

2016 II. ÇEYREK STRATEJİ RAPORU



ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU - 2016 II. Çeyrek

08.04.2016

İÇİNDEKİLER	SAYFA NO
YÖNETİCİ ÖZETİ	2
KÜRESEL GÖRÜNÜM	3
EMTİA PİYASASI	10
TÜRKİYE EKONOMİSİ	11
VARLIK YÖNETİM MODELİ (VYM)	25
HİSSE SENEDİ	26
SABİT GETİRİLİ YATIRIMLAR	27
KIYMETLİ MADENLER	29
DÖVİZ SEPETİ	29
ÖNERİLEN HİSSE SENETLERİ	31

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU - 2016 II. Çeyrek

08.04.2016

YÖNETİCİ ÖZETİ

2016 yılının ilk çeyreği gelişmiş ülke ekonomi merkez bankalarının ekonomiyi desteklemek için aldığı tedbirlerle yön aradı. ABD ekonomisinde istihdam piyasaları tam istihdam seviyesine yaklaşırken, enflasyon FED hedefinden oldukça uzak seyrediyor. Küresel ekonomideki belirsizlikler ve yüksek volatilité, FED faiz artırımı miktarını ve hızını yavaşlattı. Avro Bölgesi, beklentiler dahilinde faiz oranlarını düşürürken, varlık alım miktarını artırdı. Yapısal sorunların devam ettiği Bölge’de, enflasyon halen negatif bölgede bulunuyor. Küresel talepteki gerileme Bölge ekonomisi ihracatını ve büyümesini yavaşlatmaya devam ediyor. Japonya ekonomisi bir yandan deflasyonist baskılarla mücadele ederken diğer yandan negatif gerçekleşen büyümeyi yukarı çekmenin yollarını arıyor. Japonya Merkez Bankası ekonomik aktiviteyi canlandırmak ve enflasyon yaratmak için negatif faiz uygulamasına geçti. Çin ekonomisi yavaşlamaya devam ediyor. Ekonominin dönüşüm süreci içerisindeki belirsizlikler küresel piyasalarda yüksek volatilitéye neden oluyor. Çin ihracatındaki gerileme emtia fiyatları üzerinde aşağı yönlü baskı yapmaya devam ediyor. İran’a uygulanan ambargoların kaldırılması petrolde arz fazlası endişelerini derinleştirdi. OPEC ve OPEC dışı üreticiler üretimi dondurmak için 17 Nisan’da Doha’da toplanacak. Toplantı öncesi katılımcılardan gelen açıklamalar anlaşma zemininde buluşmaya yönelik belirsizliklere işaret ediyor.

2015 yılını büyüme, dış ticaret ve cari dengede beklentilerden iyi tamamladık ve bu eğilim 2016’da da devam edebilir. 2015 yılında %4 ile beklentilerin oldukça üzerinde büyümemimizin sebepleri Devletin tüketim harcamaları ve Hanehalkı tüketim harcamalarının yüksek seyretmiş olmasının yanında ithalat artış hızının yavaşlaması oldu. Enflasyon ise gıda enflasyonundaki sert gerilemeyle Mart ayında beklentilerin altında ve %7,46 olarak gerçekleşti. Son zamanlarda gerileyen Dolar/TL kurunun bu seviyelerini koruması halinde çekirdek enflasyon göstergelerinde de düşüşlerin devamı beklenebilir. Mart ayı enflasyon verisinin beklentilerin altında gerçekleşmesi ve Nisan ayında da enflasyonda düşüşün devam etmesi beklentimiz sebebiyle önümüzdeki aylarda TCMB’nin faiz inirimlerine gitmesi mümkün görünüyor. Enerji maliyetlerinde düşüş ve dış ticaret hacmindeki daralma sebebiyle Dış ticaret ve Cari işlemler açığında yılın ilk iki ayı itibarıyla önceki yılın aynı dönemine göre azalma var. 2016 yılında Euro’nun Dolar karşısında 2015’e göre daha güçlü seyretmesi ve Avrupa ekonomilerinde toparlanmanın hızlanmasının dış ticaret dengemizi iyileştirici etkisinin olmasını beklemekteyiz. Diğer yandan, Ocak ayında turizm gelirlerinde 215 milyon\$ düşüş var ve mevcut jeopolitik risklerin devamı halinde turizm gelirlerindeki kötüleşme cari açığımızı artırabilir. Zaten artış eğiliminde olan işsizlik tarafında ise asgari ücret artışının yanında mültecilerin yasal zeminde çalışma olanağı elde etmelerinin olumsuz etki etkilerinin görülmesi mümkün. İmalat sanayi ile ilgili olarak ise yılın ilk çeyreğinde sanayi üretimi, PMI İmalat ve kapasite kullanım oranı verilerinin 2016 yılı ilk çeyrek büyümesinde imalat sanayinin etkisinin güçlü olmaya devam edeceğine işaret ettiğini söyleyebiliriz.

2016 yılı ikinci çeyreği için BİST Sınâi Endeksinin şu anda seyretmekte olduğu 80-85 bin bandında hareketine devam etmesi durumunda, hisse senedine %50, sabit getirili menkul kıymetlere (SGMK) %35, altına %5 ve döviz sepetine %10 ağırlık verilerek VYM portföyümüzü çeşitlendirmekten yanayız. Sınâi endeksi bu bantta hareket ederken önceki çeyrekte VYM portföyümüzü %40 hisse, %45 SGMK , %5 kıymetli madenler ve %10 döviz sepeti olarak belirlemiştik. Bu çeyrekte ise model portföyümüzdeki Kıymetli Madenler ve Döviz Sepeti ağırlıklarını değiştirmeyizken, hisse senedi ağırlığını %10 artırmaktayız. Bu çeyrekte VYM’de yapılan diğer bir değişiklik ise kıymetli madenler içerisinden gümüşü çıkarmamız oldu. Bundan sonraki çeyreklerde de VYM’de kıymetli maden olarak sadece altına yatırım yapılmasına karar verdik. Bu çeyrekte hisse senedi ağırlığımızı artırmamızın nedenleri ise küresel büyümede zayıflama endişelerinin hisse senetleri piyasalarında aşağı yönde yeterince fiyatlandığı görüşümüzle birlikte 2016 yılında Fed’in faiz artırımı hızında yavaşlama beklememiz.

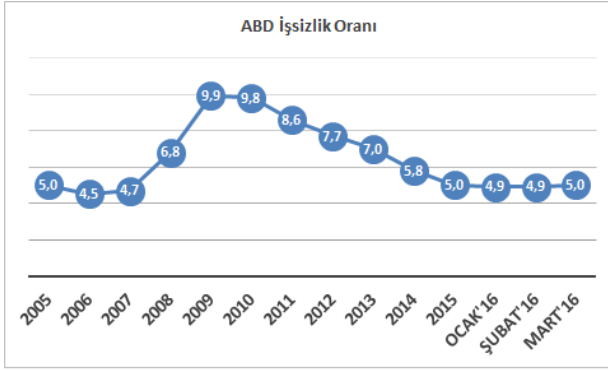
ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU - 2016 II. Çeyrek

08.04.2016

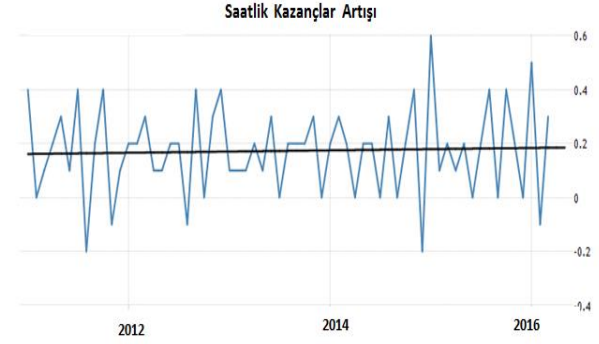
KÜRESEL GÖRÜNÜM

ABD

ABD ekonomisi 2015 yılının dördüncü çeyreğinde kişisel tüketim harcamalarının artması ile %1,4 büyüyerek beklentilerin (%1,0 büyüme) üzerinde performans sergiledi. Son çeyrek verisi ile birlikte ABD ekonomisi 2015 yılı tamamında %2,0 büyüme kaydetmiş oldu (2014: %2,1). İstihdamda yaşanan güçlü kazanımlara rağmen, dış talepteki zayıflığın devam etmesi, doların diğer para birimleri karşısında değerlenmesi ve bunların doğal sonucu olarak net ihracatın azalması güçlü büyüme yerine ılımlı bir büyümeye neden oldu. Aralık ayında sıfır faiz döneminin sona ermesinin ardından yılın ilk çeyreğinde FED'in faiz artışı için dikkate aldığı işsizlik ve enflasyon verileri öne çıkan gelişmeler oldu. İstihdam piyasaları önemli bir gelişme gösterdi ve FED'in %4,5-%4,7 işsizlik oranı hedefinin yaklaştı. Tarım dışı istihdam 2013 yılından itibaren ortalama aylık 200 bin seviyesini muhafaza ederken, işsizlik oranı %4,9-%5,0 aralığında 2008 krizi öncesi seviyelerine yakın seyrediyor. FED'in faiz artışı için dikkate aldığı göstergelerden biri olan saatlik ücret kazançları, istihdam boşluğunun kapanmasına paralel olarak artmaya devam etti. Ücretlerdeki artışın, ekonominin yaklaşık %70'ini oluşturan kişisel tüketim harcamalarını desteklemesinin yanında enflasyon üzerinde yukarı yönlü baskı oluşturacağını değerlendiriyoruz.

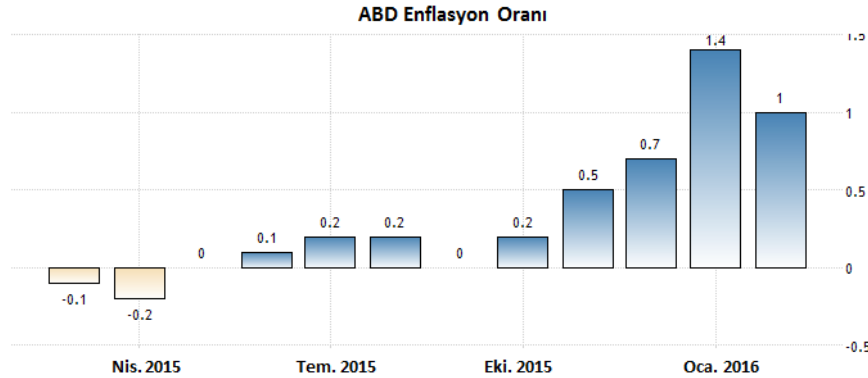


Kaynak: Breau of Labor Statistics, BMD



Kaynak: Breau of Labor Statistics, www.tradingeconomics.com, BMD

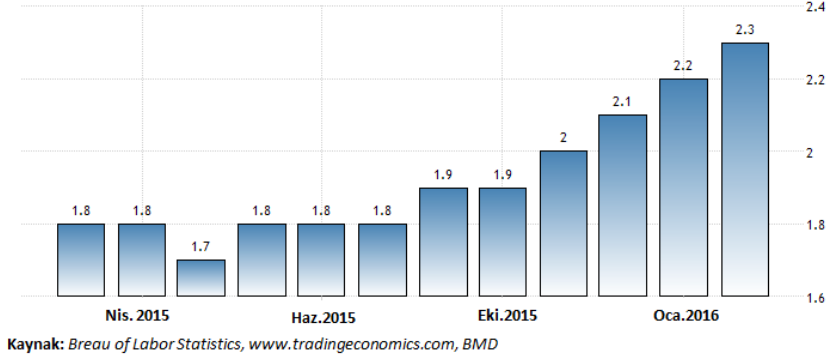
Petrol ve enerji fiyatlarındaki düşüşler enflasyon görünümünü bozmaya devam etti. Enflasyon görünümündeki belirsizlikler, FED'i faiz artırım konusunda daha "ihtiyatlı" olmaya itiyor. Şubat ayında petrol fiyatlarının 29-37 \$/varil bandında hareket etmesi sonucunda enflasyon yıllık bazda %1,0 olarak gerçekleşti (Ocak: Yıllık %1,4). Rusya önderliğinde, petrol üreticisi ülkeler üretimi Ocak ayı seviyesinde dondurma konusunda görüşmeler yapsa da, İran'ın ambargoların uygulamaya başlamasından önceki seviyeye kadar üretimi artıracığı açıklaması, Suudi yetkililerin üretimi dondurmalarının İran'ın katılımına bağlı olacağı yönündeki beyanları petrol fiyatlarındaki belirsizliği derinleştiren etmenler olarak öne çıktı.



Kaynak: Breau of Labor Statistics, www.tradingeconomics.com, BMD

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU - 2016 II. Çeyrek**08.04.2016**

Enerji ve gıda fiyatları hariç tutularak hesaplanan çekirdek enflasyon Şubat ayında %2,3 artarak Mayıs 2012'den bu yana en yüksek seviyesine ulaştı. Yükselişte kira, sağlık giderleri ve hizmet enflasyonu (enerji dışı) önemli bir rol üstlenirken, dayanıklı ürünler enflasyonu güçlü doların (düşük ithalat fiyatı) baz etkisinin azalmasıyla -%0,6 seviyesine yükseldi. Diğer bir ifade ile çekirdek enflasyon alt kalemlerinde yaşanan toparlanma ve yüksek seyreden hizmet enflasyonu, çekirdek enflasyonun yılın geri kalanında yükselme potansiyeline sahip olduğuna işaret ediyor.

ABD Çekirdek Enflasyon

2016 yılına girerken dört faiz artışı beklentisi ikiye düştü. Mart ayı FOMC toplantısı sonrasında yapılan açıklamada, küresel ekonomiye yönelik endişeler ve finansal piyasalardaki volatilitenin ABD ekonomik büyümesi üzerinde aşağı yönlü riskler yarattığına vurgu yapıldı. Çin'in ekonomik büyümesi ve Yuan'ın değerini belirlemeye yönelik politika belirsizliği, düşen emtia fiyatları, Avro Bölgesi ve Japonya'da yaşanan deflasyonist baskılar sözü edilen riskler olarak öne çıktı. Bu gelişmeler ışığında FED Mart ayı toplantısında 2016 ve 2017 yılına ait politika faizi projeksiyonlarında 50 baz puan aşağı yönlü revizyona gitti. Buna göre 2016 yılı politika faizi beklentisi %0,875, 2017 beklentisi %1,875 oldu. Yellen Mart sonunda yaptığı konuşmada küresel ekonominin artan riskler getirmekte olduğunu bu yüzden faiz artırımında "temkinli" bir şekilde ilerlemeleri gerektiğini tekrar etti. Bu yaklaşımın garanti edilmesinin gerektiğini çünkü federal fon faizinin çok düşük olması ile birlikte FOMC'nin ekonomik olumsuzluklara tepki vermek için geleneksel para politikasını kullanma yeteneğinin asimetrik olduğunu belirtti. Yellen'in iki hafta içinde iki güvercin açıklama yapması ve küresel ekonomideki risklerin ABD ekonomisi üzerinde deflasyonist baskılar oluşturabileceğine yönelik endişeler, FED'in 2016 yılında en fazla iki faiz artışı gerçekleştireceği yönündeki beklentileri güçlendirdi. IMF Ocak ayında yayınladığı Dünya Ekonomik Görünüm raporunda, ABD'nin 2016 ve 2017 büyüme tahminini 0,2 puan düşürerek %2,6 gerçekleştireceğini tahmin etti.

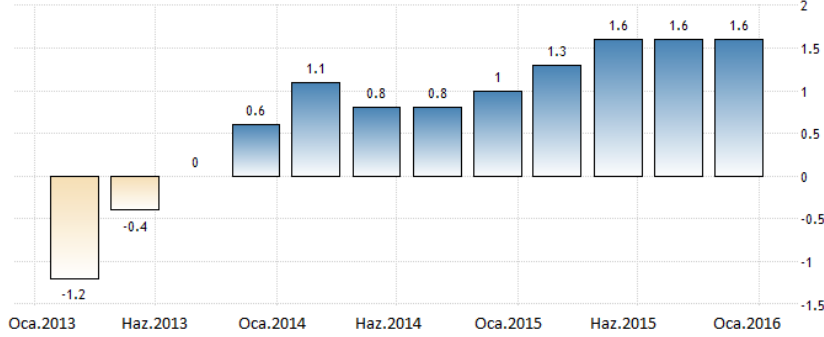
AVRO BÖLGESİ

Avro Bölgesi 4'üncü çeyrekte beklentilere paralel olarak çeyreklik bazda %0,3, yıllık bazda %1,6 büyüdü. Büyümde, artan sabit sermaye yatırımları ve güçlü tüketici harcamaları etkili olurken, Çin ve diğer gelişmekte olan ülke ekonomilerinde yaşanan daralma ihracatı olumsuz etkiledi. Avrupa Merkez Bankası, Mart ayı toplantısında büyümeye yönelik risklerin aşağı yönlü olması ve bir türlü ivme kazanamayan bölge ekonomisini canlandırmak için teşvik programında bir dizi önlemler aldı. Bu kapsamda; politika faizi %0,05'den %0,00 seviyesine, marjinal borç verme oranı %0,30'dan %0,25'e, mevduat faiz oranı da 10 baz puan düşürülerek -%0,40 seviyesine çekildi. Böylece piyasa yapıcı bankaların atıl olarak duran kaynaklarını AMB nezdinde tutmaktansa piyasaya kredi olarak girmesi amaçlandı. Parasal genişleme tabanı Nisan ayından itibaren 20 milyar avro yükseltilerek 80 milyar avro seviyesine çıkarıldı. Ayrıca yatırım yapılabilir statüdeki şirket tahvilleri de tahvil alım programına dahil edildi. Böylece parasal genişlemenin reel ekonomiye inmesinin yolu açılmış oldu. Nitekim Mart ayında finans dışı şirketler 49 milyar avroluk tahvil ihracı gerçekleştirdi ve 2011 yılından bu yana en kötü yılını yaşayan ihracatlar canlanmaya başladı.

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU - 2016 II. Çeyrek

08.04.2016

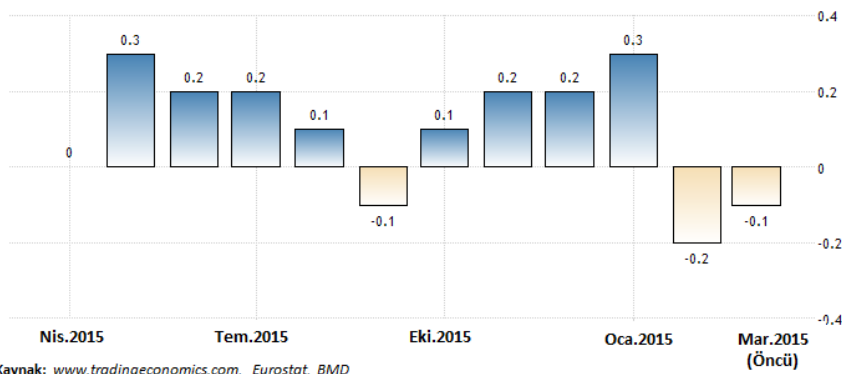
Avro Bölgesi Yıllık Büyüme Oranı



Kaynak: www.tradingeconomics.com, Eurostat, BMD

Enflasyon Şubat ayında %0,2 gerileyerek deflasyon kaygılarını yeniden gündeme getirdi. Enflasyonun gerilemesinde düşen petrol fiyatlarının etkisiyle enerji enflasyonu ana neden oldu. Taşıt yakıt fiyatlarında -%10,7, ısınma giderleri için kullanılan yakıt fiyatlarında -%28,8 düşüş enflasyonun negatif bölgede kalmasında etkili oldu. Enflasyona ortalama %1,0'ın üzerinde pozitif katkı yapan hizmet enflasyonu Şubat ayında %0,9 olarak gerçekleşmesi enflasyonun negatif bölgede kalmasında diğer bir neden oldu. Öncü göstergelere göre Mart ayında enflasyonun -%0,1 olarak gerçekleşmesi öngörülüyor. Avrupa Merkez Bankası, Mart ayı toplantısında 2016 enflasyon beklentisi %1,0'den %0,1'e revize etti. Toplantı sonrası yapılan değerlendirmelerde, daha fazla faiz indirimi beklenmemesi ve enflasyonun önümüzdeki aylarda negatif bölgede kalacağı daha sonra yükselişe geçeceğini belirtildi. AMB bu hamlesiyle daha önce sıkça tekrar ettiği fiyat istikrarını sağlamak için bankanın tüm enstrümanları ile hazır olduğu söylemini yerine getirmiş oldu. Gıda ve enerji fiyatlarından arındırılmış çekirdek enflasyon ise %0,8-%1,0 bandına oturmuş durumda. Şubat ayında %0,8 olarak gerçekleşen çekirdek enflasyon Mart ayı geçici verisine göre %1,0'a yükseldi. IMF Ocak ayında yayınladığı Dünya Ekonomik Görünüm raporunda, Avro Bölgesi'nin 2016 büyüme tahminini 0,1 puan yükselterek %1,7'ye çıkarırken 2017 büyüme tahmininde değişikliğe gitmeyerek %1,7'de sabit bıraktı.

Avro Bölgesi Enflasyon Oranı



Kaynak: www.tradingeconomics.com, Eurostat, BMD

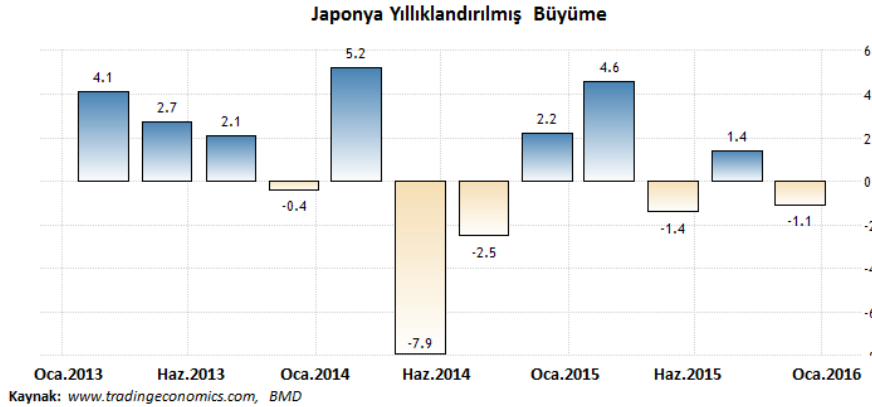
ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU - 2016 II. Çeyrek

08.04.2016

2016 yılında "Grexit" endişelerinin yerini "Brexit" aldı. 23 Haziran'da gerçekleştirilecek referandum yaklaşırken, Brexit'in olması halinde sadece Avro Bölgesi'nde değil küresel piyasalarda deprem etkisi yaratabilir. Referandumun oluşturduğu belirsizlikler hem İngiltere ekonomisinde hem de Avro Bölgesi'ndeki mevcut kırılganlıkları artırabilir. İngiltere'nin AB'den ayrılması durumunda bütçe ve cari açıkların artabileceği, yüksek işsizliğe ve enflasyona neden olabileceği, yatırımların ve büyümenin azalacağı öngörülmüyor.

