

2015 III. ÇEYREK STRATEJİ RAPORU



ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

07.07.2015

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

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

07.07.2015

YÖNETİCİ ÖZETİ

Küresel ekonominin 2015'te ılımlı seyrine devam etmesi bekleniyor. Yılın ikinci yarısında FED ve BoE'in politikalarında normalleşme eğilimlerinin artması beklenirken, Avrupa ve Japonya gibi ülkelerin deflasyon ve zayıf büyüme karşısında para politikalarında genişlemeci politikalara devam etmeleri bekleniyor. ABD ekonomisi, yılın ilk çeyreğinde %0,2 daraldıysa da bunda mevsimsellik ve kötü hava koşullarının etkili olduğu, yılın kalanında ise iyileşme yaşanması bekleniyor. Geçtiğimiz dönemlerde yol haritasına uymakta kararlı olduğunu gösteren FED' in yılın son çeyreğinde iki kez faiz artırımını yapacağına ilişkin beklentiler kuvvetlendi. 2014 son çeyrekte ekonomik durgunluktan çıkan Japon ekonomisi bu yılın ilk çeyreğinde %1 büyüdüysede toparlanmaya ilişkin endişeler devam ediyor. Çin ilk çeyrekte %7 ile 2009'dan beri en düşük hızda büyürken hükümetin 2015 yılı büyüme hedefi de %7,0 olarak aşağı yönlü revize edildi. Gelişmekte olan ülkeler büyüme hızında 2013 yılından beri etkili olan ivme kaybının etkisiyle, endüstriyel emtia fiyatlarındaki değer kayıplarının da devam etmekte olduğu gözleniyor. Küresel piyasalardaki büyüme ve Çin'deki talep yavaşlamasının emtia fiyatlarını baskılamaya devam etmesiyle birlikte, güçlü dolar ve artan oynaklığın riskli varlık fiyatlamalarında etkisini göstermeye devam etmesini beklemekteyiz.

Yılın ilk çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre Türkiye ekonomisi, hizmetler öncülüğünde %2,3 ile beklentilerin üzerinde büyüdü. Arz tarafında büyümeye en fazla katkıyı hizmetler sağlarken, imalat sanayiye büyüme ise %0,8 ile oldukça düşük kaldı. Toptan ve perakende ticaret performansı da imalat sanayiye benzer şekilde hem önceki çeyreğe hem de geçen yılın aynı çeyreğine göre daha zayıf ve %1 büyüme gösterdi. 2014 yılının son çeyreğinde %2 küçülen inşaat sektörü bu yılın ilk çeyreğinde de %3,5 daraldı. Talep tarafında yerleşik hane halklarının tüketimi %4,5 ile güçlü büyürken, ithalat ve devletin nihai tüketim harcamaları da sırasıyla %4,1 ve %2,5 büyüdü. Yılın ilk çeyreğinde %0,3 daralan İhracattaki zayıflığın MENA Bölgesi ile Rusya ve BDT'ye olan ihracatımızda yaşanan gerilemeler ve zayıflayan Euro sebebiyle önümüzdeki dönemlerde de devam etmesini beklemekteyiz. Haziran ayı TCMB beklenti anketine göre 2015 yılı büyüme tahmini %3,1. Haziran 2015 verileri itibarıyla TÜFE önceki aya göre %8,09'dan %7,20'ye gerilerken, Yi-ÜFE ise %6,52'dan %6,73'e yükseldi. İkinci çeyrekte TCMB faizlerde bir değişiklik yapılmazken, Haziran ayı toplantı tutanakları özetle, gıda fiyatlarındaki göreceli iyileşmeye rağmen döviz kurlarındaki oynaklığın çekirdek enflasyonu bozmakta olduğuna vurgu yaptı. Gelecek aylarda, enflasyon ve büyümede istikrarlı seyrin net olmaması halinde, TCMB'nin para politikasında sıkı duruşu korumasını beklemekteyiz. Mayıs ayı itibarıyla son 12 aylık bütçe açığının GSYH'ya oranı %1,2 ile yılsonu için planlanan %1,1'in üzerinde seyrediyor. Faiz dışı fazlanın GSYH'ya oranı ise son 12 aylık verilere göre %1,7 ile yılsonu hedefinde bulunuyor. Nisan ayında son 12 aylık cari açık önceki aya göre 1,5 milyar \$ gerileyerek 44,3 milyar \$ oldu. Bu eğilimin 2015 yılının tamamında devam etmesini beklemekteyiz. Cari açığımızın finansmanı ile ilgili olarak, yılın son çeyreğinde Fed'in faiz artırımına başlamasına yönelik beklentilerle küresel likidite koşullarının gelişmekte olan ülkeler aleyhine dönmesi ihtimali en önemli risk unsuru olmaya devam ediyor.

