceği yakından takip edildi. Üçüncü çeyrekte Euro/Dolar paritesinde inişli çıkışlı bir seyir gözlemlendi. Parite bu çeyrekte 1,08 – 1,17 bandında hareket etti. Üçüncü çeyreğe 2,68 seviyelerinden başlayan Dolar/TL kuru çeyrek boyunca yukarı yönlü hareket etti ve bu çeyrekte kurda rekor seviyeler görüldü. 3,07 ile tarihi zirve gören Dolar/TL kurunda bu çeyrekte FOMC toplantı tutanakları yurtiçinde yeniden bir seçim dönemine girilmesiyle artan politik belirsizlik ve yaşanan terör olayları etkili oldu. Üçüncü çeyrekte Euro/TL Dolar/TL ye paralel hareket etti ve Eylül ayında 3,47 seviyelerine kadar tırmandı. Bu dönemde rekor seviyeleri gören döviz kurlarında FED'in faiz kararının 2016'ya erteleneceği beklentilerinin de artmasıyla geri çekilmelerin yaşanmasını beklemekteyiz.



ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

09.10.2015

BMD HİSSE SENETLERİ MODEL PORTFÖYÜ

HİSSE	PORTFÖYE GİRİŞ		CARİ FİYAT/DEĞER				2015/06		DEĞER		Günlük Ortalama İşlem Hacmi (bin TL)
	I. LİSTE	Tarih	Fiyat	Fiyat (TL)	Hedef Fiyat (TL)	Piyasa Değeri (bin TL)	Firma Değeri (bin TL)	Net Borç (+) / Net Nakit (-)	Özsermaye	Hedef Piyasa Değeri (bin TL)	
ARCLK	02.06.2014	13,03	14,85	15,95	10.034.564	14.041.731	4.007.167	4.321.795	10.777.865	-6,90	22.380
PETKM	19.07.2011	2,46	4,09	4,30	4.090.000	4.149.831	59.831	2.357.690	4.300.000	-4,88	18.426
TCELL	25.02.2013	10,15	10,85	13,35	23.870.000	23.581.928	-288,072	14.077.750	29.370.000	-18,73	57.446
THYAO	22.09.2014	6,61	8,31	11,20	11.467.800	26.684.434	15.216.634	11.993.489	15.456.000	-25,80	207.243
TUPRS	12.01.2009	9,79	78,25	75,85	19.595.302	26.517.901	6.922.599	6.918.757	18.994.296	3,16	80.475
TOASO	10.03.2015	14,73	17,60	17,90	8.800.000	10.377.695	1.577.695	2.135.940	8.950.000	-1,68	24.562
TRKCM	07.12.2011	1,74	1,92	2,67	1.718.400	2.001.589	283.189	2.537.165	2.389.650	-28,09	7.828
II. LİSTE*											
BIZIM	12.09.2011	20,96	13,00	21,65	520.000	486.524	-33,476	136.361	866.000	-39,95	2.840
BMEKS	24.05.2011	2,22	2,11	2,16	253.200	539.695	286.495	150.351	259.200	-2,31	2.232
CIMSA	03.05.2010	5,92	15,15	18,30	2.046.529	2.295.663	249.134	1.077.259	2.472.045	-17,21	2.650
TRGYO	26.10.2010	2,77	3,19	4,50	1.595.000	3.402.554	1.807.554	3.748.947	2.250.000	-29,11	1.336

*: Son 3 aylık dönemde günlük ortalama işlem hacmi 5 milyon TL'nin altında olan hisse senetleri II. Liste hisse senetleri olarak gruplandırılmaktadır.

Bizim Menkul Değerler A.Ş.**Araştırma Bölümü**Email : arastirma@bizimmenkul.com.tr

Telefon : 0216-547-13-00

Önemli Uyarı

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.

Burada yer alan bilgiler Bizim Menkul Değerler A.Ş. (BMD)'nin güvenilir olduğunu düşündüğü yayımlanmış bilgilerden ve veri kaynaklarından derlenerek BMD Araştırma Bölümü tarafından okuyucuyu bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Kullanılan bilgilerin hatasızlığı ve/veya eksiksizliği konusunda BMD hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. BMD Araştırma raporları şirket içi ve dışı dağıtım kanalları aracılığıyla tüm BMD müşterilerine eşzamanlı olarak dağıtılmaktadır. Burada yer alan tahmin, yorum ve tavsiyeler dökümanın yayınlandığı tarih itibarıyla geçerlidir. BMD Araştırma Bölümü daha önce hazırladığı ya da daha sonra hazırlayacağı raporlarda bu raporda sunulan görüş ve tavsiyelerden farklı ya da bu raporda sunulan görüş ve tavsiyelerle çelişen başka raporlar yayınlayabilir. Çelişen fikir ve tavsiyeler bu raporu hazırlayan kişilerden farklı zaman dilimlerine işaret ediyor, farklı analiz yöntemlerini içeriyor ya da farklı varsayımlarda bulunuyor olabilir. Böyle durumlarda, BMD'nin bu raporlardaki tavsiye ve görüşlerle çelişen diğer BMD Araştırma Bölümü raporlarını okuyucunun dikkatine sunma zorunluluğu yoktur. BMD ve ilişkili olduğu firmalar bu raporda adı geçen pay senetlerinde pozisyon sahibi olabilir ve/veya raporun yayınlanma tarihinden sonra işlem yapabilir. Ayrıca yatırımcılar bu raporda adı geçen şirketlerle BMD ve/veya diğer ilişkili firmalarının iş ilişkisi içerisinde olabileceğini kabul ederler.

Bu çalışma kesinlikle tekrar çıkarılmak, çoğaltılmak, kopyalanmak ve/veya okuyucudan başkasına dağıtılmak üzere hazırlanmamıştır ve BMD Araştırma Bölümü'nün izni olmadan kopyalanamaz ve çoğaltılıp dağıtılamaz. Okuyucuların bu raporun içeriğini oluşturan yatırım tavsiyeleri, tahmin ve hedef fiyat değerlemeleri de dahil olmak üzere tüm yorum ve çıkarımların, BMD Araştırma Bölümü'nün izni olmadan başkalarıyla paylaşmamaları gerekmektedir. BMD bu araştırma raporunu yayınlamaya, müşterilerine ve gerekli yatırım profesyonellerine dağıtmaya yetkilidir. BMD Araştırma Bölümü gerekli olduğunu düşündüğünde düzenli olarak yatırım tavsiyelerini güncellemekte ve temel analize dayalı araştırma raporları hazırlamaktadır. Bununla birlikte, bu çalışma herhangi bir hisse senedinin veya finansal yatırım enstrümanlarının alımı ya da satımı için BMD ve/veya BMD tarafından direk veya dolaylı olarak kontrol edilen herhangi bir şirket tarafından gönderilmiş bir teklif ya da öneri oluşturmamaktadır. Herhangi bir alım-satım ya da herhangi bir enstrümanın halka arzına talepte bulunma kararı bu çalışmaya değil, arz edilen yatırım aracı ile ilgili kamuya duyurulmuş ve yayınlanmış izahname ve sirkülere dayanmalıdır. BMD ya da herhangi bir BMD çalışanı bu raporun içeriğindeki görüş ve tavsiyelere uyulması sebebiyle doğabilecek doğrudan ya da dolaylı herhangi bir zarar ya da kayıpla ilgili olarak sorumlu tutulamaz.