JAPONYA

Japonya ekonomisi 2015 yılının son çeyreğinde yıllıklandırılmış rakamlarla %1,1 daraldı. Daha önce açıklanan veri %1,4 seviyesindeydi. Verinin revize edilmesinde işletme yatırımları ve stoklardaki yükselişten kaynaklandı. Kamu borç yükünün astronomik oranlara çıkmasına yol açan bütçe açıkları büyümesine rağmen (2015 Kamu Borç/ GSiH: %229,2) ekonomik büyüme istikrarlı bir zemine oturmadığı görülüyor. Çin ve Asya pazarlarında yaşanan ekonomik yavaşlama ve talep daralması Japon şirketlerin ihracatını olumsuz yönde etkilemeye devam ediyor. Ekonomik büyümede yaşanan problemler Nisan 2017'de yüksek kamu borcu nedeniyle %8,0'den %10,0'a çıkarılması planlanan satış vergisi kararı üzerinde şimdiden tartışmalar yaratmış durumda. Vergi artışları iç talep üzerinde aşağı yönlü baskı yapacağı ve deflasyonu yenmenin güçleşeceği endişelerini beraberinde getiriyor. Abe konu ile ilgili yaptığı değerlendirmede, satış vergisinin büyük bir şok olmaması durumunda artırılacağını ancak global ekonomide daralma yaşanması durumunda bunun siyasi bir karar olacağını açıkladı.

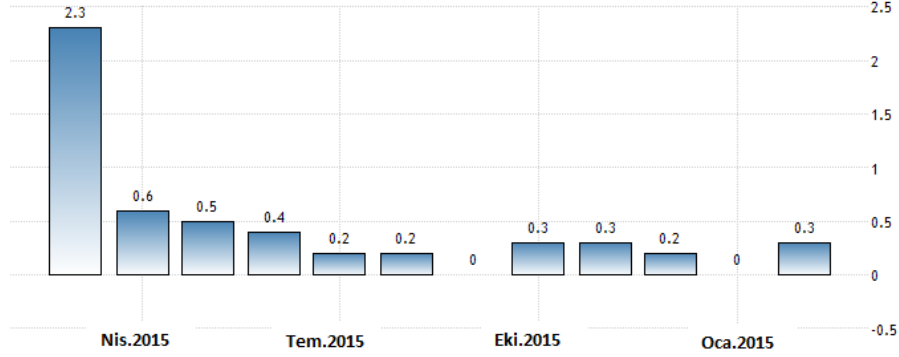


Enflasyon Temmuz 2015'ten bu yana %0,0 ile %0,3 arasında sıkıştı. Şubat ayında enflasyon oranı Ocak ayındaki %0,0 seviyesinden gıda fiyatlarındaki yükselişin öncülüğünde %0,3'e tırmandı. Japonya Merkez Bankası (BoJ) Ocak ayında banka bünyesinde tutulan cari hesaplara uygulanan faiz oranını %0,1'den eksi %0,1'e çekerek negatif faiz dönemine geçti. Karara gerekçe olarak ise ülke ve dünya ekonomisindeki zayıf talep ile finansal piyasalardaki aşırı oynaklığı gösterdi. BoJ bu hamlesiyle, bankaların paralarını BoJ bünyesinde tutmak yerine reel ekonomiye kredi vererek ekonomik aktivitenin canlanmasını umuyor. Aynı zamanda sıfır seviyesindeki enflasyonla daha etkin bir biçimde mücadele etmek için yeni bir silah elde etti. Diğer taraftan Yen'in değerini düşürerek Japon şirketlerin Çin ve Güney Kore'ye karşı rekabet gücünü ve ihracatını artırmada üstünlük sağlamaya çalışıyor. BoJ ayrıca 2016 ve 2017 enflasyon tahminini %1,4'ten %0,8'e revize etti. IMF Ocak ayında yayınladığı Dünya Ekonomik Görünüm raporunda, Japonya'nın 2016 büyüme tahmininde değişikliğe gitmeyerek %1,0'da sabit bırakırken 2017 büyüme tahminini 0,1 puan düşürerek %0,3'e çekti.

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU - 2016 II. Çeyrek

08.04.2016

Japonya Enflasyon Oranı



Kaynak: www.tradingeconomics.com, BMD

ÇİN

Çin 4'üncü çeyrekte %6,8 büyüme ile 2009 yılından bu yana en düşük performansı sergiledi. Piyasa beklentisi Çin'in %6,9 büyüme göstereceği yönündeydi. 2015 yılı tamamında ise büyüme %6,9 gerçekleşti ve %7,0 hedef büyüme rakamına ulaşamadı. Çin'in ana ihracat pazarı gelişmiş ülkelerde yaşanan durağanlık ihracatın gerilemesine neden oluyor. Şubat ayında Çin'in ihracatı yıllık bazda %25,4 düşerek 126,15 milyar dolar seviyesinde gerçekleşti. Bu veri Mayıs 2009'dan bu yana görülen en keskin düşüş. İhracatın düşmesinde Çin yeni yıl tatili olmasının yanında küresel talepte yaşanan daralma etkili oldu. İhracatta yaşanan gerilemeye paralel olarak imalat sanayi üretimi 2010 yılından itibaren aşağı yönlü trendini sürdürüyor. Ocak-Şubat döneminde sanayi üretimi yıllık bazda %5,4 yükselerek Kasım 2008'den bu yana en düşük seviyeye geriledi. Sanayi üretimindeki düşüş ise hem emtia fiyatlarını hem de Çin üretici fiyatlarını aşağıya çekiyor (Üretici fiyatları Mart 2012'den bu yana eksi olarak gerçekleşmektedir). Küresel talepteki gerileme, ihracat ve üretimde yaşanan düşüşler ve paralelinde atıl kalan kapasite 2016 yılının Çin için çok parlak geçmeyeceği beklentilerini güçlendiriyor. Çin ekonomisinin ihracat ve yatırım odaklı büyüme stratejisinden iç tüketim ve hizmet sektörüne dönük büyümeye geçiş süreci ile ilgili belirsizlikler halen kafalarda büyük bir soru işareti. Bu gelişmeler altında Çin ekonomisindeki yavaşlamanın ilerleyen dönemlerde devam edeceğini değerlendiriyoruz.

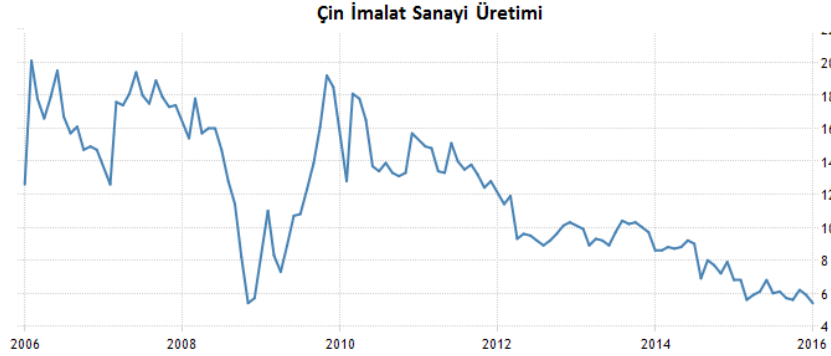
Çin Üretici Fiyatları



Kaynak: www.tradingeconomics.com, BMD

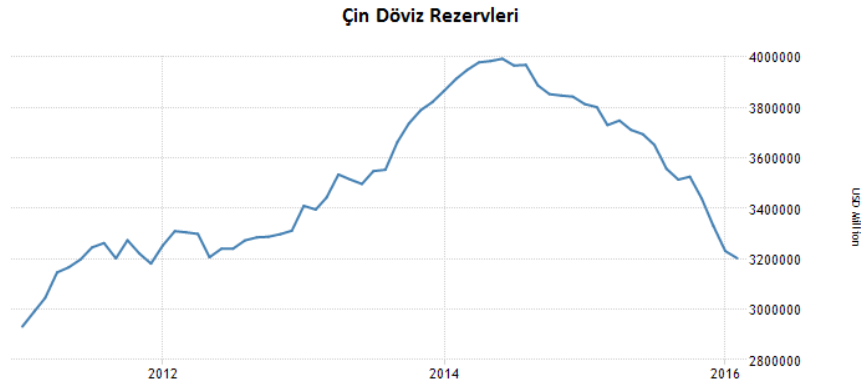
ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU - 2016 II. Çeyrek

08.04.2016



Kaynak: www.tradingeconomics.com,BMD

Çin ekonomisinde yavaşlama ve finansal piyasalardaki yüksek volatiliteye dair endişeler 2016 yılının başında küresel piyasaların gündeminde ön sıralarda yer aldı. Çin'de sermaye çıkışlarının dış ticaret fazlasından yüksek olması rezervlerdeki erimeyi hızlandırdı. Ocak ayında 99,5 milyar dolar, Aralık 2015'te ise 108 milyar dolar rezervlerde gerileme yaşandı. Ekonomik aktiviteyi finanse etmek için yaklaşık 2,6 trilyon dolar rezerve ihtiyaç duyan Çin ekonomisinde rezervler 3,3 trilyon dolar seviyesine gerilemiş durumda. Çin Merkez Bankası daha önce faiz indirimleri ile desteklemeye çalıştığı piyasayı Şubat ayı sonunda zorunlu karşılık oranını 50 baz puan indirerek gerçekleştirmeye çalıştı. PBOC böylece ekonomik yavaşlamanın hisse senetlerindeki çöküşün ve para birimindeki zayıflamanın önüne geçme çabasıyla, bankaların rezerv olarak tutmak zorunda oldukları nakit miktarını azalttı ve piyasayı yaklaşık olarak 100 milyar dolar fonladı. Diğer taraftan borçluluk oranlarının yüksek seviyelerde seyretmesi ve yuan cinsinden zayıf ihracat borç ödeme kapasitesini de olumsuz yönde etkiliyor. Yüksek borçluluk, Çin ekonomisinin dönüşüm süreci ve küresel talepteki daralma yılın geri kalanında Çin'e ait belirsizliklerin devam edeceğine işaret ediyor. IMF Ocak ayında yayınladığı Dünya Ekonomik Görünüm raporunda, Çin'in 2016 ve 2017 büyüme tahminlerinde değişikliğe gitmeyerek sırasıyla %6,3 ve %6,0 olarak gerçekleşeceğini tahmin etti.



Kaynak: www.tradingeconomics.com,BMD

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU - 2016 II. Çeyrek

08.04.2016

IMF ÜLKE TAHMİNLERİ

IMF Tahminleri (%)	Büyüme			Enflasyon			Cari Denge / GSYH			İşsizlik Oranı (%)		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Dünya	3,1	3,4	3,6	3,2	3,34	3,5						
Euro Bölgesi	1,5	1,7	1,7	0,2	1,0	1,2	3,2	3,0	2,9	11,0	10,5	10,3
ABD	2,6	2,6	2,6	0,1	1,1	2,4	-2,6	-2,9	-2,6	5,3	4,9	5,0
Japonya	0,6	1,0	0,3	0,7	0,4	1,8	3,0	3,0	2,1	3,5	3,5	3,8
İngiltere	2,5	2,2	2,2	0,1	1,5	2,0	-4,7	-4,3	-4,1	5,6	5,5	5,4
Çin	6,8	6,3	6,0	1,5	1,8	2,0	3,1	2,8	3,1	4,1	4,1	4,1
Almanya	1,5	1,7	1,7	0,2	1,2	1,5	8,5	8,0	7,5	4,7	4,7	4,8
Fransa	1,2	1,3	1,5	0,1	1,0	1,1	-0,2	-0,4	-0,4	10,2	9,9	9,7
İtalya	0,8	1,3	1,2	0,2	0,7	1,0	2,0	2,3	2,1	12,2	11,9	12,0
Hindistan	7,3	7,5	7,5	5,4	5,5	5,6	-1,4	-1,6	-1,8	3,4	3,4	3,4
Rusya	-3,8	-1,0	1,0	15,8	8,6	6,5	5,0	5,4	6,0	6,0	6,5	6,0
Brezilya	-3,0	-3,5	0,0	8,9	6,3	5,0	-4,0	-3,8	-3,3	6,6	8,6	5,9
Meksika	2,3	2,6	2,9	2,8	3,0	3,0	-2,4	-2,0	-2,3	4,3	4,0	3,9
TÜRKİYE	3,0	2,9	3,6	7,4	7,0	6,0	-4,5	-4,7	-5,1	10,8	11,2	11,3

Kaynak: Bloomberg, IMF WEO Ocak'16, BMD Araştırma

IMF Büyüme Tahminleri Değişim(%)	Büyüme (IMF/Ekim'15)			Büyüme (IMF/Ocak'16)			Fark
	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2016
Dünya	3,1	3,6	3,9	3,1	3,4	3,6	-0,2
Euro Bölgesi	1,5	1,6	1,6	1,5	1,7	1,7	0,1
ABD	2,6	2,8	2,7	2,6	2,6	2,6	-0,2
Japonya	0,6	1,0	0,4	0,6	1,0	0,3	0,0
İngiltere	2,5	2,2	2,2	2,5	2,2	2,2	0,0
Çin	6,8	6,3	6,0	6,8	6,3	6,0	0,0
Almanya	1,5	1,6	1,5	1,5	1,7	1,7	0,1
Fransa	1,2	1,5	1,7	1,2	1,3	1,5	-0,2
İtalya	0,8	1,3	1,1	0,8	1,3	1,2	0,0
Hindistan	7,3	7,5	7,6	7,3	7,5	7,5	0,0
Rusya	-3,8	-0,6	1,0	-3,8	-1,0	1,0	-0,4
Brezilya	-3,0	-1,0	2,3	-3,0	-3,5	0,0	-2,5
Meksika	2,3	2,8	3,5	2,3	2,6	2,9	-0,2
TÜRKİYE, IMF Tahmin	3,0	2,9	3,6	3,0	2,9	3,6	0,0
TÜRKİYE, OECD Tahmin	3,1	3,4	4,1	3,1	3,4	4,1	0,0

Kaynak: Bloomberg, IMF WEO, BMD Araştırma

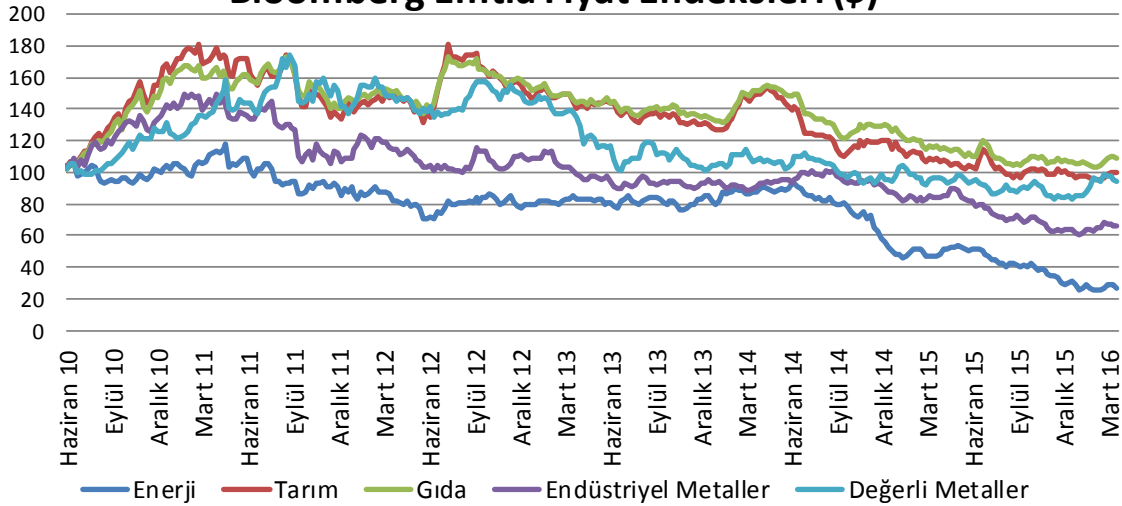
ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU - 2016 II. Çeyrek

08.04.2016

EMTİA PİYASASI

2016 yılının ilk çeyreğinde küresel emtia gruplarında enerji değer kayıpları yaşarken tarım, gıda, endüstriyel metaller ve değerli metaller değer kazandı. Petrol fiyatları yılın ilk çeyreğinde Çin ekonomisine yönelik endişelerin artması ve Çin'den gelen ekonomik göstergelerin etkisiyle 30 \$/Varil altına geriledi. Bununla birlikte, İran'a yönelik yaptırımların kalkması zaten arz fazlası olan petrol fiyatlarını aşağı yönlü baskıladı. OPEC ve OPEC dışı üreticiler düşen petrol fiyatlarını durdurmak için üretimi Ocak ayı seviyesinde dondurma görüşmelerini gerçekleştirmek amacıyla 17 Nisan 2016 tarihinde Doha'da toplanacak. İran toplantı öncesinde ambargolar önceki seviyesine ulaşana dek üretimi dondurmayaacağını açıkladı. Suudi yetkililerin ise İran'ın katılmaması durumunda anlaşma zemininde buluşmanın pek mümkün olmayacağı yönündeki açıklamaları toplantıya dair belirsizlikleri artırıyor. Yine de petrol fiyatlarındaki düşüşün önüne geçilmesi için üretici ülkelerin çabaları petrol fiyatlarını 30 \$/Varil-40 \$/Varil bandına oturtmayı başardı. Dünya Bankası Ocak ayı Emtia Piyasaları Görünüm Raporu'nda ham petrol fiyatına ilişkin öngörüsünü 51 \$/Varil'den 37 \$/Varil'e revize etti. Endüstriyel metal fiyatlarının artışında üretim kesintileri etkili oldu. Gıda ve tarımsal emtia fiyatları El Nino'nun yaratmış olduğu kuru hava, ürün gruplarında beklenenden az hasat gerçekleşmesi sebepleriyle yükseldi. Fed'in beklenen yavaş faiz artışlarını gerçekleştireceği beklentisinin ağırlık kazanması ve diğer gelişmiş ülke merkez bankalarının negatif veya düşük faiz uygulamalarını hayata geçirmesiyle değerli metaller emtia fiyatlarında artışlar yaşandı. Küresel ekonomide yaşanan belirsizlikler ve merkez bankalarının politikaları değerli metallerin yönünü belirlemeye devam edecek.