2015 yılı ikinci çeyreği için BİST Sınai Endeksinin şu anda seyretmekte olduğu 80 binin üzerinde hareketine devam etmesi durumunda, hisse senedine %30, sabit getirili menkul kıymetlere %45, kıymetli madenlere %10 ve döviz sepetine %15 ağırlık verilerek Varlık Yönetim Modeli portföyümüzü çeşitlendirmekten yanayız. Küresel büyümede zayıflama, Fed'in faiz artırımlarına 2015 yılının son çeyreğinde başlaması ve ülkemizde hükümet kurulumuyla ilgili devam eden siyasi belirsizlik hisse senetleri piyasası için aşağı yönlü risklerin başında geliyor. Son 4 çeyrekte Varlık Yönetim Modeli portföyümüz yıllık %11,73 getiri ile sabit getirili ve kıymetli madenlerin yıllık getirisinin üzerinde performans sergilemiştir. Burada BMD Hisse Senetleri Model portföyümüzün aynı zamanda BİST Sınai endeksinin %14,53 olan yıllıklandırılmış performansının üzerinde ve yıllık %15,57 getiri sağlaması etkili olmuştur.

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

07.07.2015

KÜRESEL GÖRÜNÜM

ABD

ABD ekonomisi, yılın ilk çeyreğinde %0,2 daraldı. Güçlenen Dolar'ın etkisiyle azalan ihracat ve artan ithalat büyümeye olumsuz etki ederken, kişisel harcamaların aynı dönemde %2,1 artmış olması iç talebin canlı olduğunu gösterdi. Konuyla ilgili olarak, Fed Başkanı Yellen ve ekonomiden sorumlu diğer yetkililer daralmanın sert kış koşulları ve batı yakası limanlarındaki grevlerden kaynaklanan geçici bir durum olduğuna ilişkin açıklamalarda bulundular. 2. Çeyrekte gelen veriler bu açıklamaların pek de haksız olmadığını gösterdi. İstikrarlı bir şekilde işgücü piyasası yılsonuna doğru büyümenin de yoluna girebileceğine işaret ediyor. Enflasyonun seyrinde petrol fiyatlarındaki gerilemenin negatif etkisi devam ederken, istihdam piyasası ile ücret artışlarındaki iyileşmelerle birlikte tüketici güveninde görülen yüksek seviyeler ve harcamalardaki canlanmanın bu etkiyi hafifletmesi bekleniyor. Diğer yandan, %2'lik hedefe ulaşması istenen gıda ve enerji fiyatları hariç yıllık TÜFE'deki dalgalı seyir ve ilk çeyrekte ekonominin daralması politika yapıcıları faiz kararı konusunda temkinli olmaya itiyor. (ok)

Geçtiğimiz dönemlerde yol haritasına uymakta kararlı olduğunu gösteren FED' in yılın son çeyreğinde iki kez faiz artırımını yapacağına ilişkin beklentiler kuvvetlendi. FED Haziran ayı FOMC toplantısında da faiz değişikliğine gitmedi. FED üyeleri 2015 için yılsonu federal fonlama oranı tahminlerinin medyanını 0,625'te tuttu. Üyelerin 2016 için bu oranı %1,875'ten %1,625'e düşürmeleri ise faiz artırımının kademeli ve yavaş olacağına işaret etti. Olumlu istihdam verileriyle birlikte enflasyon görünümünde de aşağı yönlü baskıların hafiflediğine işaret eden Yellen, geride bıraktığımız dönemde de artırımın verilere bağlı olacağını yineledi. İlk çeyrekteki daralma sonrasında ekonominin ivmelendiğine dair sinyaller artsa da bazı yetkililer erken bir faiz artırımının zararlarına işaret ederek ekonominin kırılganlığına vurgu yapmayı sürdürüyor. FED küresel ekonomideki gelişmeleri yakından izliyor ve kararlarında göz önünde bulunduruyor. Bu açıdan Japonya ve Çin ekonomilerindeki yavaşlama, Euro Bölgesi'ndeki toparlanma çabaları ve gelişen ülke ekonomilerinde gerileyen büyüme beklentileri FED'in para politikasını küresel genişlemeden ayırıştırma kararı için önem teşkil ediyor. "Taper tantrum" olarak adlandırılan ve düşük seviyelerdeki tahvil faizlerinin hızlı bir şekilde yükselmesi şeklide görülen piyasa tepkisi tehlikesi de FED'i kademeli bir artırma yönlendirebilir.