Bloomberg Emtia Fiyat Endeksleri (\$)



	2014 II.Ç	2014 III.Ç	2014 IV.Ç	2015 I.Ç	2015 II.Ç	2015 III.Ç	2015 IV.Ç	2016 I.Ç
Enerji	6,3%	-12,8%	-35,9%	-6,0%	5,9%	-21,9%	-21,5%	-12,0%
Tarım	-10,8%	-16,9%	3,6%	-5,8%	5,5%	-11,8%	-4,0%	2,9%
Gıda	-5,3%	-15,6%	3,6%	-7,8%	3,2%	-10,2%	-2,0%	3,7%
End. Metaller	7,9%	-4,5%	-6,2%	-4,4%	-4,6%	-13,3%	-9,4%	5,1%
Değ. Metaller	4,5%	-11,1%	-4,0%	3,2%	-5,3%	-5,1%	-3,8%	12,4%

Kaynak: Bloomberg, BMD Araştırma

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU - 2016 II. Çeyrek

08.04.2016

TÜRKİYE EKONOMİSİ

GERÇEKLEŞMELER VE BEKLENTİLER

	ORTA VADELİ PROGRAM 2015-2017				ORTA VADELİ PROGRAM 2016-2018			
	2014 T	2015 P	2016 P	2017 P	2015 P	2016 P	2017 P	2018 P
GSYH Büyümesi (%)	2,9%	4,0%	5,0%	5,0%	4,0%	4,5%	5,0%	5,0%
TÜFE Yılısonu (%)	8,2%	6,3%	5,0%	5,0%	8,8%	7,5%	6,0%	5,0%
İhracat (FOB) (Milyar \$)	157,6	173,0	187,4	203,4	143,9	155,5	175,8	201,4
İthalat (CIF) (Milyar \$)	242,2	258,0	276,8	297,5	207,1	210,7	243,1	273,2
Enerji İthalatı (27. Fası, Milyar \$)	54,9	57,3	60,1	63,9	37,8	33,0	43,7	51,6
Dış Ticaret Dengesi (Milyar \$)	-84,6	-85,0	-89,4	-94,1	-63,1	-55,2	-67,2	-71,8
Seyahat Gelirleri (Milyar \$)	29,6	31,5	33,5	35,5	27,0	27,0	29,4	31,8
Cari İşlemler Dengesi (Milyar \$)	-46,5	-46,0	-49,2	-50,7	-31,7	-28,6	-29,3	-29,9
Cari İşlemler Dengesi / GSYH (%)	-5,8%	-5,4%	-5,4%	-5,2%	-4,4%	-3,9%	-3,7%	-3,5%
Dış Ticaret Hacmi / GSYH (%)	50,0%	50,7%	51,2%	51,6%	48,6%	49,8%	52,6%	55,5%
İhracat / İthalat (%)	65,1%	67,1%	67,7%	68,4%	69,5%	73,8%	72,3%	73,7%
Ham Petrol Fiyatı-Brent (\$/varil)	97,5	101,9	100,4	98,8	52,5	39,7	46,8	51,4
İşgücüne Katılma Oranı (%)	50,5%	50,2%	50,3%	50,5%	51,3%	51,7%	52,1%	52,4%
İşsizlik Oranı (%)	9,9%	9,5%	9,2%	9,1%	10,2%	10,2%	9,9%	9,6%
İstihdam Oranı (%)	45,5%	45,4%	45,7%	45,9%	46,1%	46,5%	46,9%	47,4%
BÜTÇE DENGESİ (Milyar TL)	-23,3	-21,0	-15,8	-7,1	-22,6	-29,7	-25,0	-23,1
Bütçe Dengesi / GSYH (%)	-1,3%	-1,1%	-0,7%	-0,3%	-1,2%	-1,3%	-1,0%	-0,8%
FAİZ DIŞI FAZLA (Milyar TL)	26,6	33,0	38,2	47,9	30,4	26,3	34,0	39,9
Faiz Dışı Fazla / GSYH (%)	1,5%	1,7%	1,8%	2,0%	1,5%	1,2%	1,4%	1,4%

Kaynak: TC Kalkınma Bakanlığı, TÜİK, BMD Araştırma

Petrol fiyatlarının seyrine bağlı olarak, 2016 yılını dış ticaret ve cari dengede hedeflenenenden daha iyi tamamlamamız beklenebilir. Ancak, enflasyon ve istihdam piyasaları için aynı şeyi söylemek zor. 2015 yılında %4 ile beklentilerin oldukça üzerinde büyümemimizin sebepleri Devletin tüketim harcamaları ve Hanehalkı tüketim harcamalarının yüksek seyretmiş olmasının yanında ithalat artış hızının yavaşlaması oldu. Kredi derecelendirme kuruluşu Fitch de ülkemizle ilgili son değerlendirmesinde 2016 yılında petrol fiyatlarındaki düşüş ile asgari ücret artışının tüketici harcamalarını olumlu etkileyebileceğine değindi ve büyüme beklentisini %3'ten %3,5'e çıkarttı. Enflasyon tarafında gıda enflasyonundaki sert gerilemeyle Mart ayında beklentilerin altında ve %7,46 seviyesine doğru düşüş yaşandı. Dolar/TL'deki yıllık değişim geçtiğimiz ise yıl sonunda %27 artış iken Mart ayında %11,1'e geriledi. Dolar/TL kurunun bu seviyelerini koruması halinde çekirdek enflasyon göstergelerinde de düşüşlerin devamı beklenebilir. Mart ayı enflasyon verisinin beklentilerin altında gerçekleşmesi ve Nisan ayında da enflasyonda düşüşün devam etmesi beklentimiz sebebiyle önümüzdeki aylarda TCMB'nin faiz inirimlerine gitmesini beklemekteyiz. Dış ticaret ve cari işlemler açığında yılın ilk iki ayı itibarıyla önceki yılın aynı dönemine göre azalma var; ancak, bu durum enerji maliyetlerinde düşüş ve dış ticaret hacmindeki daralmadan kaynaklanıyor. İhracattaki azalmaya Euro/Dolar paritesindeki değer kaybının etkisi de olumsuz oldu. Ancak Mart ayından itibaren Euro/Dolar paritesinin olumsuz etkisinin neredeyse hissedilmeyeceğini söyleyebiliriz. 2016 yılında Euro'nun Dolar karşısında 2015'e göre daha güçlü seyretmesi ve Avrupa ekonomilerinde toparlanmanın hızlanmasının dış ticaret dengemizi iyileştirici etkisinin olmasını beklemekteyiz. Diğer yandan, Ocak ayında turizm gelirlerinde 215 milyon\$ düşüş var ve mevcut jeopolitik risklerin devamı halinde turizm gelirlerindeki kötüleşme cari açığımızı artırabilir. Nitekim yılın ilk iki ayında ülkemizi ziyaret eden yabancı sayısı geçen yılın aynı döneminin %8,5 altında ve ziyaretçi sayısı olarak en fazla düşüş %54,4 düşüşle Rusya ile yaşandı. Zaten artış eğiliminde olan işsizlik tarafında ise asgari ücret artışının yanında mültecilerin yasal zeminde çalışma olanağı elde etmelerinin olumsuz etki etmesi mümkün. 2016 yılında işgücüne katılım oranındaki artışın istihdam artışından hızlı olmaya devam etmesiyle işsizlik oranındaki yukarı yönlü eğilimin devam etmesini beklemekteyiz. İmalat sanayi ile ilgili olarak ise yılın ilk çeyreğinde sanayi üretimi, PMI İmalat ve kapasite kullanım oranı verilerinin 2016 yılı ilk çeyrek büyümesinde imalat sanayinin etkisinin güçlü olmaya devam edeceğine işaret ettiğini söyleyebiliriz.

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU - 2016 II. Çeyrek

08.04.2016

BÜYÜME

Harcamalar Yöntemiyle Reel GSYH Büyüme Hızı (%)	2015-I	2015-II	2015-III	2015-IV	Son Ç. pay(%)	Son Ç. katkı (%)
GSYH (1998 FİYATLARI İLE) (BİN TL)	2,8%	3,7%	3,9%	5,7%	100,0%	5,7%
Yerleşik Hanehalklarının Tüketimi	4,3%	5,5%	3,6%	4,7%	66,8%	3,1%
Yerleşik ve Y. Olmayan Hanehalklarının Y.içi Tüketimi	3,6%	4,4%	2,9%	3,6%	69,5%	2,5%
(Eksi) Yerleşik Olmayan Hanehalklarının Y.içi Tüketimi	-11,0%	-7,8%	-1,4%	-12,4%	3,4%	-0,4%
Yerleşik Hanehalklarının Yurtdışı Tüketimi	6,7%	26,9%	42,9%	19,4%	0,7%	0,1%
Devletin Nihai Tüketim Harcamaları	2,8%	7,3%	8,0%	8,1%	13,7%	1,1%
Maaş, Ücret	2,2%	1,9%	3,4%	3,5%	4,6%	0,2%
Mal ve Hizmet Alımları	3,4%	11,9%	11,8%	10,7%	9,1%	1,0%
Gayri Safi Sabit Sermaye Oluşumu	0,6%	10,0%	0,0%	3,5%	24,1%	0,9%
<i>Kamu Sektörü</i>	-0,7%	9,8%	9,2%	9,9%	5,7%	0,6%
Kamu S. Makine- Teçhizat	-18,3%	20,5%	-3,4%	7,5%	2,1%	0,2%
Kamu S. İnşaat	1,7%	7,8%	12,0%	11,4%	3,5%	0,4%
<i>Özel Sektör</i>	0,9%	10,1%	-2,1%	1,7%	18,4%	0,3%
Özel S. Makine- Teçhizat	3,6%	15,5%	-1,9%	1,3%	12,2%	0,2%
Özel S. İnşaat	-4,1%	-0,7%	-2,3%	2,5%	6,2%	0,2%
(*) Stok Değişmeleri	-46,4%	-110,6%	47,0%	26,8%	-3,3%	-0,9%
Mal ve Hizmet İhracatı	-1,4%	-2,7%	-1,4%	2,1%	26,0%	0,5%
(Eksi) Mal ve Hizmet İthalatı	3,7%	1,5%	-1,2%	-2,6%	27,3%	-0,7%
İktisadi Faaliyet Kollarına Göre Reel GSYH Büyüme Hızı (%)	2015-I	2015-II	2015-III	2015-IV	Son Ç. pay(%)	Son Ç. katkı (%)
GSYH (1998 FİYATLARI İLE) (BİN TL)	2,8%	3,7%	3,9%	5,7%	100,0%	5,7%
Tarım, ormancılık ve balıkçılık	3,9%	7,7%	11,4%	2,8%	8,3%	0,2%
Madencilik ve Taşocakçılığı	-8,1%	-5,0%	-2,6%	6,0%	0,6%	0,0%
İmalat Sanayi	1,2%	4,8%	1,3%	7,8%	24,2%	1,9%
Elektrik, gaz, buhar üretimi ve dağıtım	1,3%	2,0%	1,6%	4,0%	2,1%	0,1%
Su temini; kanalizasyon, atık yönetimi	6,8%	8,8%	12,9%	12,7%	0,4%	0,1%
İnşaat	-2,7%	1,9%	2,0%	5,4%	5,7%	0,3%
Toptan ve perakende ticaret	1,1%	2,3%	0,3%	4,6%	12,4%	0,6%
Ulaştırma ve depolama	1,1%	2,1%	2,3%	6,0%	12,2%	0,7%
Konaklama ve yiyecek hizmeti faaliyetleri	5,0%	2,7%	6,0%	3,5%	1,7%	0,1%
Bilgi ve iletişim	9,2%	-1,1%	1,5%	3,7%	2,7%	0,1%
Finans ve sigorta faaliyetleri	6,7%	9,9%	13,6%	9,8%	15,3%	1,5%
Gayrimenkul faaliyetleri	3,1%	3,0%	2,8%	1,5%	4,5%	0,1%
Mesleki, bilimsel ve teknik faaliyetler	14,1%	10,2%	10,2%	10,6%	3,1%	0,3%
İdari ve destek hizmet faaliyetleri	6,3%	4,8%	2,6%	6,8%	2,0%	0,1%
Kamu yönetimi, savunma; sosyal güvenlik	-0,6%	0,5%	5,1%	3,8%	2,9%	0,1%
Eğitim	7,1%	5,1%	3,2%	5,9%	2,0%	0,1%
İnsan sağlığı ve sosyal hizmet faaliyetleri	5,2%	2,3%	2,1%	2,3%	1,1%	0,0%
Kültür, sanat, eğlence, dinlenme ve spor	2,6%	5,7%	4,5%	8,6%	0,2%	0,0%
Diğer hizmet faaliyetleri	0,4%	-0,2%	-0,4%	0,3%	0,8%	0,0%
Hanehalklarının işverenler olarak faaliyetleri	0,9%	-5,2%	-5,4%	1,6%	0,2%	0,0%
Sektörler Toplamı	2,8%	4,3%	4,8%	6,2%	102,4%	6,3%
Dolaylı ölçülen mali aracılık hizmetleri	9,6%	15,8%	18,3%	13,7%	11,3%	1,6%
Vergi-Sübvansiyon	6,5%	8,6%	7,9%	10,3%	8,9%	0,9%
Hanehalklarının Yurtiçi Tüketimi Reel Büyüme Hızı (%)	2015-I	2015-II	2015-III	2015-IV	GSYH'daki payı (%)	GSYH'ya katkısı
GSYH (1998 FİYATLARI İLE) (BİN TL)	2,8%	3,7%	3,9%	5,7%	100,0%	5,7%
Hanehalklarının Yurtiçi Tüketimi (yerleşik ve değil)	3,6%	4,4%	2,9%	3,6%	69,5%	2,5%
Gıda, içki ve Tütün	-0,6%	3,8%	-3,6%	1,4%	18,1%	0,3%
Giyim ve Ayakkabı	-4,6%	-5,7%	-5,1%	8,3%	2,7%	0,2%
Konut, Su, Elektrik, Gaz ve Diğer Yakıtlar	3,6%	1,2%	0,2%	2,3%	6,7%	0,2%
Mobilya, Ev Aletleri ve Ev Bakım Hizmetleri	2,1%	4,6%	-1,1%	5,1%	7,7%	0,4%
Sağlık	15,0%	14,6%	9,2%	8,6%	4,3%	0,4%
Ulaştırma ve Haberleşme	16,6%	11,2%	13,2%	7,9%	13,6%	1,1%
Eğlence ve Kültür	-8,1%	-1,3%	10,3%	4,8%	3,6%	0,2%
Eğitim	8,2%	9,5%	3,7%	11,9%	0,6%	0,1%
Lokanta ve Oteller	5,0%	2,7%	6,0%	3,5%	3,0%	0,1%
Çeşitli Mal ve Hizmetler	-0,9%	0,5%	4,6%	-2,9%	9,1%	-0,3%

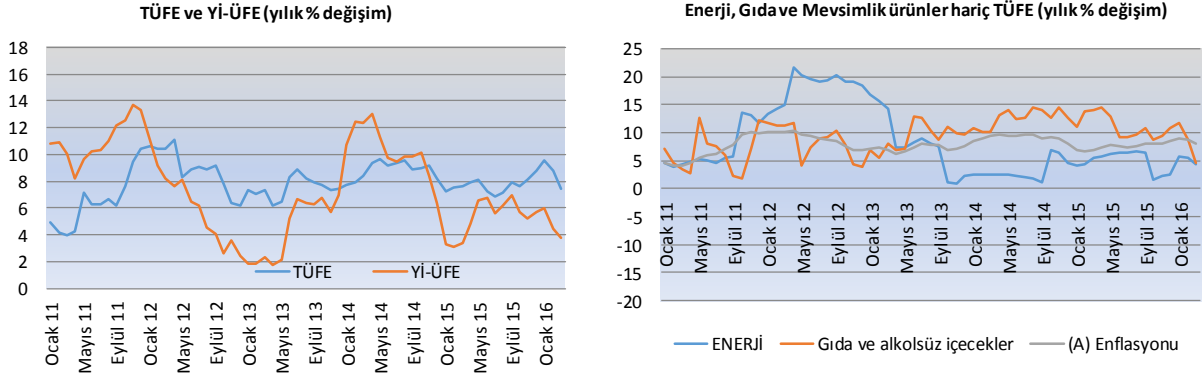
Kaynak: Bloomberg, BMD Araştırma

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU - 2016 II. Çeyrek

08.04.2016

2015 yılında büyüme beklentilerin üzerinde ve %4 olarak gerçekleşti. IMF ve OECD'nin Türkiye için 2015 yılı büyüme tahminleri %3 ve %3,1 iken revize edilen 2016-2016 OVP'de öngörülen ise %4'lük büyüme idi. Gerçekleşmenin beklentilerin oldukça üzerinde olmasının sebeplerinin talep tarafında yıllık bazda Devletin tüketim harcamaları ve Hanehalkı tüketim harcamalarının %6,7 ve %4,5 ile yüksek seyretmiş olmasının yanında ithalat artış hızının yavaşlaması olduğunu söyleyebiliriz. Arz tarafında yıllık büyümeye ise en fazla katkısı finans ve sigorta faaliyetleri ile imalat sanayi yaptı. Hizmetler sektöründe büyüme önceki yılda olduğu gibi bu yıl da GSYH büyümesinin üzerinde oldu. Yıl içerisinde en yüksek büyüme %5,7 olarak son çeyrekte gerçekleşirken, yılın üçüncü çeyrek büyümesi de %4'ten %3,9'a revize edildi. Son çeyrekte hanehalkları ve devlet harcamaları yüksek seviyelerde gerçekleşirken ihracattaki toparlanma ile birlikte ithalatın azalması sayesinde dış ticaretin büyümeye katkısı pozitif oldu. Sektörler tarafında ise son çeyrekte imalat sanayi ve inşaat sektöründeki büyüme verilerinin yıl genelinin oldukça üzerinde gerçekleşmesi dikkat çekti. Avrupa ekonomilerindeki toparlanmayla 2016 yılı büyüme kompozisyonunda ihracatın etkisinin daha fazla olmasını beklemekteyiz. Asgari ücret artışı ise 2016 yılı ilk çeyrek büyümesinde iç talebin katkısının önemli olabileceğine işaret ediyor. Sonuç olarak, 2016 yılı başında büyüme hızının gücünü korumasını beklemekle birlikte; jeopolitik riskler ve turizm sektöründe yaşanan problemlerin yılın kalanında büyüme hızında yavaşlamayı beraberinde getirebileceği fikrindeyiz.

ENFLASYON



Kaynak: Bloomberg, BMD Araştırma

2016 yılı ilk çeyreğinde yıllık TÜFE ve ÜFE her ay önceki aya göre geriledi ve Mart ayı itibarıyla sırasıyla %7,46 ve %3,8 oldu. Gıda enflasyonundaki sert gerileme enflasyonun Mart ayında beklentilerin altında gerçekleşmesinin ana sebebi oldu. Geçtiğimiz yıl sonunda %10,9 olan gıda enflasyonu bu yılın ilk çeyreği sonunda %4'e gerilemiş bulunuyor. Bu gerilemede baz etkisinin önemli olduğu görülüyor. Enerji enflasyonunda da düşüş eğiliminin devam etmesine ek olarak Dolar/TL'deki geri çekilme enflasyondaki düşüşte etkili oldu. Dolar/TL'deki yıllık değişim geçtiğimiz yıl sonunda %27 artış iken Mart ayında %11,1'e gerilemiş bulunuyor. Enerji dışındaki küresel emtia fiyatlarında ise son çeyrekte yukarı yönlü hareketler yaşandı; ancak, yıllık değişim hala düşüş yönünde. Yıllık çekirdek enflasyon göstergelerinde ve Yİ-ÜFE'de de son ayda gerileme var. Dolar/TL kurunun bu seviyelerini koruması halinde çekirdek enflasyon göstergelerinde düşüşlerin devamı beklenebilir. Yİ-ÜFE'nin Mart ayında %3,8 ile son 12 ayın en düşük seviyesine gerilemesinde ise enerji fiyatlarındaki gerilemelerle elektrik, gaz üretimi ve dağıtımındaki düşüş önemli oldu.

2016 yılı için OVP'de %7,5 olarak hedeflenen enflasyon seviyesine Mart ayı verileriyle ulaşıldı. Ancak, gıda enflasyonunda baz etkisinin Mayıs ayından itibaren azalmasıyla emtia fiyatlarında son çeyrekte başlayan yukarı hareketlenmenin devamı enflasyon üzerinde yukarı yönlü risk oluşturabilir. Yılın kalan aylarının %7-%8 bandında bir enflasyon oranı ile tamamlanmasını beklemekteyiz. Diğer yandan, enflasyondaki düşüş eğiliminin gıda enflasyonu ve Dolar/TL'deki zayıflamanın etkisiyle önümüzdeki ayda da devam etmesi kuvvetle muhtemel.

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU - 2016 II. Çeyrek

08.04.2016

Mart 2016 /TÜFE - Ana harcama grupları	Ağırlık (%)	Aylık Değ. (%)	Aylık TÜFE'ye etkisi	Yıllık Değ. (%)	Yıllık TÜFE'ye etkisi
TOPLAM	100,00	-0,04%	-0,04%	7,46%	7,46%
Gıda ve alkolsüz içecekler	23,68	-1,53%	-0,36%	4,58%	1,08%
Alkollü içecekler ve tütün	4,98	0,00%	0,00%	12,79%	0,64%
Giyim ve ayakkabı	7,43	0,35%	0,03%	9,03%	0,67%
Konut	15,93	0,16%	0,03%	6,63%	1,06%
Ev eşyası	8,02	0,62%	0,05%	11,09%	0,89%
Sağlık	2,66	1,21%	0,03%	9,43%	0,25%
Ulaştırma	14,31	0,79%	0,11%	6,19%	0,89%
Haberleşme	4,42	-0,10%	0,00%	1,19%	0,05%
Eğlence ve kültür	3,81	-0,28%	-0,01%	9,60%	0,37%
Eğitim	2,56	0,47%	0,01%	6,94%	0,18%
Lokanta ve oteller	7,47	0,65%	0,05%	12,26%	0,92%
Çeşitli mal ve hizmetler	4,73	0,87%	0,04%	12,39%	0,59%

Mart 2016 /Yİ ÜFE - Sektörler ve alt sektörler	Ağırlık (%)	Aylık Değ. (%)	Aylık ÜFE'ye etkisi	Yıllık Değ. (%)	Yıllık ÜFE'ye etkisi
TOPLAM	100,00	0,40%	0,40%	3,80%	3,80%
Madencilik ve taşocakçılığı	3,50	-0,26%	-0,01%	-2,37%	-0,08%
İmalat sanayi	87,28	0,63%	0,55%	5,03%	4,39%
Gıda ürünleri	20,42	0,29%	0,06%	4,28%	0,87%
Ana metaller	9,04	2,17%	0,20%	-4,67%	-0,42%
Tekstil ürünleri	5,93	0,16%	0,01%	10,42%	0,62%
Elektrikli teçhizat	5,58	0,52%	0,03%	10,26%	0,57%
Makine ve ekipmanlar b.y.s.	4,93	-0,03%	0,00%	11,42%	0,56%
Motorlu kara taşıtları, römork	5,14	0,12%	0,01%	8,24%	0,42%
Elektrik, gaz üretimi ve dağıtımı	8,13	-1,80%	-0,15%	-6,49%	-0,53%
Su temini; kanalizasyon, atık yönetimi ve iyileştirme faaliyetleri	1,08	0,06%	0,00%	8,90%	0,10%

Mart 2016 /Çekirdek TÜFE Enflasyon Göstergeleri	Aylık Değ. (%)	Yıllık Değ. (%)
(A) - Mevsimlik ürünler hariç	0,32%	8,03%
(B) - İşlenmemiş gıda ürünleri hariç	0,46%	8,48%
(C) - Enerji hariç	-0,14%	8,32%
(D) - İşlenmemiş gıda ürünleri ve enerji hariç	0,44%	9,67%
(E) - Enerji, alkollü içkiler ve tütün hariç	-0,14%	8,01%
(F) - Enerji, alkollü içkiler, tütün, fiyatları yönetilen/yönlendirilen diğer	-0,19%	7,95%
(G) - İşlenmemiş gıda ürünleri, enerji, alkollü içkiler, tütün, fiyatları	0,44%	9,38%
(H) - İşlenmemiş gıda ürünleri, enerji, altın, alkollü içkiler ve tütün hariç	0,45%	9,32%
(I) - Gıda, alkolsüz ve alkollü içecekler ile tütün ürünleri, enerji ve altın	0,41%	9,51%

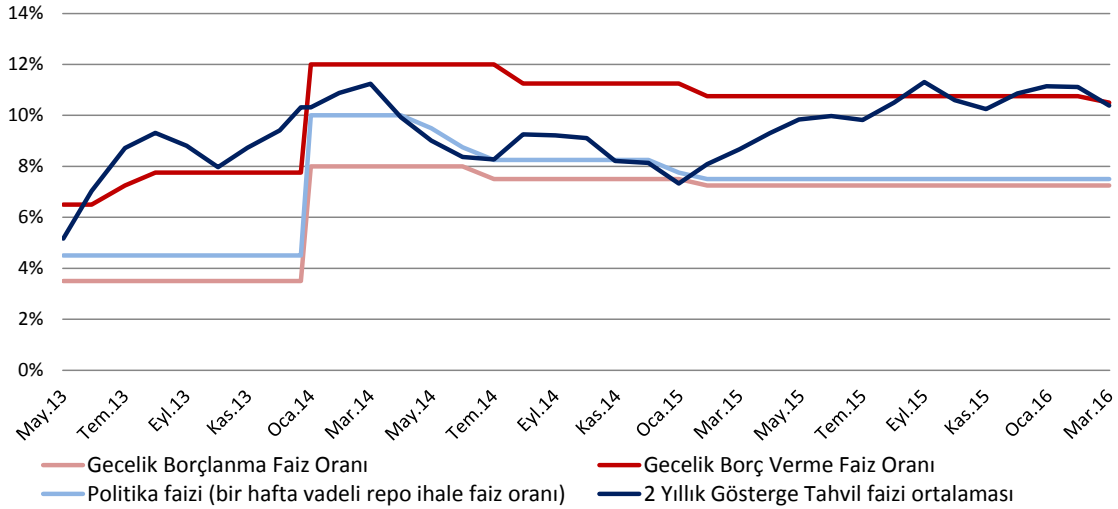
Kaynak: Bloomberg, BMD Araştırma

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU - 2016 II. Çeyrek

08.04.2016

TCMB PARA POLİTİKALARI

Son on iki ayda faizlerde herhangi bir değişikliğe gitmeyen TCMB, son toplantısında faiz koridorunun üst bandında 25 baz puan indirime gitti. Mart ayı toplantısında TCMB, geniş faiz koridoru ihtiyacının azaldığını tekrarlarak çekirdek enflasyonda sınırlı düşüş sebebiyle faiz koridorunun üst bandına 25 puandan fazla indirime gidilmediğine işaret etti. Bununla birlikte, kredi büyüme hızlarının makul düzeylerde seyretmekte olduğu, büyümede ılımlı artış ve cari işlemler dengesinde iyileşmenin yavaşlayarak da olsa devam etmesinin beklendiği belirtildi. Jeopolitik risklere rağmen güçlenen Avrupa ekonomilerinin ihracatımıza olumlu etki etmesi ve iç talebin de ılımlı seyretmesinin öngörüldüğü ifade edildi. Eylül ayından itibaren Dolar/TL'nin seyrinde oynaklığın azalmasının yanında cari açığı azaltma eğiliminin döviz talebini azaltıcı etkisinin beklendiği de belirtildi. Önümüzdeki dönemler PPK kararlarında enflasyondaki görünüme bağlı olarak sıkı duruşun devam edeceği vurgulandı. Mart ayı enflasyon verisinin beklentilerin altında gerçekleşmesi ve Nisan ayında da enflasyonda düşüşün devam etmesi beklentimiz sebebiyle önümüzdeki aylarda TCMB'nin faiz inirimlerine gitmesini beklemekteyiz. Bununla birlikte, Aralık ayı toplantısında ilk faiz artırımını gerçekleştiren Fed'in 2016 yılında yapabileceği faiz artırım miktarı ve sayısı konusunda beklentiler ise gerileme eğiliminde. Küresel piyasalardaki büyüme endişeleriyle 2016 yılında Fed'in beklendiği gibi faiz artırımını yapıp yapamayacağına yönelik belirsizliğin devam ediyor olması gelişmekte olan ülke para birimleri cinsi varlıklara para girişi sağlarken, bu ülkelerin faiz indirimine gitme kabiliyetini de artırıyor.



Kaynak: TCMB, Bloomberg, BMD Araştırma

TCMB FAİZ ORANLARI	Eki.15	Kas.15	Ara.15	Oca.16	Şub.16	Mar.16	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%	10,50%	Var
Gecelik Borçlanma Faiz Oranı	7,25%	7,25%	7,25%	7,25%	7,25%	7,25%	Yok
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
2 Yıllık Gösterge Tahvil faizi ortalaması	10,60%	10,25%	10,86%	11,14%	11,11%	10,38%	

Kaynak: TCMB, BMD Araştırma

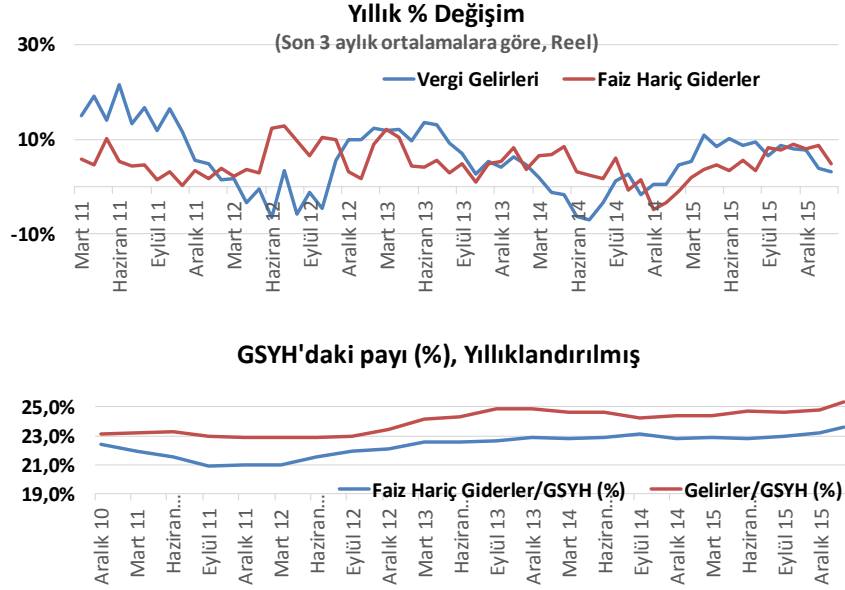
ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU - 2016 II. Çeyrek

08.04.2016

BÜTÇE

MERKEZİ YÖNETİM BÜTÇE GERÇEKLEŞMELERİ (Milyon TL)	BÜTÇE 2016	Gerçekleşme Şubat 2016 (Milyon TL)	(%)	Yıllık % Değişim	Gerçekleşme Ocak- Şubat 2016 (Milyon TL)	(%)	Yıllık % Değişim
BÜTÇE GİDERLERİ	570.507	42.308	8,4%	-0,5%	84.829	14,9%	7,6%
<i>Faiz Hariç Giderler</i>	<i>514.507</i>	<i>38.183</i>	<i>8,4%</i>	<i>7,2%</i>	<i>75.092</i>	<i>14,6%</i>	<i>12,2%</i>
Personel Giderleri	147.826	11.753	9,4%	20,2%	26.639	18,0%	18,6%
SGK Devlet Primi Giderleri	24.895	1.973	9,4%	17,7%	4.571	18,4%	18,9%
Mal ve Hizmet Alım Giderleri	46.891	3.489	7,7%	30,1%	5.345	11,4%	29,3%
Cari Transferler	217.674	18.654	10,2%	16,2%	34.641	15,9%	20,4%
Sermaye Giderleri	51.789	1.265	2,2%	-43,7%	1.500	2,9%	-62,8%
Sermaye Transferleri	7.522	247	2,4%	-79,3%	467	6,2%	-66,0%
Borç Verme	12.939	802	7,1%	-59,7%	1.929	14,9%	-17,4%
Yedek Ödenekler	4.972	0			0	0,0%	
<i>Faiz Giderleri</i>	<i>56.000</i>	<i>4.125</i>	<i>7,8%</i>	<i>-40,1%</i>	<i>9.737</i>	<i>17,4%</i>	<i>-18,2%</i>
BÜTÇE GELİRLERİ	540.819	44.724	9,3%	11,4%	91.444	16,9%	13,9%
<i>Genel Bütçe Gelirleri</i>	<i>528.317</i>	<i>42.506</i>	<i>9,1%</i>	<i>11,1%</i>	<i>87.684</i>	<i>16,6%</i>	<i>13,7%</i>
Vergi Gelirleri	459.150	38.361	9,4%	10,8%	78.047	17,0%	12,3%
Vergi Dışı Diğer Gelirler	69.167	4.144	7,2%	13,3%	9.637	13,9%	26,3%
Özel Bütçeli İdarelerin Öz Gelirleri	8.733	1.212	8,0%	51,4%	2.294	26,3%	43,5%
Düzen. ve Denet. Kurumları Gelirleri	3.768	1.006	28,7%	-7,1%	1.467	38,9%	-4,9%
BÜTÇE FAZLASI (+)/AÇIĞI (-)	-29.688	2.417	-10,7%	-202,5%	6.615	-22,3%	369,2%
FAİZ DIŞI FAZLA (+)/AÇIĞI (-)	26.312	6.541	21,5%	44,4%	16.352	62,1%	22,8%

Kaynak: Bloomberg, TC Maliye Bakanlığı, BMD Araştırma



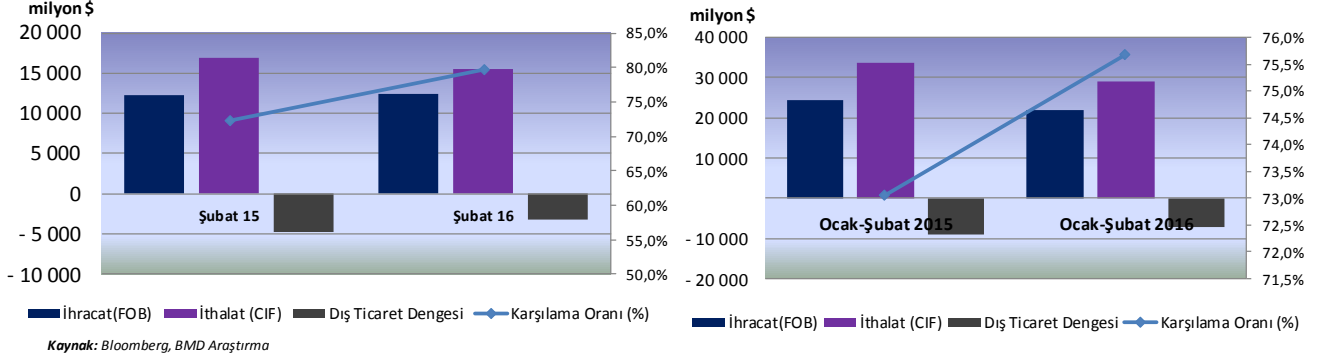
Kaynak: Bloomberg, TÜİK, BMD

Yılın ilk iki ayında bütçe fazlası geçen yılın aynı döneminin 5,2 milyar TL üzerinde ve 6,6 milyar TL olarak gerçekleşti. Bu dönemde faiz hariç giderlerdeki yüzdesel artış vergi gelirlerine yaklaştıkça, faiz giderlerindeki düşüş ile vergi dışı gelirlerdeki artış bütçe dengesini olumlu etkiledi. Geçtiğimiz yıl Kasım ayında yapılan seçimler öncesinde faiz hariç giderlerdeki reel artışta yükseliş söz konusu olmuştu. Şubat ayında ise burada keskin bir düşüş yaşanmasını olumlu bulmaktayız. Vergi gelirleri tarafında ise kurlardaki artışı göz önüne aldığımızda yılın ilk iki ayında dolaysız vergiler ve dahilde alınan dolaylı vergilerin dış ticaretten alınan dolaylı vergilerden daha iyi performans sergilediğini söyleyebiliriz. Yıl geneli için bütçe hedefine ulaşılmasında iç talep koşullarının seyri belirleyici olacaktır. Bütçe Dengesi/GSYH oranı ise Şubat ayı itibarıyla negatif %0,9 ile son OVP'de negatif %1,3'e revize edilen seviyenin üzerinde bulunuyor.

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU - 2016 II. Çeyrek

08.04.2016

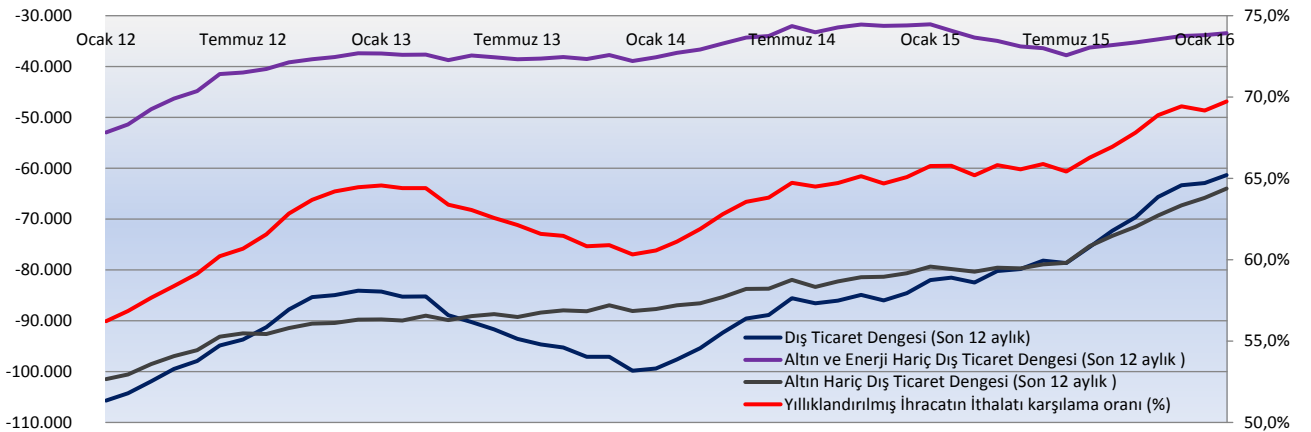
DIŞ TİCARET



Yıllıklandırılmış dış ticaret açığındaki düşüş Şubat ayında da devam etti. Şubat ayı verilerine göre son 12 aylık altın ve enerji hariç dış ticaret açığında da son 7 aydır sürekli iyileşme olmasını olumlu bulmaktayız. Ancak, ihracat pazarlarımıza baktığımızda yılın ilk iki ayında Rusya'ya yapılan ihracatımızda %66,9 düşüş dikkat çekerken; AB'ye olan ihracatımızda ise %0,4 artış olduğu görülüyor. Yılın ilk iki ayında Avrupa Birliği'nin ihracatımızdaki payı ise geçtiğimiz yılın aynı dönemiyle karşılaştırıldığında %42,6'dan %47,7'ye yükselmiş bulunuyor.

2016 yılının ilk iki ayı itibarıyla dış ticaret açığında önceki yılın aynı dönemine göre %22 iyileşme var; ancak, bu durum enerji maliyetlerinde düşüş ve dış ticaret hacmindeki daralmadan kaynaklanıyor. Karşılaştırılan dönemlerde ihracat ve ithalat sırasıyla %10,5 ve %13,6 azaldı. Bu dönemde dış ticaret açığındaki iyileşmeye parasal olmayan altın dış ticaret fazlasında azalma olumsuz, enerji dış ticaret açığında azalma ise olumlu etki etti. Bu dönemde enerji fiyatlarındaki gerilemeden dolayı enerji dış ticaret açığı %42,2 geriledi. Küresel enerji fiyatlarında hızlı yukarı dönüş yaşanmaması halinde bu durumun yılın son çeyreğine kadar devam etmesini beklemekteyiz. İhracattaki azalmaya Euro/Dolar paritesindeki değer kaybının etkisi de olumsuz oldu. Ancak Mart ayından itibaren Euro/Dolar paritesinin olumsuz etkisinin neredeyse hissedilmeyeceğini söyleyebiliriz. 2016 yılında Euro'nun Dolar karşısında 2015'e göre daha güçlü seyretmesi ve Avrupa ekonomilerinde toparlanmanın hızlanmasının dış ticaret dengemizi iyileştirici etkisinin olmasını beklemekteyiz.

Yıllıklandırılmış Dış Ticaret Açığı (mn \$)



ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU - 2016 II. Çeyrek

08.04.2016

ÖDEMELER DENGESİ

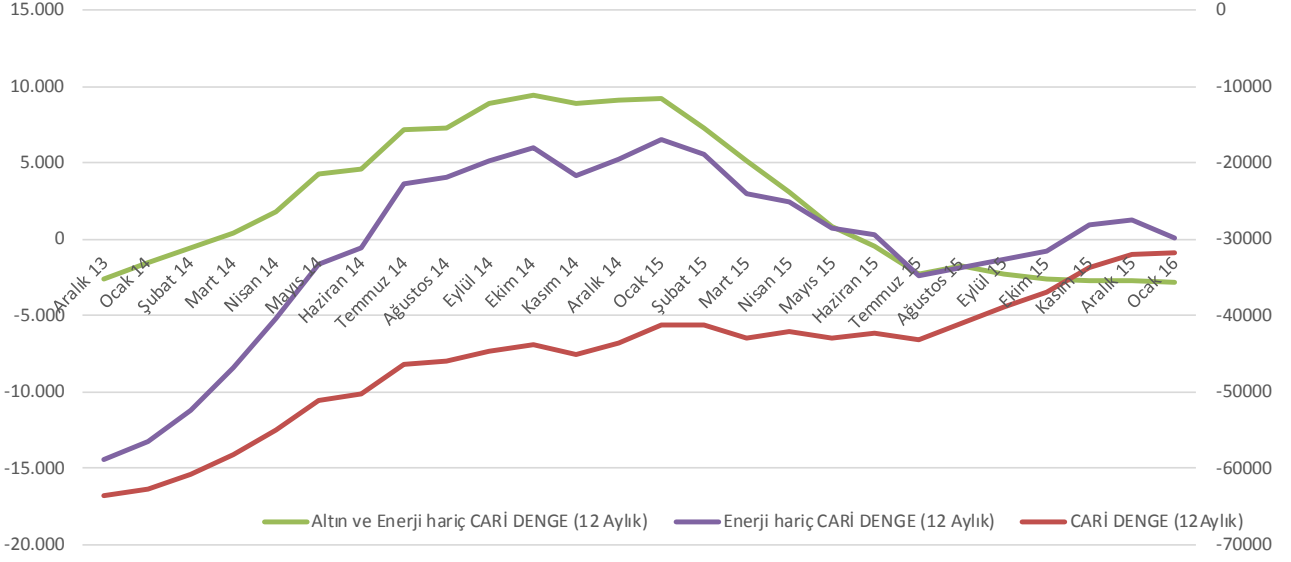
Ocak ayında yıllıklandırılmış cari açık önceki aya göre 0,22 milyar \$ azalarak 31,9 milyar \$ oldu. Geçen yılın aynı ayına göre 12 aylık cari açığa ise 9,28 milyar \$ iyileşme var ve burada 12 aylık enerji ve altın dış ticaret açıklarında sırasıyla 15,7 ve 5,57 milyar\$'lık iyileşmenin etkili olduğu görülüyor. Oysaki altın enerji hariç 12 aylık cari açık geçen yılın Ocak ayına göre 12 milyar \$ kötüleşmiş. Bunun 7,3 milyar \$'lık kısmı enerji hariç mal ticaretindeki kötüleşmeden ve 3,2 milyar \$'lık kısmı da seyahat gelirlerindeki düşüştan kaynaklanmış. Son OVP'de yılın tamamı için hedeflenen cari açık 36,7'den 28,6 milyar \$'a revize edildi. Petrol fiyatlarının 40\$ ortalama fiyat seviyelerinde yılı tamamlaması durumunda hedefe ulaşılabilceği fikrindeyiz. Diğer yandan, Ocak ayında turizm gelirlerinde 215 milyon\$ düşüş var ve mevcut jeopolitik risklerin devamı halinde turizm gelirlerindeki kötüleşme cari açığımızı artırabilir. Nitekim yılın ilk iki ayında ülkemizi ziyaret eden yabancı sayısı geçen yılın aynı döneminin %8,5 altında ve ziyaretçi sayı olarak en fazla düşüş %54,4 düşüşle Rusya ile yaşandı. Yıllıklandırılmış cari açığımızın finansman tarafında son 12 ayda; doğrudan yatırımlarda 4,37 milyar \$ artış olmuş olmasına rağmen, portföy yatırımlarındaki 39,85 milyar \$'lık azalma dikkat çekiyor. Diğer yandan Şubat ve Mart aylarında hisse senedi ve DİBS'lere toplamda 3 milyar\$'a yakın para girişi var. Son verilere göre Cari Açığımızın GSYH'ya oranı -%4,6 seviyesinde bulunuyor.