AVRO BÖLGESİ

Avro Bölgesi yılın ilk çeyreğinde çeyreklik %0,4, yıllık bazda ise %1 büyüdü. İlk çeyrekte yaşanan büyüme ihracat ve tüketimden destek buldu. Nitekim hanehalkı tüketimi ve yatırımlar sırasıyla %0.5 ve %0.8 yükselirken, ihracat da %0.6 artış gösterdi. Öte yandan, petrol fiyatlarındaki düşüş ve Avrupa Merkez Bankası'nın tahvil alım programına bağlı olarak Euro'nun zayıflaması Avrupa Bölgesi ihracatının artmasına destek oldu. İkinci çeyrekte başta PMI verileri olmak üzere açıklanan diğer makroekonomik veriler de beklentilerin üzerinde gerçekleşti. Ayrıca TÜFE'nin Mayıs ayında ilk kez yükseliş göstermesi ve Haziran ayında da yükselişini devam ettirmesi politika yapıcıların deflasyon endişelerinin azalmasına yardımcı oldu. Parasal genişlemenin etkisinin henüz hissedilmediği Nisan ayında yavaşlayan üretim artışı Mayıs ve Haziran aylarında ivmelendi. Diğer yandan, ekonomik verilerin iyileşmeyi işaret ediyor olmasına rağmen hala çözülemeyen Yunanistan sorunu nedeniyle yatırımcı güveni Haziran'da azalış gösterdi. Yunanistan'la ilgili gelişmelerin Euro Bölgesi'nde yaşanan olumlu gelişmeleri gölgeledi. Yunanistan'ın borç krizine ilişkin gerçekleştirilen müzakerelerde anlaşma sağlayamaması ve IMF'e olan borcunu da ödemeyeceğini belirtmiş olmasının bu durumun en önemli sebepleri olduğunu söyleyebiliriz. Avrupa tarafında yaşanan bu belirsizlik piyasalarda sert dalgalanmalara sebep olurken son olarak 5 Temmuz'da gerçekleştirilen referandumdan "hayır" kararı çıkması Yunanistan'ın Avro para birliğinden çıkıp çıkmayacağı konusunda yaşanan belirsizliğin devam etmesine neden oluyor. Önümüzdeki çeyrekte de Yunanistan ve kreditorlerinin nasıl bir yol izleyeceği Avrupa Bölgesi ekonomisini yakından etkilemeye devam edeceğe benziyor. Diğer yandan, Avrupa Merkez Bankası'nın tahvil alım programının da etkisiyle ikinci çeyrekte bölgenin en büyük ekonomisi Almanya başta olmak üzere İtalya

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

07.07.2015

ile Fransa'nın da desteğiyle Euro Bölgesi'nde yaşanan toparlanmanın, Yunanistan konusunun derinleşmesine direnç gösteriyor olduğunu görmekteyiz.