(MİLYON \$)	2014	Oca.15	2015	Oca.16	SON 12AY 2015	SON 12AY 2016
1.CARİ İŞLEMLER HESABI	-43.552	-2.443	-32.105	-2.227	-41.170	-31.889
<i>Altın Ticareti Hariç Cari Açık</i>	<i>-39.656</i>	<i>-3.519</i>	<i>-36.059</i>	<i>-2.270</i>	<i>-38.525</i>	<i>-34.810</i>
Dış Ticaret Dengesi	-63.597	-3.095	-47.909	-2.845	-61.491	-47.659
<i>Net Parasal Olmayan Altın Ticareti</i>	<i>-3.896</i>	<i>1.076</i>	<i>3.954</i>	<i>43</i>	<i>-2.645</i>	<i>2.921</i>
Hizmetler Dengesi	26.768	1.109	24.015	957	27.040	23.863
<i>Net Seyahat Gelirleri</i>	<i>24.480</i>	<i>967</i>	<i>21.248</i>	<i>785</i>	<i>24.541</i>	<i>21.066</i>
Birincil Gelir Dengesi	-8.130	-459	-9.527	-434	-8.104	-9.502
İkincil Gelir Dengesi	1.407	2	1.316	95	1.385	1.409
2.SERMAYE HESABI	-70	-2	-21	15	-50	-4
3. FİNANS HESABI	-42.062	-2.642	-22.782	-3.336	-42.175	-23.476
Doğrudan Yatırımlar	-5.476	-1.536	-11.666	-280	-6.038	-10.410
<i>Gayrimenkul</i>	<i>4.321</i>	<i>257</i>	<i>4.156</i>	<i>250</i>	<i>4.246</i>	<i>4.149</i>
Portföy Yatırımları	-20.104	-1.590	15.468	1.167	-21.622	18.225
<i>Yabancıların Net Menkul Kıymet Alımı</i>	<i>2.929</i>	<i>225</i>	<i>-10.065</i>	<i>-354</i>	<i>4.577</i>	<i>-10.644</i>
<i>Hisse Senedi</i>	<i>2.559</i>	<i>506</i>	<i>-2.395</i>	<i>-261</i>	<i>3.383</i>	<i>-3.162</i>
<i>DİBS</i>	<i>370</i>	<i>-281</i>	<i>-7.670</i>	<i>-93</i>	<i>1.194</i>	<i>-7.482</i>
<i>Bankaların Tahvil İhracı</i>	<i>10.396</i>	<i>95</i>	<i>-673</i>	<i>-508</i>	<i>10.061</i>	<i>-1.276</i>
<i>Hükümet'in Eurobond İhracı</i>	<i>4.202</i>	<i>1.500</i>	<i>250</i>	<i>0</i>	<i>4.952</i>	<i>-1.250</i>
Diğer Yatırımlar	-16.014	-3.533	-14.753	-4.186	-23.864	-15.406
<i>Net Dış Borçlanma - Bankalar</i>	<i>11.837</i>	<i>1.407</i>	<i>4.850</i>	<i>53</i>	<i>14.464</i>	<i>3.496</i>
<i>Uzun Vade</i>	<i>3.758</i>	<i>1.438</i>	<i>-21.366</i>	<i>39</i>	<i>7.098</i>	<i>-22.765</i>
<i>Kısa Vade</i>	<i>8.079</i>	<i>-31</i>	<i>26.216</i>	<i>14</i>	<i>7.366</i>	<i>26.261</i>
<i>Net Dış Borçlanma - Reel Sektör</i>	<i>6.086</i>	<i>801</i>	<i>10.857</i>	<i>1.038</i>	<i>6.455</i>	<i>11.094</i>
<i>Uzun Vade</i>	<i>300</i>	<i>637</i>	<i>143</i>	<i>776</i>	<i>850</i>	<i>282</i>
<i>Kısa Vade</i>	<i>5.786</i>	<i>164</i>	<i>10.714</i>	<i>262</i>	<i>5.605</i>	<i>10.812</i>
<i>Yurtdışı Bankalardaki Mevduatlar</i>	<i>-954</i>	<i>2.976</i>	<i>9.942</i>	<i>2.440</i>	<i>2.933</i>	<i>9.406</i>
Rezerv Varlıklar	-468	4.017	-11.831	-37	9.349	-15.885
4. NET HATA NOKSAN	1.560	-197	9.344	-1.124	-955	8.417
TOPLAM FİNANSMAN İHTİYACI (1+2+4)	-42.062	-2.642	-22.782	-3.336	-42.175	-23.476
TOPLAM FİNANSMAN (3)	42.062	2.642	22.782	3.336	42.175	23.476

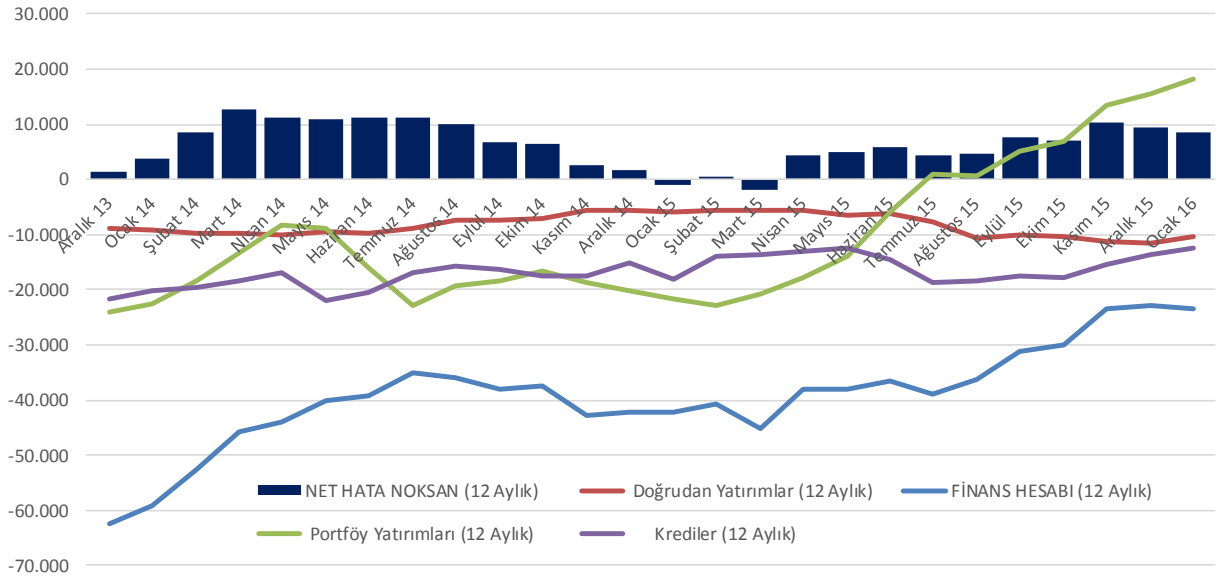
Kaynak: Bloomberg, BMD Araştırma

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU - 2016 II. Çeyrek

08.04.2016



ml\$ **Kaynak: Bloomberg, BMD Araştırma**



ml\$ **Kaynak: Bloomberg, BMD Araştırma**

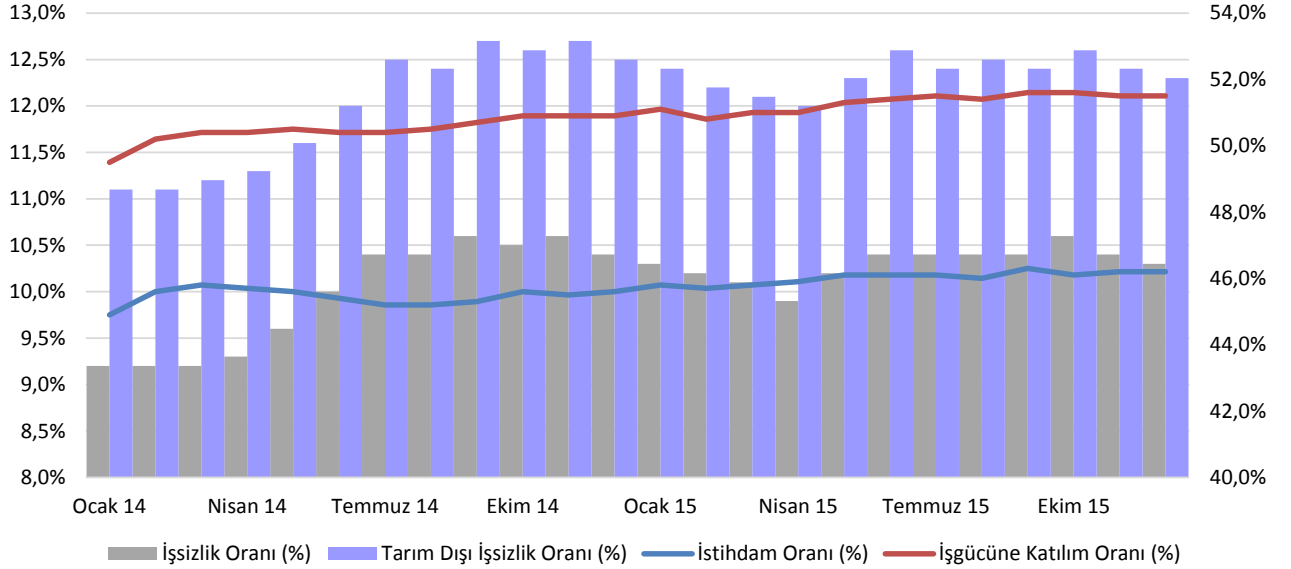
ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU - 2016 II. Çeyrek

08.04.2016

İSTİHDAM

Aralık ayında mevsimsellikten arındırılmış işsizlik oranı %10,3 ile son OVP'de öngörülen %10,2'in üzerinde gerçekleşirken geçen yılın aynı ayındaki %9,9 seviyesinin de üzerinde kaldı. Diğer yandan 2015 yılında ortalama işsizlik oranı %10,3 ile 2014 yılındaki ortalama %10'dan yüksek oldu. 2015 yılı Aralık ayı verilerine göre son yılda 806 bin ilave istihdam yaratılırken, istihdam oranı %44,7'den %45,4'e; iş gücüne katılım oranı da %50,2'den %50,9'a yükseldi. Aralık 2015 itibarıyla Mevsimsellikten arındırılmış işsizlik oranı ise önceki ayki %10,4 seviyesinden %10,3'e geriledi. Son ayda mevsimsellikten arındırılmış istihdam ve işgücüne katılım oranı önceki aya göre değişmeyerek %46,2 ve %51,5 oldu. 2016 yılında ise mevcutta zaten artış eğiliminde olan işsizlik oranına, asgari ücret artışının yanında mültecilerin yasal zeminde çalışma olanağı elde etmelerinin olumsuz etki etmesi beklenebilir. Sonuç olarak, 2016 yılında işgücüne katılım oranındaki artışın istihdam artışından hızlı olmaya devam etmesiyle işsizlik oranındaki yukarı yönlü eğilimin devam etmesini beklemekteyiz.

Mevsimsellikten Arındırılmış İşgücü Verileri



Kaynak: Bloomberg, BMD Araştırma

Mevsimsellikten arındırılmış veriler	Temmuz 15	Ağustos 15	Eylül 15	Ekim 15	Kasım 15	Aralık 15
İstihdam (bin kişi)	26.698	26.676	26.856	26.821	26.886	26.953
<i>İstihdam değişim (%)</i>	0,3%	-0,1%	0,7%	-0,1%	0,2%	0,2%
Tarım Dışı İstihdam (bin kişi)	21.200	21.135	21.323	21.380	21.502	21.524
İşgücü (bin kişi)	29.797	29.774	29.970	29.989	30.006	30.046
<i>İşgücü değişim (%)</i>	0,2%	-0,1%	0,7%	0,1%	0,1%	0,1%
İstihdam Oranı (%)	46,1%	46,0%	46,3%	46,1%	46,2%	46,2%
İşgücüne Katılım Oranı (%)	51,5%	51,4%	51,6%	51,6%	51,5%	51,5%
İşsizlik Oranı (%)	10,4%	10,4%	10,4%	10,6%	10,4%	10,3%
Tarım Dışı İşsizlik Oranı (%)	12,4%	12,5%	12,4%	12,6%	12,4%	12,3%
Genç Nüfus İşsizlik Oranı (%)	19,1%	18,5%	18,5%	18,9%	18,5%	18,1%

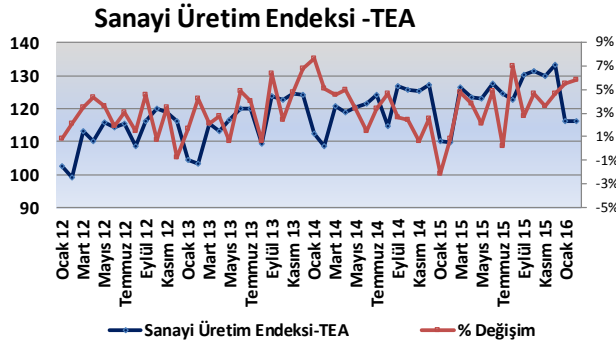
Kaynak: Bloomberg, BMD Araştırma

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU - 2016 II. Çeyrek

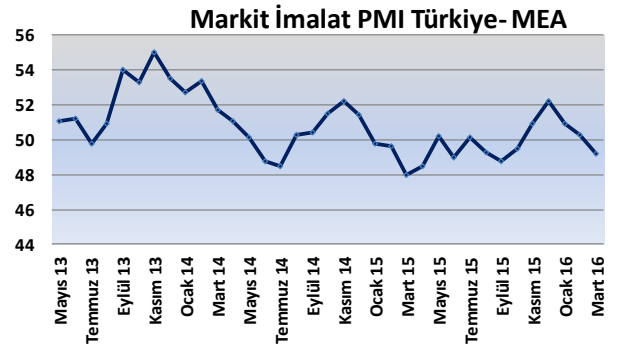
08.04.2016

SANAYİ ÜRETİMİ

Şubat ayında takvim etkisinden arındırılmış sanayi üretim endeksi geçen yılın aynı ayına göre %5,8 arttı ve 116 seviyesinde bulunuyor. Yılın ilk çeyreğinde geçen yılın aynı dönemine göre kapasite kullanım oranı ve reel kesim güven endeksindeki artışlar da sanayi üretimindeki artışı destekliyor. Diğer yandan, mevsim etkisinden arındırılmış Markit İmalat PMI verilerine baktığımızda Aralık ayında ulaşılan son 13 ayın en yüksek seviyesinden sonraki aylarda kademeli olarak gerileme olduğu görülüyor. Ancak, Mart ayı itibarıyla 49,2 seviyesinde bulunan Markit İmalat PMI endeksi yine de hem geçen yılın aynı ayındaki 48 seviyesinin hem de çeyreklik ortalama olarak geçen yılın üzerinde bulunuyor. Sonuç olarak, sanayi üretimi, PMI İmalat ve kapasite kullanım oranı verilerinin yılın ilk çeyrek büyümesinde imalat sanayinin etkisinin güçlü olmaya devam edeceğine işaret ettiğini söyleyebiliriz.



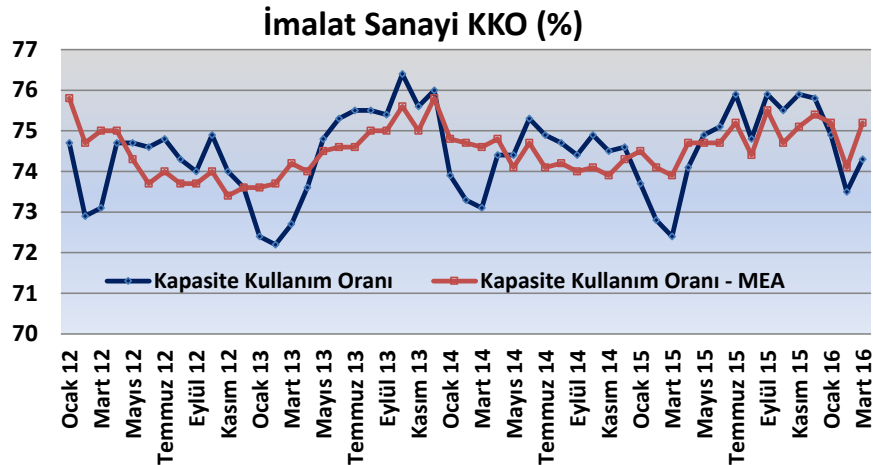
Kaynak: Bloomberg, BMD Araştırma



Kaynak: Bloomberg, BMD Araştırma

KAPASİTE KULLANIM ORANI

Yılın ilk çeyreğinde kapasite kullanım oranı geçen yılın aynı döneminin 1,27 puan (%1,7) üzerinde seyretti. Mart ayı itibarıyla 74,3 seviyesinde bulunan kapasite kullanım oranı önceki yılın aynı ayının ise %2,6 üzerinde bulunuyor. 2015 yılı ortalaması ise önceki yılın 0,37 puan üzerinde gerçekleşmişti ve burada yılın ikinci yarısındaki iyileşme etkili olmuştu. 2016 yılı ilk çeyreğinde ise 2015'in ikinci yarısındaki iyileşmeden fazla bir yükseliş yaşandı. Bu durumun 2016 yılı imalat sanayi büyüme verisi için olumlu sinyal verdiğini söyleyebiliriz.

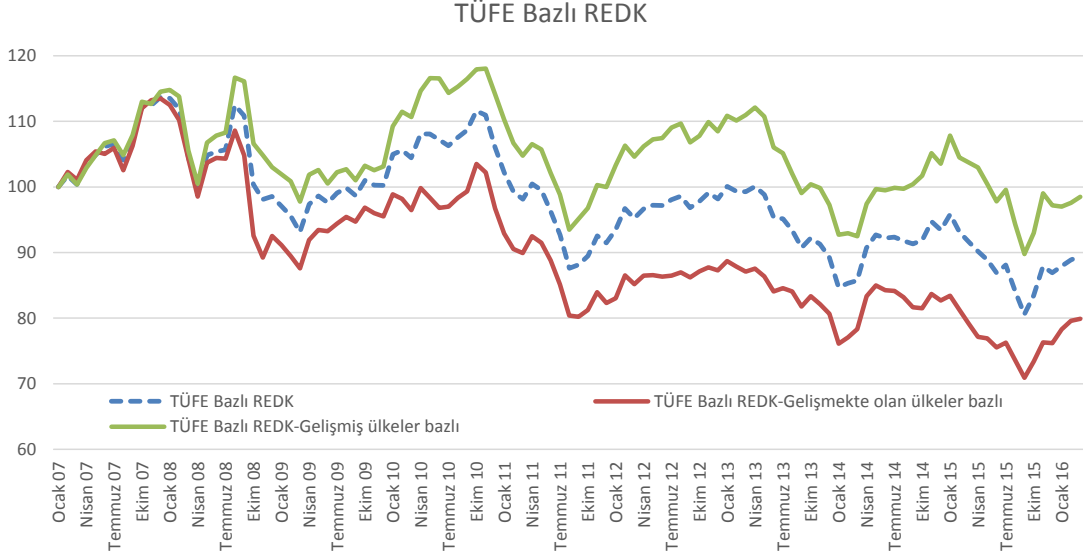


Kaynak: Bloomberg, BMD Araştırma

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU - 2016 II. Çeyrek

08.04.2016

REEL EFEKTİF DÖVİZ KURU ENDEKSİ



Mart ayında TÜFE bazlı Reel Efektif Döviz Kuru Endeksi bir önceki aya göre %0,7 artarken, önceki yılın aynı ayına göre ise %2,3 azaldı. Yıllık olarak gelişmiş ülkeler TÜFE bazlı REDK endeksinde düşüş (-%5,1), gelişmekte olan ülkeler TÜFE bazlı REDK endeksinde ise artış (%0,9) olarak gerçekleşti. Diğer taraftan, çeyreklik olarak açıklanan gelişmiş ülkeler birim işgücü maliyeti bazlı REDK endeksinde 2015 yılında önceki yıla göre ortalama %3,3 artış söz konusu.

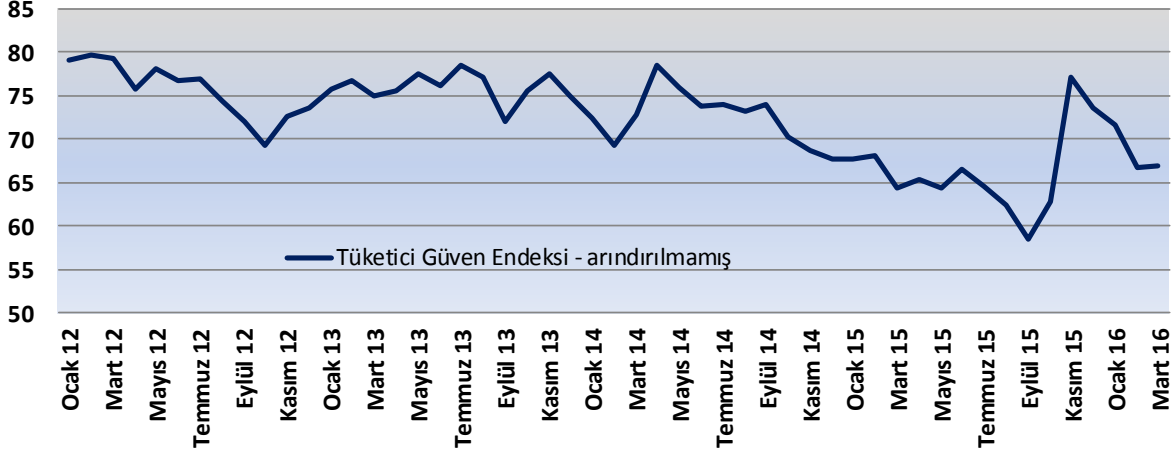
GÜVEN ENDEKSLERİ

2015 yılını genel ekonomik duruma ilişkin iyimserlik seviyesi olan 100'ün hafif üzerinde tamamlayan Ekonomik Güven Endeksi, Mart ayı itibarıyla geçtiğimiz yılın aynı ayındaki seviyesinin altında seyrediyor. Tüketici, imalat sanayi (reel kesim), hizmet, perakende ticaret ve inşaat sektörleri güven endekslerinin ağırlıklandırılmasıyla oluşan Ekonomik Güven Endeksi Mart ayı itibarıyla 2015 yılının aynı ayındaki 84,1 seviyesinden 78,3'e (%6,9) geriledi. Mart ayı verilerine göre Tüketici Güven Endeksi, Reel Kesim Güven Endeksi ve Perakende Ticaret Güven Endeksi geçtiğimiz yılın aynı ayının sırasıyla %4,1, %2,4 ve %4,9 üzerinde; Hizmet ve İnşaat sektörü Güven Endeksleri ise sırasıyla %7,2 ve %2,4 altında bulunuyor. Kasım ayında seçim belirsizliğinin ortadan kalkmasıyla son 2 yılın en yüksek seviyesine ulaşan Ekonomik Güven Endeksinde daha sonraki üç ayda sert düşüşler yaşandı. Mart ayında hafif toparlanma olduysa da Endeks hala Kasım ayındaki seviyesinin %25 altında. Endeksin bileşenlerine baktığımızda son durum itibarıyla Perakende Ticaret Sektörü Güven Endeksinin Kasım ayındaki seviyesinin %10,3 üzerinde seyretmesi dikkat çekiyor. Reel Kesim Güven endeksi hariç diğer endeksler ise Kasım ayının altında seyrediyor.