JAPONYA

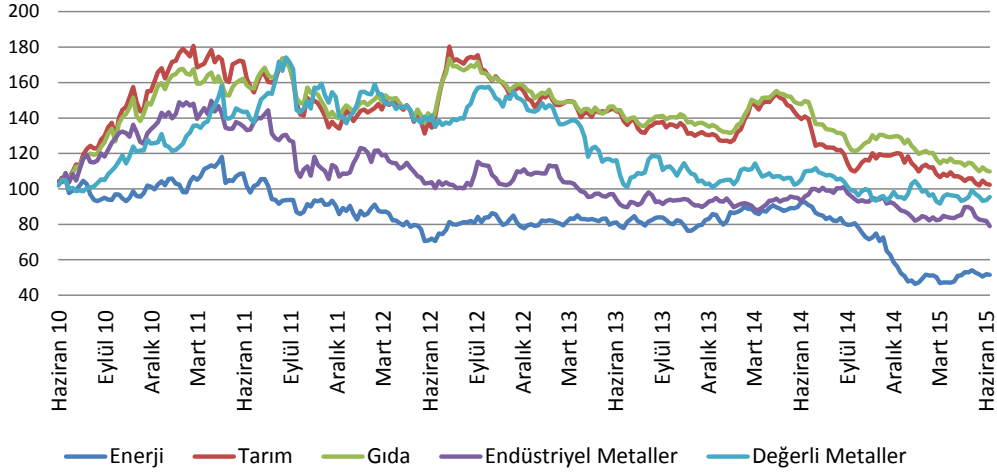
2014 son çeyrekte ekonomik durgunluktan çıkan Japon ekonomisi bu yılın ilk çeyreğinde de %1 büyüyüşe de toparlanmaya ilişkin endişeler devam ediyor. Büyümede artan işletme harcamaları, stok birikimi ve Yen'in zayıflamasıyla yükselen ihracat gelirleri etkili oldu. Diğer yandan, enflasyonun hedeflenen seviyelere ulaşması konusunda endişeler devam ediyor. Ancak, işsizlik oranlarının düşüşünü sürdürüyor ve ihracat şirketlerinin ücret artışı sinyalleri veriyor olması Japonya ekonomisi ile ilgili olumlu sinyaller veriyor. BOJ yönetimi, ücret artışı sinyalleri ve petrol fiyatlarındaki toparlanmaların O'a yakın seyreden enflasyon görünümüne olumlu yansıtacağı konusunda iyimser. Diğer yandan Mayıs ayında sanayi üretiminde gerçekleşen %2,2'lik aylık gerileme iyimserliği biraz gölgeledi. Bununla birlikte, Çin ve ABD'de büyümenin beklentilerden zayıf gerçekleşmesi, zayıf Yen'e rağmen Japonya'da ihracat odaklı toparlanmayı olumsuz etkileyebilir. GSYİH'nin %230'u düzeyinde seyreden kamu borcunun azaltılması Japonya'nın öncelikli hedefi olmaya devam ederken buna ulaşılabilmesi için mali düzenleme ve daha hızlı büyümeye gereksinim duyuluyor.

ÇİN

Çin ilk çeyrekte %7 ile 2009'dan beri en düşük hızda büyürken hükümetin 2015 yılı büyüme hedefi de %7,0 olarak aşağı yönlü revize edildi. OECD de Haziran ayında yayınladığı raporunda Çin için 2015 yılı büyüme tahminini Kasım'da belirlediği %7,1'den %6,8'e ve 2016 büyüme tahminini ise %6,9'dan %6,7'ye çekti. OECD, raporunda aşağı yönlü revizyonun ülkenin büyüme stratejisini dönüştürme çabalarını yansıttığını belirtti. Çin yönetimi şimdiye kadar yatırım ve ihracata dayalı olan büyüme stratejisini tüketim harcamaları yoluyla büyümeye dönüştürmek istiyor. Emlak sektöründeki gerileme, aşırı sanayi kapasitesi, yolsuzluk ve dezenflasyon gibi sıkıntılarla mücadele eden Çin yönetimi parasal genişleme silahını kullanıyor. Kasım ayından beri faiz oranlarını 4 kez düşürerek %4,85'e indiren Çin Merkez Bankası(PBOC), zorunlu karşılıklarda da 2 kez indirmeye gitti. Çin hükümeti, ticari bankaların %75'lik kredi-mevduat oranı sınırlamasını sonlandırmak için de bir taslak hazırladı. Gevşek para politikası sonucunda yatırımların artması için ihtiyaç duyulan kredi büyümesi yavaşça gerçekleşirken faiz indirimleri hisse senedi piyasalarında da volatilitiyi beraberinde getirdi. Çin ekonomisindeki yavaşlama, azalan yatırımlar ve ithalat, şimdiden emtia fiyatlarında önemli düşüşlere neden olmuş durumda ve bu yavaşlamanın sürme ihtimali küresel piyasalara ilişkin endişelerin artmasına neden oluyor.

EMTİA PİYASASI

Yılın ikinci çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre enerji fiyatlarında haricinde tüm küresel emtia fiyatlarında değer kayıpları yaşandı. Bloomberg küresel enerji emtia fiyatları endeksi ikinci çeyrekte %9,3 yükselirken, tarım, gıda, endüstriyel metaller ve değerli metaller emtia endeksleri sırasıyla %4,7, %4,6, %6,1 ve %1,6 değer kaybetti. 2014 yılında en fazla enerji olmak üzere diğer tüm emtia fiyatları da aşağı yönde seyretmişti. 2015 yılı ilk yarısında ise enerji ve değerli metallerde yatay; ancak, tarım, gıda ve endüstriyel metallerde sırasıyla %14,6, %14,8 ve %10 düşüş var. İran'a uygulanan yaptırımların kaldırılmasına yönelik beklentiler ikinci çeyreğin başında petrol fiyatlarını baskılamakta, Suudi Arabistan'ın Asya'ya petrol satışları için fiyatları yükseltmesi, Çin'in son 7 ayda dört kez faiz indirimine gitmesi ve Yemen'de meydana gelen hava saldırıları petrol fiyatlarının yukarı hareketlenmesinin ana sebepleri oldu. Diğer yandan, petrol piyasasında arz fazlasına ilişkin endişeler devam ediyor. OPEC'in pazar payını korumak için üretimi sabit tutacağını açıklaması da petrol üretiminin artırabileceği endişelerini gündemde tutmaya devam ediyor. Başta gıda olmak üzere enerji dışındaki diğer emtia fiyatlarının gerilemekte olmasını Türkiye'nin enflasyon ve dış ticaret verilerini olumlu etkilemesini beklemekteyiz.

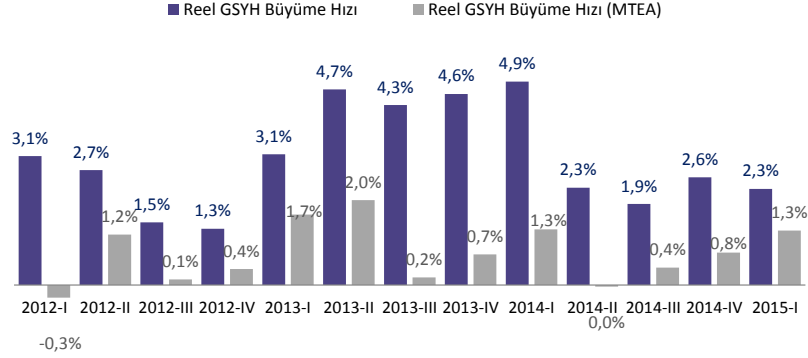
ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU**07.07.2015****Bloomberg Emtia Fiyat Endeksleri (\$)**

Kaynak: Bloomberg, BMD Araştırma

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

07.07.2015

TÜRKİYE EKONOMİSİ



Kaynak: TÜİK, BMD Araştırma

Yılın ilk çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre Türkiye ekonomisi, hizmetler öncülüğünde %2,3 ile beklentilerin üzerinde büyüdü. Arz tarafında büyümeye en fazla katkısı finans ve sigorta faaliyetleri sağlarken, en yüksek çeyreklik büyüme ise %14 ile Mesleki, Bilimsel ve Teknik faaliyetlerde gerçekleşti. İmalat sanayideki büyüme ise %0,8 ile oldukça düşük kaldı. Son çeyrekte imalat sanayideki büyüme hem bir önceki çeyreğin hem de geçen yılın aynı çeyreğinin altında kaldı. Toptan ve perakende ticaret performansı da imalat sanayiye benzer şekilde hem önceki çeyreğe hem de geçen yılın aynı çeyreğine göre daha zayıf büyüme gösterebildi (%1). 2014 yılının son çeyreğinde %2 küçülen inşaat sektörü bu yılın ilk çeyreğinde de %3,5 daraldı. Talep tarafında yerleşik hane halklarının tüketimi %4,5 ile güçlü büyürken, ithalat ve devletin nihai tüketim harcamaları da sırasıyla %4,1 ve %2,5 büyüdü. 2014 yılı boyunca her çeyrek küçülen sabit sermaye oluşumu bu yılın ilk çeyreğinde geçen yılın aynı dönemine göre önemli bir değişiklik göstermedi. Ancak kamuda sabit sermaye yatırımları %10,2 düşerken, özel sektör sabit sermaye yatırımlarında ise %1,9'luk artış var. 2014 yılına iyi başlayan ihracat büyüme hızı, yılın kalanında sürekli performans kaybetmişken 2015 yılı ilk çeyreğinde yerini daralmaya bıraktı (-%0,3). İthalatta ise bunun aksi bir durum olduğunu görüyoruz. 2014 yılı genelinde %0,2 küçülen ithalat son iki çeyreğin her birinde %4'ün üzerinde artış gösterdi. Ancak, düşen enerji maliyetleri ve altın dış ticaret dengemizdeki iyileşme sayesinde yılın ilk beş ayında dış ticaret dengemiz geçen yılın aynı dönemine göre önemli iyileşme gösterdi. Sonuç olarak büyümenin bileşenlerine baktığımızda talep tarafında yurtiçi harcamalardaki canlanmayı ve özel sektör sabit sermaye yatırımlarındaki artışı, arz tarafında ise hizmetlerdeki büyümeyi olumlu bulmaktayız. Diğer yandan, hükümet kurulması ile ilgili politik belirsizliklerin uzun sürmesi halinde, yıl geneli için büyüme performansının bu durumdan olumsuz etkilenmesini beklemekteyiz. Haziran ayı TCMB beklenti anketine göre 2015 yılı büyüme beklentisi %3,1, Dünya Bankası'nın Türkiye için 2015 yılı büyüme tahmini ise %3 seviyesinde bulunuyor.