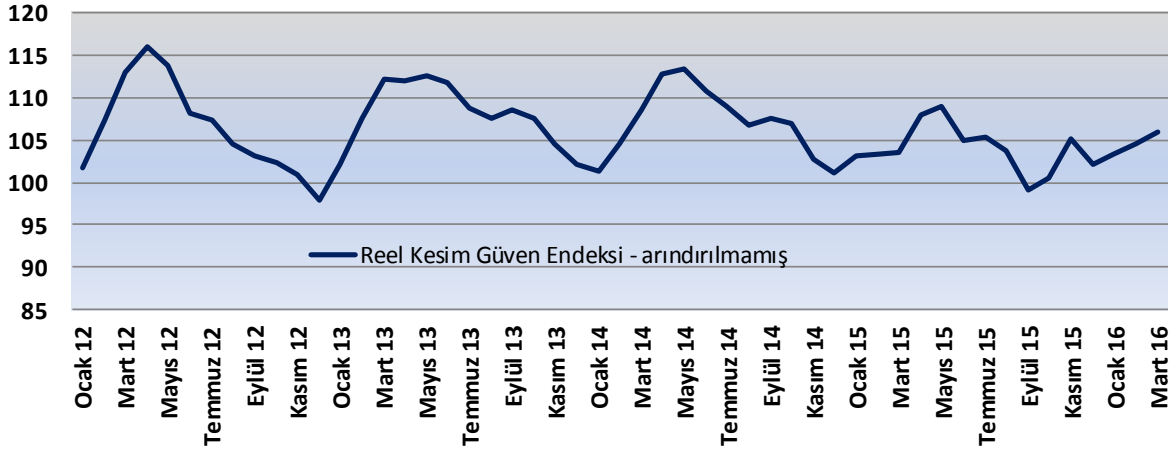
ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU - 2016 II. Çeyrek

08.04.2016

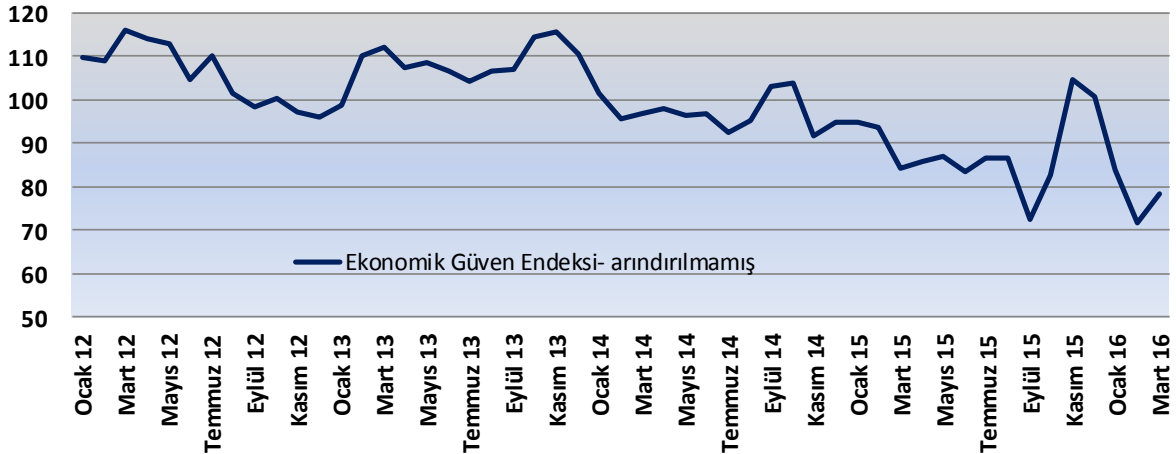
Tüketici Güven Endeksi



Reel Kesim Güven Endeksi



Ekonomik Güven Endeksi

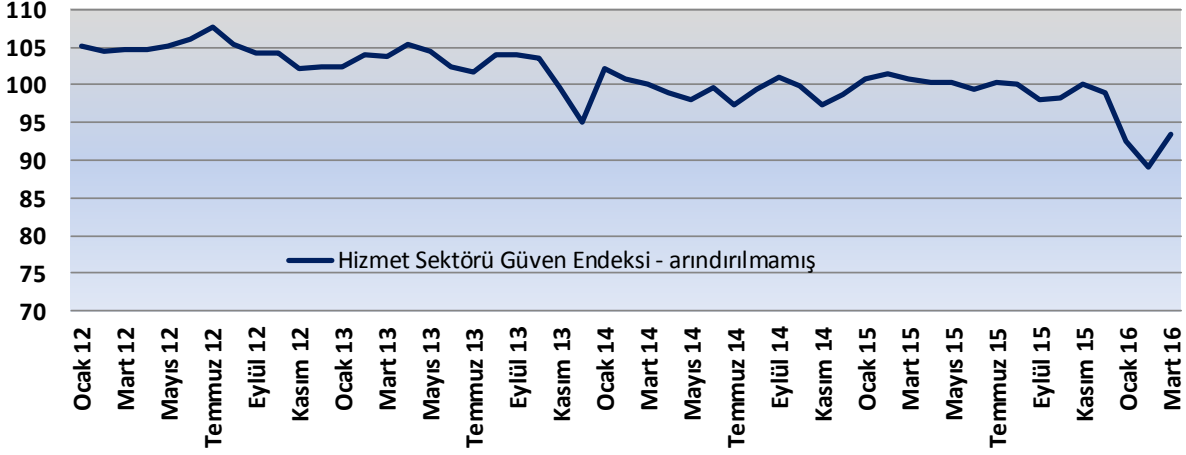


Kaynak: Bloomberg, TÜİK, BMD Araştırma

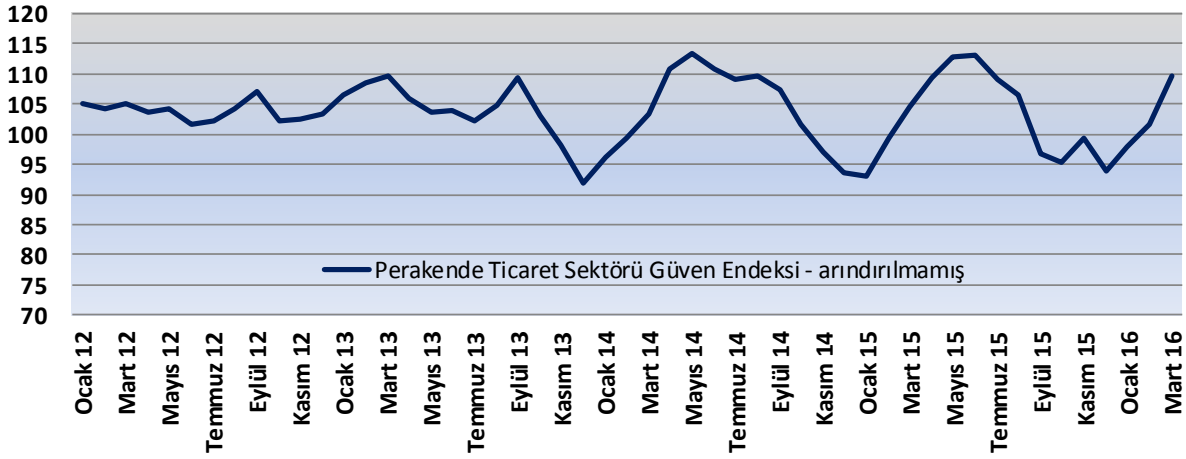
ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU - 2016 II. Çeyrek

08.04.2016

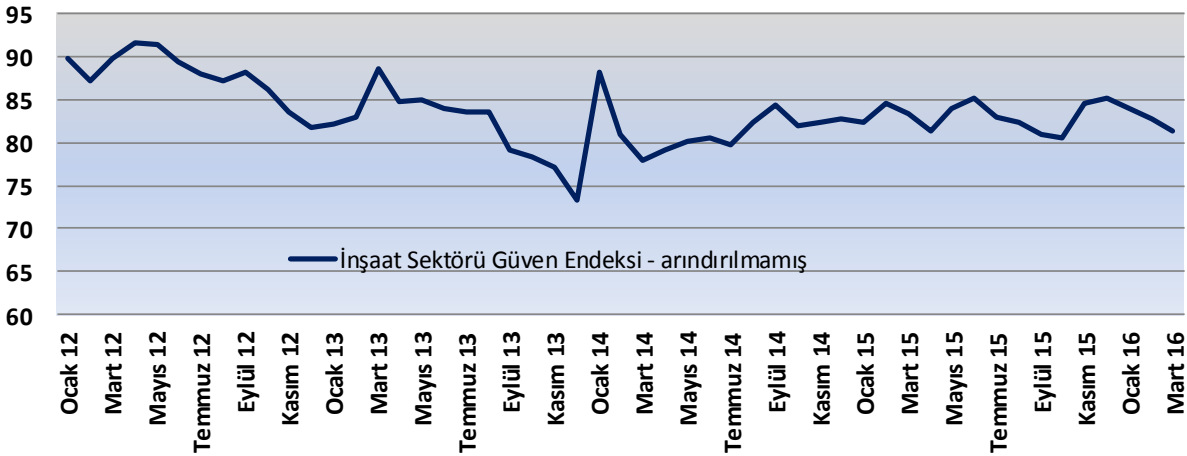
Hizmet Sektörü Güven Endeksi



Perakende Ticaret Sektörü Güven Endeksi



İnşaat Sektörü Güven Endeksi



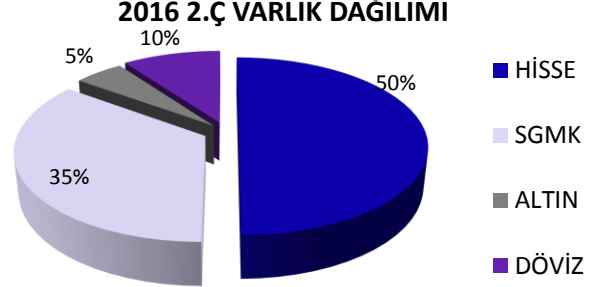
Kaynak: Bloomberg, TÜİK, BMD Araştırma

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU - 2016 II. Çeyrek

08.04.2016

VARLIK YÖNETİM MODELİ (VYM)

2016 2.Ç VARLIK DAĞILIMI				
BİST-SIN	HİSSE	SGMK	ALTIN	DÖVİZ
90000 ve üzeri	45	40	5	10
85000 - 90000	45	35	10	10
80000 - 85000	50	35	5	10
75000 - 80000	55	30	5	10
75 000 ve altı	50	30	10	10



2016 yılı ikinci çeyreği için BİST Sınai Endeksinin şu anda seyretmekte olduğu 80-85 bin bandında hareketine devam etmesi durumunda, hisse senedine %50, sabit getirili menkul kıymetlere (SGMK) %35, altına %5 ve döviz sepetine %10 ağırlık verilerek VYM portföyümüzü çeşitlendirmekten yanayız. Sınai endeksi bu bantta hareket ederken önceki çeyrekte VYM portföyümüzü %40 hisse, %45 SGMK, %5 kıymetli madenler ve %10 döviz sepeti olarak belirlemiştik. Bu çeyrekte ise model portföyümüzdeki Kıymetli Madenler ve Döviz Sepeti ağırlıklarını değiştirmeden, hisse senedi ağırlığını %10 artırmaktayız. Hisse senedi ağırlığımızı artırmamızın nedeni küresel büyümede zayıflama endişelerinin hisse senetleri piyasalarında aşağı yönde yeterince fiyatlandığı görüşümüzle birlikte 2016 yılında Fed'in faiz artırımı hızında yavaşlama beklememiz. Diğer yandan, terör konusundaki gelişmeler Türkiye'nin dış ve iç barışıyla birlikte yurtdışındaki algısını etkileyerek hisse senetleri piyasaları üzerindeki risk oluşturabilir. Bu çeyrekte VYM'de yapılan diğer bir değişiklik ise kıymetli madenler içerisinde gümüşü çıkarmamız oldu. Bundan sonraki çeyreklerde de VYM'de kıymetli maden olarak sadece altına yatırım yapılmasını karar verdik. Önceki çeyrekte %11,7 getiren altın fiyatlarında önümüzdeki çeyrekte önemli bir hareket beklememekteyiz. Döviz tarafında ise yılın ilk çeyreğinde %1,2 değer kaybı yaşandı ve önümüzdeki çeyrekte sınırlı değer kazançları yaşanabileceği görüşündeyiz. Sınai Endeksinin 85 bin seviyesinin üzerinde en az on gün art arada işlem görmesi durumunda Hisse Senedi ağırlığının %5 azaltılıp kıymetli madenler ağırlığının %35'ten %40'a yükseltilmesinin yerinde olacağı görüşündeyiz. Son 4 çeyrekte VYM portföyümüz yıllık %15,73 getiri ile yıllık sabit getirili MK'ler getirisi ve enflasyon oranının üzerinde performans sergilemiştir. Uygulamaya geçirildiği 18/08/2011 tarihinden bu yana VYM portföyümüzün kümülatif getirisi %74,92 ve yıllık ortalama bileşik getirisi ise %12,86'dır.

BMD VARLIK YÖNETİM MODELİ KARŞILAŞTIRMALI PERFORMANSI													
Önerilen Varlık	Risk (β)	Yıllık Beklenen Getiri (%) *	Önerilen Ağırlık**				Dönemsel Getiri				Son 4 Çeyrek Getiri	Kümülatif Getiri (18/08/2011-31/03/2016)	
			2015 2.Çeyrek	2015 3.Çeyrek	2015 4.Çeyrek	2016 1.Çeyrek	2015 2.Çeyrek	2015 3.Çeyrek	2015 4.Çeyrek	2016 1.Çeyrek			
Hisse Senedi (BMD Mali Sektör Dışı Hisse Portföyü)	0,77	14,3%	31%	33%	42%	49%	0,71%	-1,39%	-4,12%	21,95%	16,11%	153,65%	
Sabit Getirili Varlık	0,02	10,1%	49%	45%	38%	36%	2,64%	2,87%	2,87%	2,87%	11,75%	54,58%	
Döviz (%50 Dolar - %50 Euro)	0,00	10,0%	14%	15%	10%	10%	4,77%	12,94%	-4,87%	-1,20%	11,21%	42,30%	
Kıymetli Madenler (%50 GOLDP - %50 SLVRP)	-0,09	9,5%	6%	7%	10%	5%	0,05%	5,48%	-8,51%	8,94%	5,18%	-17,31%	
BMD Varlık Yönetim Modeli	0,28	11,6%	100%	100%	100%	100%	2,18%	3,16%	-2,01%	12,04%	15,73%	74,92%	
* Sermaye piyasası araçları için Yıllık Beklenen Getiri hesaplamalarımızda Risksiz Getiri Oranı %10 ve Piyasa Risk Primi %5,5 olarak varsayılmıştır.											Yıllık Getiri***	BMD Varlık Yönetim Modeli	
** Modelimizdeki varlıkların ağırlıkların 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 bantın dışında en az 10 gün arka arkaya işlem görmesidir.											Enflasyon (TÜFE):	7,46%	Son Yıl Getiri
*** 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:	9,54%	15,73%
											BMD Hisse Portföyü:	16,11%	Yıllık Ortalama Bileşik Getiri
											Sabit Getirili MK'ler:	11,75%	
											Döviz Sepeti:	11,21%	
											Kıymetli Madenler:	5,18%	12,86%

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU - 2016 II. Çeyrek

08.04.2016

HİSSE SENEDİ (%50)

2016 yılının birinci çeyreğinde küresel piyasalara FED'in güvercin tondaki yaklaşımları ve Çin ekonomik büyümesine dair endişeler yön verirken; Türkiye ile Rusya arasında yaşanan uçak krizi sonrası dip seviyelere inen BIST 100'de ise yukarı yönlü hareketler yaşandı. İlk çeyrekte ABD Merkez Bankası'nın yaklaşık on yıl aradan sonra faiz artırımına gitmesi sonrası nasıl bir faiz politikası izleyeceği piyasalarda en önemli gündem maddesi olarak öne çıktı. FED 15-16 Aralık tarihlerindeki FOMC toplantısında yüzde 0-0,25 aralığındaki politika faizlerini yüzde 0,25 yükselterek tavanı yüzde 0,50'ye çıkarmıştı. FED ilk çeyrekte beklentilerin aksine faiz oranlarında değişikliğe gitmeyip faizi sabit tuttu. Ayrıca kademeli faiz artışına vurgu yapan FED 2016 yılında 4 faiz artışının olabileceğini ön gördüklerini belirtmişti. Ancak yılın ikinci toplantısında 2016'da faiz artış tahminini 4'ten 2'ye indirdi. FED kanadından yapılan açıklamalarda Çin ekonomik büyümesine dair endişeler, ABD'de zayıf dördüncü çeyrek bilançoları ve bunun sermaye harcamaları ile istihdam üzerindeki etkisinin küresel piyasalarda çalkantılara sebep olduğu belirtildi. Yaşanan bu gelişmelerle beraber ABD ve Avrupa borsaları dalgalı seyrederken gelişen ülke piyasaları yukarı yönlü hareket etti. Öte yandan AMB 2015'in son çeyreğinde belirttiği gibi parasal genişleme programına devam etti. Ayrıca Avrupa Merkez Bankası son gerçekleştirdiği toplantısında faiz oranlarında indirime gitti. Refinansman operasyon oranını yüzde 0,05'ten yüzde 0,00'a çeken AMB varlık alım miktarını 60 milyar avrodan 80 milyar avroya çıkardı. Rus savaş uçağının düşürülmesi sonrası artan tansiyonla beraber 69.000 seviyelerine kadar gerileyen BIST 100 endeksi, ilk çeyrek boyunca yukarı yönlü hareket ederek 83.000 seviyelerinin üzerine kadar çıktı. 2016 ikinci çeyrekte FED'in beklenen faiz artışlarına gidip gitmeyeceği, AMB'nın genişleme politikasının etkileri, TCMB'nin para politikasında sadeleşmeye ne zaman başlanacağı piyasaların yönü üzerinde etkili olacağı benziyor. Diğer yandan ilk çeyrekte AMB'nın faiz oranlarında indirime giderek varlık alım miktarını artırmasının ve ikinci çeyrekte de genişleme politikasını sürdürmesinin döviz piyasalarının seyrini yakından etkileyeceğini söyleyebiliriz. Öte yandan ilk çeyrekte Çin ve Japonya Merkez Bankaları da gevşek para politikasını benimsedi. TCMB ise ilk çeyrekte faiz koridorunun üst bandını aşağıya çekti. TCMB'nin para politikasını FED'den gelecek adımlara göre şekillendirmesi ve sadeleşme adımları atması bekleniyor.

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, yatırım kuruluşlarının yayınlayacağı raporlarda bu parametrelerde yapacakları yukarı/aşağı yönlü varsayım değişiklikleri araştırma listelerinde yer alan şirketlerin bir çoğunda (içsel dinamiklerin çok iyi olması bazı hisse senedi fiyatlarının bu durumdan etkilenmemesini sağlayabilir) aşağı/yukarı 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 95.140 olarak hesaplamaktayız.

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU - 2016 II. Çeyrek

08.04.2016

ULUSLARARASI HİSSE SENEDİ PİYASALARI							
Gelişmekte Olan Ekonomiler				DEĞİŞİM (%) *			
ÜLKE	ENDEKS	31.03.2016	F/K*	Son Hafta	Son Ay	Son Yıl	YBB
Türkiye	XU100	83.268	10,79	2,35%	9,83%	3,00%	13,75%
Rusya	INDEXCF	1.871	7,64	0,24%	1,68%	15,06%	6,23%
Meksika	MEXBOL	45.881	31,28	0,55%	4,96%	4,93%	6,67%
Hindistan	SENSEX	25.342	19,46	0,04%	10,17%	-9,36%	-2,38%
Çin	SHCOMP	3.004	15,79	1,45%	11,75%	-19,85%	-15,92%
Brezilya	IBOV	50.055		0,74%	16,97%	-2,14%	15,47%
Güney Afrika	JALSH	52.250	55,70	-2,14%	5,74%	0,13%	2,84%
Endonezya	JCI	4.845	26,38	-0,18%	1,56%	-12,20%	5,49%
Gelişmiş Ekonomiler				DEĞİŞİM (%) *			
ÜLKE	ENDEKS	31.03.2016	F/K*	Son Hafta	Son Ay	Son Yıl	YBB
Yunanistan	ASE	577		6,03%	11,69%	-25,58%	-5,54%
İngiltere	UKX	6.175	34,17	-0,29%	1,28%	-8,83%	-1,58%
Japonya	NKY	16.759	18,52	-0,79%	4,57%	-12,75%	-11,95%
Almanya	DAX	9.966	20,40	-0,25%	4,95%	-16,72%	-7,24%
ABD	INDU	17.685	16,09	1,04%	7,08%	-0,51%	0,46%
Fransa	CAC40	4.385	21,35	-1,06%	0,72%	-12,88%	-6,24%
İspanya	IBEX	8.723	22,21	-2,99%	3,09%	-24,29%	-9,53%
İtalya	ITSTAR	24.163	17,41	-0,29%	4,05%	-2,49%	-7,39%
Avusturya	AS51	5.083	22,55	-1,62%	4,14%	-13,73%	-4,46%
Güney Kore	KOSPI	1.996	15,35	0,50%	4,13%	-2,21%	1,76%

*31/03/2016 tarihli kapanış değerleri itibarıyla gösterilmektedir.

Kaynak: Bloomberg, BMD Araştırma

SABİT GETİRİLİ YATIRIMLAR (1-3 Ay Vadeli Katılım Hesabı ve SUKUK) (%35)

Gösterge tahvil faizi Çin ekonomik büyümesine dair endişelerin küresel piyasalarda olumsuz hava oluşturması ve ABD Merkez Bankası'nın açıklamaları sonrasında ilk çeyrekte geriledi. 2016 yılı birinci çeyreğinde FED'in Mart ayı toplantısında 2016'da öngörülen faiz artışının 4'ten 2'ye düşürülmesi öne çıktı. Yellen'in, küresel ekonomik gelişmelerin risk oluşturmaya devam ettiğine vurgu yapmakla birlikte, ABD ekonomisine yönelik risklerin arttığına işaret ederek, ekonomik görünüme yönelik riskler dikkate alındığında faiz artırımında temkinli olunacağını belirtmesi küresel tahvil faizlerinde hızlı düşüşlerin yaşanmasına neden oldu. İlk çeyreğe %11,00 seviyelerinden başlangıç yapan Gösterge tahvil faizi küresel piyasalarda artan risk iştahının etkisiyle %9,87 seviyelerine kadar gelen geri çekilmeler yaşadı. FED böylece 2016 yılı ilk çeyreğinde küresel risklerin ABD ekonomisi üzerindeki etkileri nedeniyle faiz artışına gitmemiş oldu. Avrupa Merkez Bankası faiz oranlarını düşürürken varlık alım miktarını artırdı. ECB refinsman operasyon faiz oranını yüzde 0,05'ten yüzde 0,00'a çekti. Öte yandan bankaların merkez bankasında tuttıkları mevduat için ödenen gösterge faiz oranını gösteren mevduat oranını yüzde -0,30'dan yüzde -0,40'a çekerken, marjinal gösterge faiz oranını yüzde 0,30 dan yüzde 0,25'e indirdi. Varlık alım miktarını ise 60 milyar Euro'dan 80 milyar Euro'ya çıkardı. Çin Merkez Bankası son dönemde artan likidite enjeksiyonları ve para piyasası faizlerinin aşağı itilmesine yönelik hareketleri yansıtabilmek için ihtiyaç duyulduğunda ilave adımlar için kapasitelerinin bulunduğu açıklaması ile birlikte, para politikası duruşuna ilişkin tanımlamasında ince ayara gitti. Çin Merkez Bankası bankaların zorunlu karşılık oranı 1 Mart tarihinden itibaren yüzde 0.5 azaltırken Mart ayının sonlarına doğru da referans kurunu ardı ardına dört gün azalttı. TCMB ise Mart ayında faiz koridorunda 25 baz puan indirime gitti. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Para Politikası Kurulu, marjinal fonlama oranını yüzde 10,75'ten yüzde 10,50 ye indirirken, politika fazizi ve borçlanma faiz oranını sabit tuttu.