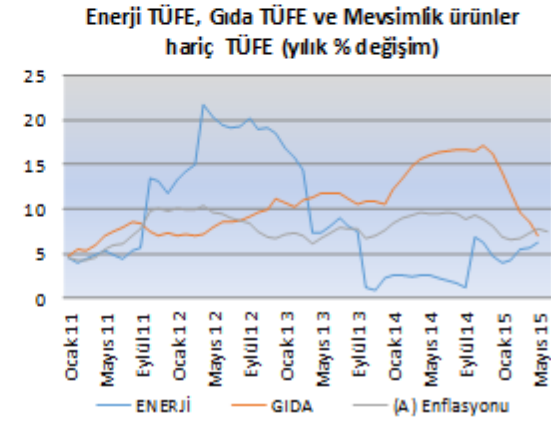
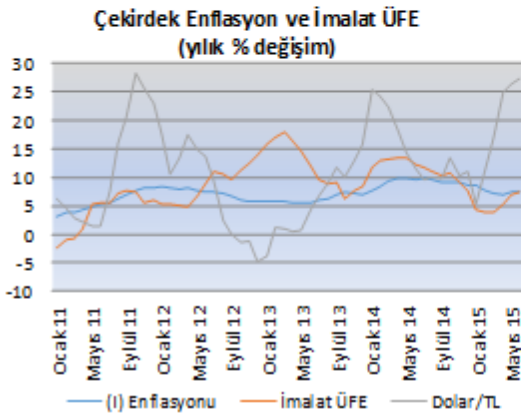
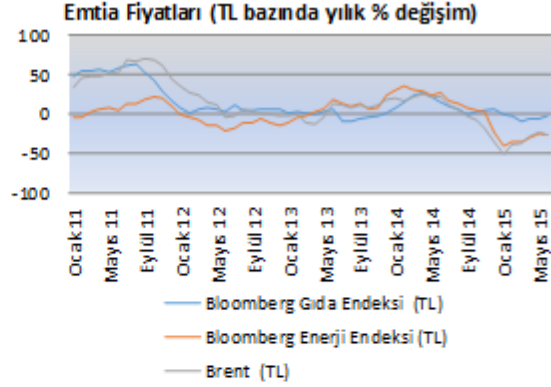
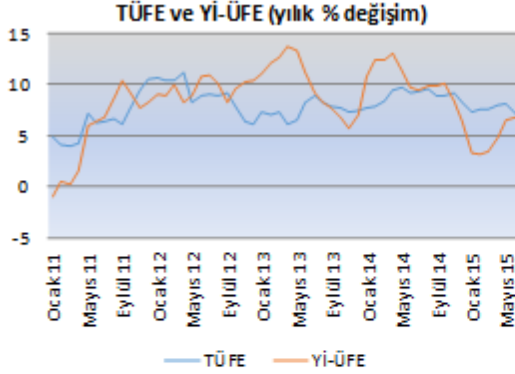
BÜYÜME	GERÇEKLEŞME				ORTA VADELİ PROGRAM			
	2011 G	2012 G	2013 G	2014 G	2014 T	2015 P	2016 P	2017 P
GSYH (Milyar TL, Cari Fiyatlarla)	1.298	1.416	1.567	1.750	1.764	1.945	2.150	2.370
GSYH (Milyar \$, Cari Fiyatlarla)	776,7	786,0	823,9	799,8	810,0	850,0	907,0	971,0
Kişi Başına Millî Gelir (GSYH, \$)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

Kaynak: TC Kalkınma Bakanlığı, TÜİK, BMD Araştırma

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

07.07.2015

ENFLASYON



Haziran 2015 verileri itibarıyla TÜFE önceki aya göre %8,09'dan %7,20'ye gerilerken, Yİ-ÜFE ise %6,52'den %6,73'e yükseldi. Gıda ve alkolsüz içeceklerde yaşanan aylık gerileme 2,79% ile Temmuz 2012'den bu yana yaşanan en sert gerileme oldu. Aylık enflasyon ise Haziran ayında %0,51 ile son 4 yılda gerçekleşen en hızlı gerilemeyi gösterdi. Mevsimlik ürünler hariç çekirdek enflasyon Haziran ayında bir önceki ayki %7,85 seviyesinden %7,5'e gerilerken, özel tanımlı I enflasyonu ise aynı dönemlerde %7,48'den %7,51'e yükseldi. Haziran ayında enflasyondaki gerilemenin önemli oranda gıda fiyatlarındaki düşüşten kaynaklanmış olduğu ve gıda fiyatları hariç özel tanımlı enflasyon oranlarında önemli iyileşme olmadığı görülüyor. Son iki ayda gıda ve alkolsüz içecekler enflasyonunda gerçekleşen düşüş ise %5,4'e yakın. TCMB beklenti anketine göre Haziran ayında 2015 yıl sonu enflasyon tahmini ortalaması ise önceki ayki %7,5 seviyesinden %7,77'ye yükseldi. OVP'de ise %6,3 olarak öngörülüyor, gıda fiyatları ile TL'nin Dolar karşısındaki seyri hedeflere ulaşıp ulaşılmayacağı konusunda etkili olmaya devam edecek gibi görünüyor. Yİ-ÜFE'de Haziran ayında %0,25 aylık artış gerçekleşirken, bu dönemde İmalat sanayindeki aylık artış ise %0,41 ile aylık Yİ-ÜFE artışının üzerinde gerçekleşti. Böylece son üç aydır imalat sanayinde gerçekleşen aylık ÜFE toplam Yİ-ÜFE'deki artışın üzerinde kalmış oldu. İmalat sanayi içerisinde ağırlığı yüksek olan alt sektörlerden gıda ürünlerinde aylık ÜFE %0,17 olurken, tekstil ürünlerindeki %1,46'lık aylık artış ise dikkat çekti. Diğer yandan yıllık bazda gıda imalatı enflasyonu %14,59 ile yüksek seyretmeye devam ederken burada meyve sebze fiyatlarındaki yüksek seyrin korunduğu da görülmektedir.

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

07.07.2015

TCMB PARA POLİTİKALARI

Yılının ilk iki ayında politika faizinde toplamda 75 baz puanlık indirimden TCMB, yılın ilk yarısının kalan aylarında herhangi bir değişiklik yapmadı. Şubat ayında politika faizi %7,5'e, faiz koridoru %7,25- %10,75 bandına ve geç likidite borçlanma penceresi %0-%12,25'e çekilmişti. Seçim öncesi dönemde Merkez Bankası'na faiz indirmesi konusunda yapılan pek çok eleştiriye rağmen, Mart - Haziran döneminde faizlerde herhangi bir değişikliğe gidilmedi. Haziran ayı toplantısında TCMB özetle, gıda fiyatlarındaki göreceli iyileşmeye rağmen döviz kurlarındaki oynaklığın çekirdek enflasyonu bozmakta olduğuna vurgu yaptı. Gelecek aylarda, enflasyon ve büyümede istikrarlı seyrin net olmaması halinde, TCMB'nin para politikasında sıkı duruşu korumasını beklemekteyiz. Yurtiçinde 7 haziran seçim sonuçlarının koalisyonu işaret etmesi ve hükümet kurulumuyla ilgili belirsizliklerin devam ediyor olması enflasyon ve büyüme hedeflerine ulaşılması konusunda endişeleri artırırken, yurtdışında da Fed'in faiz artırımı sürecinin yaklaşması küresel likidite koşullarının seyrinde gelişmekte olan ülkeler aleyhine bir tablo ortaya koyuyor.