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU - 2016 II. Çeyrek

08.04.2016

ÜLKE POLİTİKA FAİZ'leri

Politika Faizleri	ABD	EURO BÖLGESİ	İNGİLTERE	BREZİLYA	ÇİN	RUSYA	HİNDİSTAN	GÜNEY AFRIKA	TÜRKİYE
2007	4,25	4	5,5	11,25	7,47		7,75	11	16,73
2008	0,25	2,5	2	13,75	5,31		6,5	11,5	15,64
2009	0,25	1	0,5	8,75	5,31		4,75	7	7,11
2010	0,25	1	0,5	10,75	5,81	5	6,25	5,5	6,5
2011	0,25	1	0,5	11	6,56	5,25	8,5	5,5	5,75
2012	0,25	0,75	0,5	7,25	6	5,5	8	5	5,5
2013	0,25	0,25	0,5	10	6	5,5	7,75	5	4,5
2014	0,25	0,05	0,5	11,75	5,6	17	8	5,75	8,25
2015	0,5	0,05	0,5	14,25	4,35	11	6,75	6,25	7,5
Mar.16	0,5	0	0,5	14,25	4,35	11	6,75	7	7,5

Kaynak: Bloomberg, BMD Araştırma

5 YILLIK ÜLKE \$ CDS'leri

5 YILLIK ÜLKE \$ CDS'leri	2013 ORT.	2014 ORT.	2015 ORT.	S12A EN DÜŞÜK	S12A EN YÜKSEK	S12AY ORT.	SON AY ORT.
GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER							
TÜRKİYE	170,86	199,11	234,85	202,48	326,93	256,89	264,29
BREZİLYA	156,78	163,34	316,18	221,91	533,32	368,26	393,72
ÇİN	73,89	82,92	98,99	85,17	150,50	108,29	123,24
MEKSİKA	105,57	84,21	134,50	113,30	231,93	152,60	166,17
G. AFRIKA	189,85	190,31	232,46	198,11	391,64	268,16	320,91
POLONYA	86,28	69,20	68,42	57,24	99,53	75,23	87,75
MACARİSTAN	296,69	197,84	151,80	126,30	173,69	156,49	158,07
ENDONEZYA	179,46	165,92	189,99	149,85	282,04	208,12	203,12
GELİŞMİŞ ÜLKELER							
İNGİLTERE	39,65	21,77	18,63	14,59	39,50	21,50	36,75
FRANSA	70,40	46,70	35,55	24,70	40,88	32,31	33,34
ALMANYA	30,72	21,01	15,24	11,23	23,78	15,24	19,16
İTALYA	241,42	120,35	113,79	90,88	157,83	115,66	125,43
İSPANYA	235,43	92,53	94,03	79,04	127,92	95,93	96,40
JAPONYA	65,12	45,07	43,67	34,03	47,95	41,49	45,77
AVUSTRALYA	43,52	39,81	42,92	32,64	56,17	43,34	38,87
G. KORE	69,24	57,45	57,61	45,49	82,50	59,56	62,88

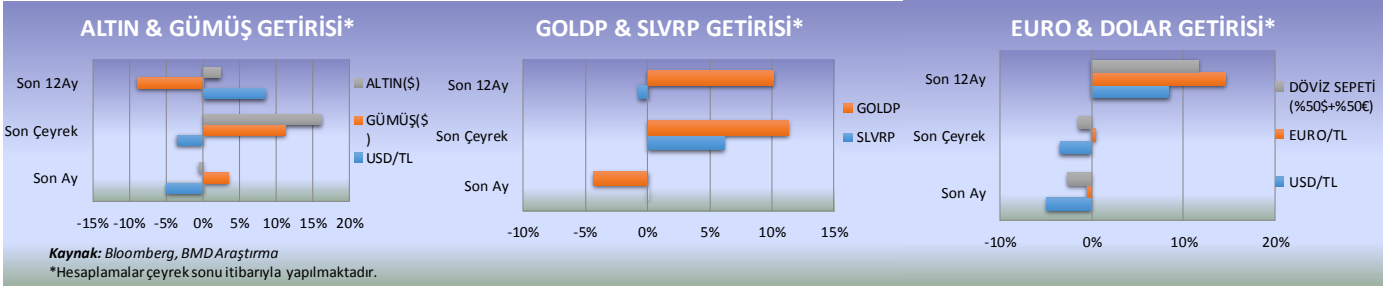
Kaynak: Bloomberg (veriler 01/04/2016 tarihi itibarıyla alınmıştır)

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU - 2016 II. Çeyrek

08.04.2016

KIYMETLİ MADENLER (%100 Gold Plus) (%5)

Altın fiyatları 2016 yılına, Çin kaynaklı endişelerin artması, FED faiz artırımlarının beklentilerin aksine daha yavaş adımlarla ilerleyeceğinin ortaya çıkması ve Avro Bölgesi'nin ardından Japonya'nın da negatif faize geçmesiyle "güvenli liman" alımlarından destekle hızlı bir giriş yaptı. 2016 yılının ilk çeyreğinde, 2012 yılından bu yana devam eden aşağı yönlü trendin kırıldığını izlemek mümkün. Yeni yıla 1062 \$/Ons seviyesinden başlayan altın fiyatlarına, düşük gelen majör ülke büyümeleri, Merkez Bankalarının açıklamaları ve aldıkları negatif faiz kararları yön verdi. Yellen'ın Şubat ortalarına doğru yaptığı açıklamada; küresel piyasalardaki çalkantının ve yavaş büyümenin ABD ekonomisi için risk oluşturduğunu söylemesi ve FED'in ABD ekonomisinin kötüleşmesi durumunda potansiyel politika aracı olarak negatif faizin değerlendirebileceğini ifade etmesi ile rüzgarı arkasına alan altın fiyatları 1200 \$/Ons üzerine sıçradı. Avrupa Merkez Bankası Mart ayı toplantısına kadar geçen süre zarfında 1280 \$/Ons seviyelerini test eden altın fiyatları AMB'nın faiz oranlarını düşürmesi ve parasal genişleme tabanını artırması ile yükselişini durdurarak yönünü aşağıya çevirdi. Yellen'ın Mart ayı sonunda yaptığı açıklamalarda güvercin tutum sergilemesi ve faiz artırımlarında "temkinli" olacağı vurgusu yapması altın fiyatlarını yukarı yönlü desteklemese de 1220 \$/Ons-1240 \$/Ons bandında konsolide etmiş durumda. Yılın geri kalanında altın fiyatlarının majör ülke ekonomilerindeki yavaş büyüme trendine bağlı olarak yukarı yönlü hareket edebilecek potansiyeli taşıdığını değerlendiriyoruz.



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

2016 yılının ilk çeyreğinde döviz kurlarının hareketini belirleyen gelişmelerin başta FED olmak üzere Merkez Bankaları'nın attığı adımlar ve emtia fiyatları olduğunu söyleyebiliriz. FED'in Aralık ayında gerçekleştirdiği faiz artırımını sonrası gerileyen Avro/Dolar paritesi 2016 yılına 1,07 seviyelerinden başlangıç yaptı. Ancak FED'in 2016 beklenen faiz artırımlarına gidememesi ve 2016 için yapmış olduğu faiz artırım tahminini 4'ten 2'ye düşürmesi Dolar endeksinde güç kaybının yaşanmasına neden oldu. Ayrıca FED kanadından yapılan açıklamalarda güvercin tonun tercih edilmesi faiz artırım beklentilerinin giderek azalmasına neden oldu. Öte yandan Avrupa Merkez Bankası gerçekleştirmiş olduğu toplantılarında faiz oranlarında indirim giderek varlık alım miktarını artırması Avro'nun güç kazanmasına neden oldu. Avrupa Merkez Bankası bu zamana kadar ki en cesur teşvik programını açıklarken Mario Draghi faizin daha da düşürülmesini beklemediğini söyledi. Yaşanan bu gelişmelerle beraber Avro/Dolar paritesi ilk çeyrek içerisinde 1,14 seviyelerinin üzerine kadar çıktı. Ayrıca Çin tarafında yaşanan olumsuz gelişmeler, Suudi Arabistan – İran arasında yaşanan gerginlik, petrol ve emtia fiyatlarında yaşanan gelişmelerde parite üzerinde etkili oldu. Amerika Merkez Bankası'nın beklenen faiz artırımlarını gerçekleştirememesi ve güvercinlere katılmasıyla beraber gelişmekte olan pek çok ülke para birimi gibi Türk Lira'sı da Dolar karşısında değer kazançları yaşadı. İlk çeyreğe 3,02 seviyelerini test ederek başlayan Dolar/TL yaşanan gelişmelerle birlikte 2,82 seviyelerine kadar gelen geri çekilmeler yaşadı. Ancak yurt içinde bir türlü bitmek bilmeyen terör olayları ve canlı bomba saldırısının yaşanması jeopolitik riskleri artırdığından dolayı Dolar/TL de yaşanan aşağı yönlü hareketleri bir miktar engelliyor. Avro ise Avrupa Merkez Bankası'ndan gelen adımlar ve Mario Draghi'nin yapmış olduğu açıklamalarla gücünü koruyor. En yüksek 3,34 seviyelerinin görüldüğü Euro/TL kurunda en düşük ise 3,16 seviyeleri görüldü.

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU - 2016 II. Çeyrek

08.04.2016

ÜLKE PARA BİRİMLERİNİN ABD DOLARI KARŞISINDA DEĞERİ						
Gelişmekte Olan Ekonomiler			'\$'ın Değer Kaybı(-)/Kazancı(+) (%)			
ÜLKE	Para Birimi	31.03.2016	Son Hafta	Son Ay	Son Yıl	YBB
Türkiye	\$/Lira	2,8176	-1,90%	-4,00%	8,50%	-3,46%
Rusya	\$/Ruble	66,9327	-2,30%	-8,66%	14,98%	-9,02%
Meksika	\$/Peso	17,2865	-1,88%	-3,49%	13,24%	-0,56%
Hindistan	\$/Rupi	66,2149	-0,96%	-2,87%	6,27%	-0,40%
Çin	\$/Yuan	6,4492	-1,02%	-1,57%	4,02%	-0,63%
Brezilya	\$/Real	3,5933	-2,30%	-8,51%	12,39%	-9,29%
Güney Afrika	\$/Rand	14,7678	-4,46%	-5,30%	21,73%	-5,06%
Endonezya	\$/Rupi	13.148,0	-0,86%	-0,98%	0,59%	-5,07%
Gelişmiş Ekonomiler			'\$'ın Değer Kaybı(-)/Kazancı(+) (%)			
ÜLKE	Para Birimi	31.03.2016	Son Hafta	Son Ay	Son Yıl	YBB
İngiltere	Sterlin/\$	1,4360	-1,45%	-2,84%	3,19%	3,19%
Japonya	\$/Yen	112,5700	-0,29%	-1,26%	-6,29%	-6,60%
İsviçre	\$/Frank	0,9617	-1,43%	-3,59%	-1,12%	-2,73%
Avro Bölgesi	Avro/\$	1,1380	-1,80%	-4,50%	-5,70%	-3,93%
Avustralya	A.Doları/\$	0,7657	-1,67%	-6,30%	-0,65%	-4,83%
Güney Kore	\$/Won	1.145,0	-2,03%	-6,85%	3,24%	-2,76%

*31/03/2016 tarihli kapanış değerleri itibarıyla gösterilmektedir.

Kaynak: Bloomberg, BMD Araştırma

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU - 2016 II. Çeyrek

08.04.2016

ÖNERİLEN HİSSE SENETLERİ:

BİZİM: Şirket'in 2015 yılında cirosu %12,5 artarak 2.563,8mn TL'ye yükseldi. Ana kategori satışları %7,7, tütün satışları kaçak sigara ticaretine yönelik alınan tedbirler ile %27,9 arttı. 2015 yılında franchise sisteminin ciroya katkısı 120,6mn TL seviyesinde gerçekleşti (2014:41mn TL). Franchise sisteminin şirket satış gelirlerine olumlu katkı yapmaya devam edeceğine ve şirketin 2018 yılı sonu itibariyle 600 mağaza ve 800 milyon TL satış hacmi hedefine ulaşacağı inancımızı muhafaza etmeye devam ediyoruz. Artan satış gelirleri ve düşen faaliyet giderleri FAVÖK marjının %2,8'e yükselmesinde etkili oldu. Şirket böylece 2015 yılında güçlü satış büyümesi, faaliyet giderlerinden yaşanan olumlu gelişmeler ve finansman giderlerinin önemli bir değişiklik göstermemesi sonucunda net karını bir önceki yıla göre %32 artırarak 14,4mn TL kar açıkladı. Şirket 2015 yılında üç yeni mağaza ve iki yeni dağıtım merkezi açılışı gerçekleştirirken iki mağaza için lokasyon değişikliğine gitti. Net satış alanını 159.772 metrekareden 162.993 metrekareye çıkaran Bizim Toptan 67 şehirde toplam 156 mağazası ile faaliyet göstermektedir. Şirket 2015 yılı karından toplam brüt 3,95mn TL nakden temettü ödemesini 25 Mayıs 2016 tarihinde (1 TL nominal değerli pay için brüt 0,0988 TL, net: 0,0839 TL) gerçekleştirecek. **BİZİM** hisse senetleri için hedef fiyatımızı **17,36 TL** ve getiri potansiyeli öngörümüz "**Endekse Paralel Getiri**"dir.

BMEKS: 2015 yılında tüketici elektroniği pazarı, yaşanan iki seçim ve terör olayları, artan kur etkisiyle dolar bazında %6,7 daraldı. Bimeks ise aynı dönemde cirosunu dolar bazında %5, TL bazında %24,7 artırdı. Şirket offline satışlarının yanında online satışlarını her çeyrekte artırmayı başardı ve 2015 yılsonu itibariyle toplam ciro içerisindeki payı %11,9 oldu. Bimeks 2015 yılında satışlarını %24,7 artarak 1.572,4mn TL ciro elde etti. Online satışlar %93,4 artışla 188mn TL'ye, toplam ciro içerisindeki payı %7,7'den %11,9'a yükseldi. Faaliyet giderlerinin önümüzdeki dönemlerde kademeli olarak gerileyeceğini değerlendiriyoruz. Bu düşüncemizde kira kontratlarının Bimeks lehine iyileştirilmesi ve faaliyet giderlerinin yaklaşık olarak %26'nı oluşturan personel giderlerinin 2016 yılında gerçekleştirilen asgari ücret artışından etkilenmemesi etkili oldu. Bimeks 2015 yılında 9,4mn TL kar açıkladı (2014: 9,2mn TL). Karını bir önceki yıla göre %1,5 artıran Bimeks'in net kar marjı %0,7'den %0,6'ya geriledi. Bimeks, 2015 yılını 59 farklı ilde toplam yıllık ortalama 108.000 m² 'lik satış alanına sahip 138 mağazayla kapadı. Şirket, satış alanı optimizasyonu hedefi doğrultusunda 2 mağaza kapatırken toplam 3.000 m²'lik satış alanı azaltımı gerçekleştirdi. Ayrıca ilk yurtdışı deneyimi olarak Kıbrıs'ta bir mağaza açtı. Şirket, 2015 yılı karından toplam brüt 2.101.380,41 TL (1 TL nominal değerli pay için brüt: 0,017500 TL, net: 0,014900) kar paylarını 26.05.2016 tarihinde dağıtacak. **BMEKS** hisse senetleri için hedef fiyatımızı **2,06 TL** ve getiri potansiyeli öngörümüz "**Endeks Üzerinde Getiri**"dir.

BİZİM	Değerleme (TL)
Hisse Fiyatı (*)	16,88
12 Aylık Hedef Hisse Fiyatı	17,36
Yükselme Potansiyeli (%) (*)	3%
Piyasa Değeri (mn TL) (*)	675

* 07/04/2016 tarihli kapanış fiyatları itibariyle

Fiyat Performansı (%)	1 ay	3ay	1 yıl
BİZİM Performans (%)	10,47	33,02	6,19
BİST Performans (%)	4,48	14,94	-1,97

Değerleme Parametreleri	2013	2014	2015
F/K	23,76	70,18	46,86
FD/FAVÖK	13,09	12,25	6,66
PD/DD	6,94	5,68	3,50
Hisse Başına Kar (TL)	1,00	0,27	0,36

Gelir Tablosu (Mn-TL)	2013	2014	2015
Gelir	2.247	2.279	2.564
Brüt Kar	197	216	234
Brüt Kar Marjı (%)	8,8%	9,5%	9,1%
Faaliyet Gideri	141	170	181
Faaliyet Gideri Marjı (%)	6,3%	7,5%	7,1%
FAVÖK	69	61	71
FAVÖK Marjı (%)	3,1%	2,7%	2,8%
Net Kar	40	11	14
Net Kar Marjı (%)	1,8%	0,5%	0,6%

BMEKS	Değerleme (TL)
Hisse Fiyatı (*)	1,78
12 Aylık Hedef Hisse Fiyatı	2,06
Yükselme Potansiyeli (%) (*)	16%
Piyasa Değeri (mn TL) (*)	212

* 07/04/2016 tarihli kapanış fiyatları itibariyle

Fiyat Performansı (%)	1 ay	3ay	1 yıl
Performans (%)	4,73	-2,21	-14,90
BİST Performans (%)	4,48	14,94	-1,97

Değerleme Parametreleri	2013	2014	2015
F/K	18,37	27,12	22,75
FD/FAVÖK	11,09	6,35	5,89
PD/DD	1,66	1,69	1,50
Hisse Başına Kar (TL)	0,10	0,08	0,08

Gelir Tablosu (Mn-TL)	2013	2014	2015
Gelir	697	1.261	1.572
Brüt Kar	119	243	274
Brüt Kar Marjı (%)	17,1%	19,3%	17,4%
Faaliyet Gideri	108	198	208
Faaliyet Gideri Marjı (%)	15,5%	15,7%	13,2%
FAVÖK	27	68	89
FAVÖK Marjı (%)	3,9%	5,4%	5,7%
Net Kar	12	9	9
Net Kar Marjı (%)	1,7%	0,7%	0,6%

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU - 2016 II. Çeyrek

08.04.2016

CIMSA: Şirket, 2015 yılında satışlarını %7 artırarak inşaat sektöründen daha fazla büyüme kaydetti. Brüt kar marjında yaşanan olumlu gelişmeler 2015 yılında da devam ederken faaliyet gider marjında önemli bir değişiklik olmadı. Şirket yıllık 500 bin/ton kapasiteli Afyon Çimento fabrikasını 165mn TL yatırım ile 1.500 bin/ton kapasiteye yükseltmek ve üretim tesisini şehir dışına çıkarmak için yatırımlarını gerçekleştirdi. Yeni fabrika tam kapasite ile Eylül 2016'da işlemeye başlayacak. Bu yatırım ile FAVÖK marjının %40'lara kadar çıkması bekleniyor. 1.400 bin/ton gri çimento kapasiteli Eskişehir fabrikasının ise 55mn dolar yatırım ile yıllık 415 bin/ton beyaz çimento üretimi için yatırımlar gerçekleştiriliyor. Yatırımların ve dönüşümün 2017 yılının ilk çeyreğinde bitmesi bekleniyor. Şirket 2015 yılında toplam 201mn TL kar payı (1 TL nominal değerli paya nakit brüt temettü 1,49000 TL, nakit net temettü 1,266500 TL) ödemesini 30 Mart 2016 tarihinde dağıttı. **CIMSA** hisse senetleri için hedef fiyatımız **18,30 TL** ve getiri potansiyeli öngörümüz **"Endekse Paralel Getiri"** dir.

TOASO: Şirket, 2015 yılında toplam satış adedini %25 artırarak 296.812 adede ulaştı ve %16 büyüme kaydeden otomotiv sektöründen daha fazla büyüdü. Ram ProMaster City markası ile ABD pazarına yapılan satışlar ile yılın son çeyreğinde yurtiçi piyasaya sürülen Egea satışları adetsel büyümeyi destekledi. Şirketin satış gelirleri adet bazındaki artışın etkisiyle %33 artarak 9.921mn TL'ye ulaştı. Şirket 2015 yılında karını ertelenmiş vergi gelirlerinin (213mn TL) etkisiyle %44,7 artırarak 831mn TL net kar açıkladı. Şirket 2015 yılında toplam 365mn TL kar payı (1 TL nominal değerli paya nakit brüt temettü 0,7300 TL, nakit net temettü 0,6205 TL) ödemesini 7 Nisan 2016 tarihinde gerçekleştirdi. Şirket Mart ayı itibarıyla iki vardiya sisteminden üç vardiya sistemine geçiş yaptı. 2016 yılı için öngörülen üretim adedi 380 bin olarak açıklandı. 2016 yılında iç pazarda öngörülen satış adedi 125-130 bin, yurtdışı satış adedi 250-260 bin adet olarak hedeflendi. Şirket satışları yurtdışı ağırlıklı olmak üzere ikinci çeyrekte Egea Hatchback lansmanını, üçüncü çeyrekte ise Egea Stationwagon lansmanını gerçekleştirecek. Daha önce Linea ile binek araç pazarında olan Tofaş yeni model araçları ile pazar payını artırmayı amaçlıyor. **TOASO** hisse senetleri için hedef fiyatımız **22,40 TL** ve getiri potansiyeli öngörümüz **"Endekse Paralel Getiri"** dir.

CIMSA	Değerleme (TL)
Hisse Fiyatı (*)	16,08
12 Aylık Hedef Hisse Fiyatı	18,30
Yükselme Potansiyeli (%) (*)	14%
Piyasa Değeri (mn TL) (*)	2.172
* 07/04/2016 tarihli kapanış fiyatları itibarıyla	

Fiyat Performansı (%)	1 ay	3ay	1 yıl
CIMSA Performans (%)	11,08	21,79	13,36
BİST Performans (%)	4,48	14,94	-1,97

Değerleme Parametreleri	2013	2014	2015
F/K	5,09	11,20	8,86
FD/FAVÖK	6,86	6,97	6,17
PD/DD	1,42	1,93	1,74
Hisse Başına Kar (TL)	2,24	1,43	1,82

Gelir Tablosu (Mn-TL)	2013	2014	2015
Gelir	954	1.094	1.171
Brüt Kar	232	332	365
Brüt Kar Marjı (%)	24,3%	30,3%	31,2%
Faaliyet Gideri	50	68	73
Faaliyet Gideri Marjı (%)	5,2%	6,2%	6,2%
FAVÖK	236	318	360
FAVÖK Marjı (%)	24,8%	29,1%	30,7%
Net Kar	302	199	248
Net Kar Marjı (%)	31,7%	18,1%	21,1%

TOASO	Değerleme (TL)
Hisse Fiyatı (*)	21,12
12 Aylık Hedef Hisse Fiyatı	22,40
Yükselme Potansiyeli (%) (*)	6%
Piyasa Değeri (mn TL) (*)	10.560
* 07/04/2016 tarihli kapanış fiyatları itibarıyla	

Fiyat Performansı (%)	1 ay	3ay	1 yıl
Performans (%)	8,68	13,36	35,26
BİST Performans (%)	4,48	14,94	-1,97

Değerleme Parametreleri	2013	2014	2015
F/K	15,43	13,89	12,71
FD/FAVÖK	8,92	10,64	10,66
PD/DD	3,53	3,56	3,67
Hisse Başına Kar (TL)	0,87	1,15	1,66

Gelir Tablosu (Mn-TL)	2013	2014	2015
Gelir	7.038	7.440	9.921
Brüt Kar	874	983	1.217
Brüt Kar Marjı (%)	12,4%	13,2%	12,3%
Faaliyet Gideri	387	450	508
Faaliyet Gideri Marjı (%)	5,5%	6,0%	5,1%
FAVÖK	811	832	1.069
FAVÖK Marjı (%)	11,5%	11,2%	10,8%
Net Kar	434	574	831
Net Kar Marjı (%)	6,2%	7,7%	8,4%

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU - 2016 II. Çeyrek

08.04.2016

ARCLK: Şirketin 2015 yılı satış gelirleri %9 organik büyüme ve %4 kur etkisi ile bir önceki yıla göre %13,2 arttı. Şirketin finansman giderleri kur farkı zararları nedeniyle %76,7 artış gösterdi ve vergi öncesi karı 785 milyon TL olarak gerçekleşti (2014:732 milyon TL). Şirket 2015 yılında ertelenmiş vergi gelirlerinin etkisiyle 2014 yılına göre karını %40,0 artırarak 893 milyon TL kar açıkladı. Son çeyrekte Arçelik ile önemli olan gelişmelerden birisi de işletme sermayesi yönetimi olarak öne çıktı. Etkin ticari alacak ve stok yönetimi sayesinde, İşletme Sermayesi/Satışlar oranı çarpıcı bir şekilde %41,8 seviyesinden %32,5'e geriledi. Şirket bu oranı 2016 yılında %30 seviyesine çekmeyi hedeflemiş durumda. Arçelik 2015 yılı karından brüt 262mn TL (1 TL nominal değerli paya nakit brüt temettü 0,38773 TL, nakit net temettü 0,32957 TL) temettü ödemesini 01 Nisan 2016 tarihinde gerçekleştirdi. Şirket 14 Ocak 2016 tarihinde Ekonomi Bakanlığı'ndan, önümüzdeki 4 yıl içerisinde gerçekleştireceği modernizasyon amaçlı yatırımlar için toplam 1,1357 milyar TL tutarındaki teşvik belgeleri aldığını duyurdu. Şirketin Tayland'da kurduğu buzdolabı fabrikası Ocak ayı içerisinde tamamlandı ve test üretimlerine geçti. **ARCLK** hisse senetleri için hedef fiyatımız **17,38 TL** ve getiri potansiyeli öngörümüz "**Endekse Paralel Getiri**" dir.

TRKCM: Şirket, 2015 yılı satış gelirlerini bir önceki yıla göre %5 artırarak 2.118mn TL ciro elde etti. 2015 yılı son çeyreğinde İran, İsrail ve Çin'den ithal edilen camlar için uygulanmaya konan ek mali yükümlülüklerin, şirket satış ve karlılığı üzerindeki baskıyı azaltacağını değerlendiriyoruz. Ek mali yükümlülüklerin getirilmesi sonrasında şirketin yurtiçi cam fiyatlarına %4 oranında zam yapması şirketin operasyonel gelirlerinin artmasındaki diğer bir neden olacağını düşünüyoruz. Şirket 2015 yılı karı %43 oranında gerileyerek 169mn TL oldu. Ancak 2014 yılında Paşabahçe ve Soda hisselerinin satışından elde edilen 129,7mn TL kar elde etmişti. Bu etki çıkarıldığında şirket net karını %1,6 artırdı. Şirket 2015 yılı karından net 79mnTL nakit temettü (1 TL nominal değerli paya nakit net temettü 0,12743 TL) ödemesini 29 Nisan 2016 tarihinde gerçekleştirecek. Ayrıca 35mn TL tutarında bedelsiz sermaye artırımına gidecek. Şirket, otocam işletmesini iştirak modeliyle kısmi bölünme yoluyla ayırarak yeni kurulacak olan Şişecam Otomotiv'e devredecek. Operasyonel ve stratejik sinerjinin oluşması, otomotiv camları üretiminin sektör gereksinimlerini karşılayacak şekilde daha rekabetçi imkanlar elde edilerek yapılması ve raporlama kolaylığı sağlaması hedefiyle Trakya Cam bünyesinde yer alan otocam işletmesinin iştirak modeliyle kısmi bölünme yoluyla ayrılacak yeni kurulacak olan Şişecam Otomotiv A.Ş.'ne devredilmesine karar verdi. **TRKCM** hisse senetleri için hedef fiyatımız **2,31 TL** ve getiri potansiyeli öngörümüz "**Endekse Paralel Getiri**" dir.

ARCLK	Değerleme (TL)
Hisse Fiyatı (*)	18,41
12 Aylık Hedef Hisse Fiyatı	17,84
Yükselme Potansiyeli (%) (*)	-3%
Piyasa Değeri (mn TL) (*)	12.440
* 07/04/2016 tarihli kapanış fiyatları itibarıyla	

Fiyat Performansı (%)	1 ay	3ay	1 yıl
ARCLK Performans (%)	4,97	29,14	25,69
BİST Performans (%)	4,48	14,94	-1,97

Değerleme Parametreleri	2013	2014	2015
F/K	13,73	16,43	13,96
FD/FAVÖK	9,63	9,96	8,74
PD/DD	2,02	2,33	2,03
Hisse Başına Kar (TL)	0,88	0,91	1,32

Gelir Tablosu (Mn-TL)	2013	2014	2015
Gelir	11.098	12.514	14.166
Brüt Kar	3.388	3.979	4.536
Brüt Kar Marjı (%)	30,5%	31,8%	32,0%
Faaliyet Gideri	2.527	2.991	3.449
Faaliyet Gideri Marjı (%)	22,8%	23,9%	24,3%
FAVÖK	1.163	1.334	1.456
FAVÖK Marjı (%)	10,5%	10,7%	10,3%
Net Kar	623	638	893
Net Kar Marjı (%)	5,6%	5,1%	6,3%

TRKCM	Değerleme (TL)
Hisse Fiyatı (*)	2,06
12 Aylık Hedef Hisse Fiyatı	2,31
Yükselme Potansiyeli (%) (*)	12%
Piyasa Değeri (mn TL) (*)	1.844
* 07/04/2016 tarihli kapanış fiyatları itibarıyla	

Fiyat Performansı (%)	1 ay	3ay	1 yıl
Performans (%)	8,99	22,62	-19,82
BİST Performans (%)	4,48	14,94	-1,97

Değerleme Parametreleri	2013	2014	2015
F/K	15,39	8,98	11,58
FD/FAVÖK	9,57	8,23	8,52
PD/DD	0,84	1,09	0,56
Hisse Başına Kar (TL)	0,17	0,38	0,18

Gelir Tablosu (Mn-TL)	2013	2014	2015
Gelir	1.488	2.019	2.118
Brüt Kar	422	566	565
Brüt Kar Marjı (%)	28,4%	28,1%	26,7%
Faaliyet Gideri	312	394	467
Faaliyet Gideri Marjı (%)	21,0%	19,5%	22,0%
FAVÖK	219	323	274
FAVÖK Marjı (%)	14,7%	16,0%	13,0%
Net Kar	125	296	169
Net Kar Marjı (%)	8,4%	14,7%	8,0%

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU - 2016 II. Çeyrek

08.04.2016

TCELL: Şirket, 2015 yılında satış gelirlerini %6 artırarak 12,77 milyar TL ciro elde etti. Şirketin yurtdışı satışları Ukrayna ve Belarus yerel para birimlerinin yıllık bazda değer kaybı nedeniyle %24 oranında gerilerken yurt içi satışları müşteri profilinde faturalı müşteri sayısını ve data kullanımını artırması ile %10 artış kaydetti. Turkcell 2015 yılında karını bir önceki yıla göre %32,5 artırarak 1.906mn TL kar açıkladı. Şirket Olağan Genel Kurulunda daha önce açıklanan pay geri alım programı ile 2015 yılı mali tablolarına göre 1,2 milyar TL brüt nakit temettü dağıtım teklifinin reddedilmesi şirketin ana hissedarları arasında muhtemel bir anlaşmazlık olduğuna işaret ediyor. Şirket ile Türk Telekom arasında yaşanan ihtilaflar 31 Aralık 2015 tarihi itibarıyla sulh yoluyla çözüldü ve şirket vergiler dahil 306mn TL ödeme yapmayı kabul etti. Şirket Kazakistan, Azerbaycan, Moldova ve Gürcistan'da faaliyet gösteren ve %41,45 oranında iştiraki olan Fintur'a Fintur'un %58,55 ve Kazakistan'da faaliyet gösteren Kcell'deki %24 oranındaki payların sahibi Sonera Holding'e bağlayıcı teklifte bulunulmasına karar verdi. BDDK, şirketin %100 bağlı ortaklık şeklinde Turkcell Finansman A.Ş.'ye faaliyet izni verdi. Yeni kurulan şirketin sermayesinin 500mn TL'ye artırılmasına Turkcell tamamen katılacak. **TCELL** hisse senetleri için hedef fiyatımız **13,35 TL** ve getiri potansiyeli öngörümüz "**Endeks Üzerinde Getiri**" dir.

TRGYO: 2015 yılında konut teslimlerindeki azalma nedeniyle Torunlar GYO'nun cirosu bir önceki yıla göre %18.8 düşerek 628 milyon TL'ye geriledi. 2015 yılında hem MOİ AVM hem de Torun Tower'ın katkılarıyla kira gelirleri 2014 yılına göre %75 artış gösterdi. Dönem net karı, brüt kar marjındaki yükselişe rağmen kur farkı giderlerinin 66mn TL'den 370mn TL'ye yükselmesi ile bir önceki yıla göre %10 gerileyerek 953mn TL oldu. 2015 yılı Aralık ayı itibarıyla Torun Center proje kapsamında ofis teslimlerine başlandı. Torun Center projesinde yaklaşık 50 bin – 55 bin m2 alanın kiralınması, diğer alanların satılması planlanmaktadır. 2016 yılında projede yapılacak satışların şirketin satış geliri ve kârlılığına pozitif katkı yapacağını düşünüyoruz. 2015 yılında yüksek kira gelirleri elden eden şirketin, bu performansı 2016 yılında da devam ettireceğini düşünüyoruz. Şirket, 2016 yılında 373 milyon TL kira geliri elde etmeyi öngörüyor. Yüksek kira gelirinin yanı sıra, Torun Center satışlarından beklenen güçlü satış geliri beklentisi 2016 yılında Torunlar GYO'yu hisse senedi performansını olumlu yönde etkileyebileceğini değerlendiriyoruz. Ayrıca, 5.Levent projesinden olumlu ön satış rakamları ve Antalya Deepo büyüme projesine başlanmasının şirket için olumlu olacağını düşünüyoruz. Ayrıca yayımlanmış olduğumuz 31/12/2015 mali tablolarına göre hazırladığımız Net Aktif Değer Tablomuzda şirketin iskontosu %41,3 ile sektör ortalaması olan %43,1'in altındadır. **TRGYO** hisse senetleri için hedef fiyatımız **4,50 TL** ve getiri potansiyeli öngörümüz "**Endekse Paralel Getiri**" dir.

TCELL	Değerleme (TL)
Hisse Fiyatı (*)	11,19
12 Aylık Hedef Hisse Fiyatı	13,35
Yükselme Potansiyeli (%) (*)	19%
Piyasa Değeri (mn TL) (*)	24.618
* 07/04/2016 tarihli kapanış fiyatları itibarıyla	

Fiyat Performansı (%)	1 ay	3ay	1 yıl
TCELL Performans (%)	-5,33	14,65	0,36
BİST Performans (%)	4,48	14,94	-1,97

Değerleme Parametreleri	2013	2014	2015
F/K	10,72	16,85	11,89
FD/FAVÖK	5,86	7,13	5,60
PD/DD	1,68	1,84	1,52
Hisse Başına Kar (TL)	1,06	0,85	0,94

Gelir Tablosu (Mn-TL)	2013	2014	2015
Gelir	11.408	12.044	12.769
Brüt Kar	4.349	4.663	5.003
Brüt Kar Marjı (%)	38,1%	38,7%	39,2%
Faaliyet Gideri	2.394	2.537	2.527
Faaliyet Gideri Marjı (%)	21,0%	21,1%	19,8%
FAVÖK	3.431	3.664	4.120
FAVÖK Marjı (%)	30,1%	30,4%	32,3%
Net Kar	2.334	1.439	1.906
Net Kar Marjı (%)	20,5%	11,9%	14,9%

TRGYO	Değerleme (TL)
Hisse Fiyatı (*)	4,52
12 Aylık Hedef Hisse Fiyatı	4,50
Yükselme Potansiyeli (%) (*)	0%
Piyasa Değeri (mn TL) (*)	2.260
* 07/04/2016 tarihli kapanış fiyatları itibarıyla	

Fiyat Performansı (%)	1 ay	3ay	1 yıl
Performans (%)	15,01	39,51	13,20
BİST Performans (%)	4,48	14,94	-1,97

Değerleme Parametreleri	2013	2014	2015
F/K	7,24	1,63	2,37
FD/FAVÖK	20,76	14,88	10,27
PD/DD	0,46	0,44	0,33
Hisse Başına Kar (TL)	0,38	2,12	1,91

Gelir Tablosu (Mn-TL)	2013	2014	2015
Gelir	344	773	628
Brüt Kar	166	266	378
Brüt Kar Marjı (%)	48,2%	34,4%	60,1%
Faaliyet Gideri	26	32	35
Faaliyet Gideri Marjı (%)	7,6%	4,1%	5,6%
FAVÖK	141	235	344
FAVÖK Marjı (%)	40,9%	30,4%	54,7%
Net Kar	191	1.058	954
Net Kar Marjı (%)	55,4%	136,8%	151,8%

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU - 2016 II. Çeyrek

08.04.2016

THYAO: 2015 yılında %13,6 kapasite (arz edilen koltuk km) artışı gerçekleştiren Türk Hava Yolları, aynı zamanda %78 yolcu doluluk oranı ile 61,2 milyon yolcu taşıdı. Küresel rakipleri arasında da hızlı büyüyen havayolu şirketi olarak dikkat çeken Türk Hava Yolları, bugün 113 ülkede, 49'u yurtiçi, 235'i yurtdışı olmak üzere toplam 284 noktaya uçuş gerçekleştirmektedir. Dünyanın en genç filolarından olan Türk Hava Yolları filosu 219 dar gövde, 75 geniş gövde ve 10 kargo uçağı olmak üzere toplam 304 uçaktan oluşuyor. Şirket, iştirakleri ile birlikte yaklaşık 47 bin kişiye istihdam sağlamakta ve satışlarının %70'inden fazlasını yurt dışında gerçekleştirerek aynı zamanda Türkiye'nin en büyük ihracatçısı konumunda bulunmaktadır. İstanbul'un 3. Havalimanının faaliyete başlamasıyla küresel bir havacılık merkezi olması yolunda da ilerlemeler devam etmektedir. Şirket 2016 yılında %21 AKK (arz edilen koltuk km) artışı ve %78 doluluk oranı hedeflerken filosundaki uçak sayısını da 339'a çıkarmayı planlamaktadır. **THYAO** hisse senetleri için 12 aylık hedef fiyatımız **11,20TL** ve getiri potansiyeli öngörümüz **"Endeks Üzerinde Getiri"** dir.

TUPRS: 2015 yılı son 7 ayında faaliyette olan Residium Upgrade Projesi (RUP)'nin Tüpraş'ın operasyonel karlılığına sağladığı olumlu etki 2016 yılı tamamı için geçerli olacak. Şirketin ana ortaklık payları net dönem karı son çeyrekte önceki çeyreğe göre %8,7 artarken yıl genelinde önceki yılın %74,8 üzerinde gerçekleşti. RUP sonrası şirket, ürün fiyat oranı düşük fuel oil üretimini azaltarak yurtiçi pazarda hızlı büyüyen ve aynı zamanda ürün fiyat oranları da yüksek olan motorin, benzin ve jet yakıtı üretimi kapasitesini artırmış oldu. Buna ek olarak, RUP projesi ile birlikte düşük API'lı ham petrolü işleme yeteneğini de artırdı. Şirket, 2016 yılında %100 kapasite ile çalışılmasını öngörüyor. Tüpraş'ın 2016 yılı için rafineri marjını ; ham petrol-brent farkı değişimleri etkisini hariç tutarak, 2015 yılı ürün fiyat oranları, \$45 ortalama Brent fiyatı ve RUP'un %100 KKO ile yılın tamamında çalışacağı varsayımıyla hesapladığımızda 2015 yılına göre varil başına 0,9 \$'lık kötüleşme hesaplıyoruz. Diğer yandan, 2016 yılı ilk ayında gerçekleşen benzin ürün fiyat oranlarındaki yukarı yönlü seyir sayesinde şirket'in ortalama ürün fiyatınının 2015 yılı gerçekleştirmelerinin çok üzerinde seyretmekte olduğunu görmekteyiz. Buna ek olarak, Tüpraş'ın üretip sattığı miktarda ton bazında önceki yıla göre %2-3 artış ve tedarik ettiği ham petrol-brent farkında iyileşme beklentimiz 2016 yılı brüt kar marjı tahminimize olumlu yansımakta. **TUPRS** hisse senetleri için 12 aylık hedef fiyatımız **81,40TL** ve getiri potansiyeli öngörümüz **"Endekse Paralel Getiri"** dir.

THYAO	Değerleme (TL)
Hisse Fiyatı (*)	7,52
12 Aylık Hedef Hisse Fiyatı	11,20
Yükselme Potansiyeli (%) (*)	49%
Piyasa Değeri (mn TL) (*)	10.378
* 07/04/2016 tarihli kapanış fiyatları itibarıyla	

Fiyat Performansı (%)	1 ay	3ay	1 yıl
THYAO Performans (%)	-0,66	4,16	-16,81
BİST Performans (%)	4,48	14,94	-1,97

Değerleme Parametreleri	2013	2014	2015
F/K	13,02	7,31	3,47
FD/FAVÖK	8,18	8,47	6,65
PD/DD	1,28	1,45	0,72
Hisse Başına Kar (TL)	0,49	1,32	2,17

Gelir Tablosu (Mn-TL)	2013	2014	2015
Gelir	18.777	24.158	28.752
Brüt Kar	3.472	4.429	5.793
Brüt Kar Marjı (%)	18,5%	18,3%	20,1%
Faaliyet Gideri	2.382	3.061	3.869
Faaliyet Gideri Marjı (%)	12,7%	12,7%	13,5%
FAVÖK	2.330	2.995	4.458
FAVÖK Marjı (%)	12,4%	12,4%	15,5%
Net Kar	683	1.819	2.993
Net Kar Marjı (%)	3,6%	7,5%	10,4%

TUPRS	Değerleme (TL)
Hisse Fiyatı (*)	71,90
12 Aylık Hedef Hisse Fiyatı	81,40
Yükselme Potansiyeli (%) (*)	13%
Piyasa Değeri (mn TL) (*)	18.005
* 07/04/2016 tarihli kapanış fiyatları itibarıyla	

Fiyat Performansı (%)	1 ay	3ay	1 yıl
Performans (%)	3,45	6,62	29,96
BİST Performans (%)	4,48	14,94	-1,97

Değerleme Parametreleri	2013	2014	2015
F/K	8,97	9,49	7,06
FD/FAVÖK	13,42	22,44	6,43
PD/DD	2,11	2,25	2,10
Hisse Başına Kar (TL)	4,78	5,83	10,18

Gelir Tablosu (Mn-TL)	2013	2014	2015
Gelir	41.078	39.723	36.893
Brüt Kar	1.473	1.263	4.175
Brüt Kar Marjı (%)	3,6%	3,2%	11,3%
Faaliyet Gideri	700	732	877
Faaliyet Gideri Marjı (%)	1,7%	1,8%	2,4%
FAVÖK	1.014	789	3.784
FAVÖK Marjı (%)	2,5%	2,0%	10,3%
Net Kar	1.199	1.470	2.564
Net Kar Marjı (%)	2,9%	3,7%	6,9%

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 yayımlayabilir. 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 yayımlanmış 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.