TCMB FAİZ ORANLARI	Oca.15	Şub.15	Mar.15	Nis.15	May.15	Haz.15	Değişiklik
Politika faizi (bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı)	7,75%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	Yok
Gecelik Borç Verme Faiz Oranı	11,25%	10,75%	10,75%	10,75%	10,75%	10,75%	Yok
Gecelik Borçlanma Faiz Oranı	7,50%	7,25%	7,25%	7,25%	7,25%	7,25%	Yok
Piyasa Yapıcısı Bankalar Gecelik Borçlanma Faizi	10,75%	10,25%	10,25%	10,25%	10,25%	10,25%	Yok
Geç Likidite Borç Verme Faiz Oranı	12,75%	12,25%	12,25%	12,25%	12,25%	12,25%	Yok
Geç Likidite Borçlanma Faiz Oranı	0%	0%	0%	0%	0%	0%	Yok

Kaynak: TCMB, BMD Araştırma

BÜTÇE

Mayıs ayı itibarıyla son 12 aylık bütçe açığının GSYİH'ya oranı %1,2 ile yılsonu için planlanan %1,1'in üzerinde seyrediyor. Faiz dışı fazlanın GSYİH'ya oranı ise son 12 aylık verilere göre %1,7 ile yılsonu hedefinde bulunuyor. 2015 yılının ilk beş ayında bütçe gerçekleştirmelerine bakıldığında gelirlerde %12,5, giderlerde %12,1 artış var. Vergi gelirleri performansı yılın ilk beş ayındaki performansı ile karşılaştırıldığında Mayıs ayında zayıflamış. Faiz hariç giderler ise yıllık ilk beş ayında %12 artmışken Mayıs ayında %25,1 arttı. Mayıs ayında faiz giderlerinde keskin düşüş yaşanması ise bütçe dengesinde iyileşme olmasının temel sebebi olmuş. Yılın ilk beş ayında faiz dışı fazlada 27,2'den 33 milyar TL'ye artış, bütçe açığında ise 22,7'den 20,1 milyar TL'ye azalış var. Mayıs ayında seçimler dolayısıyla harcamaların artmış olduğunu düşünmekle birlikte, politik belirsizliğin devam ediyor olması sebebiyle erken seçimin de gündemde olmasının bütçe hedefinin üzerindeki aşağı yönlü risklerin başında geldiği görüşünderiz.

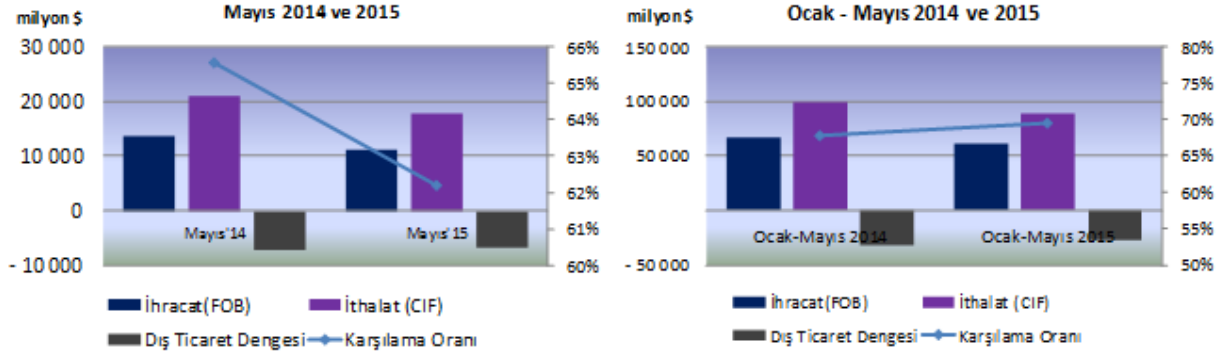
MERKEZİ YÖNETİM BÜTÇE DENGESİ	GERÇEKLEŞME				ORTA VADELİ PROGRAM			
	2011 G	2012 G	2013 G	2014 G	2014 T	2015 P	2016 P	2017 P
HARCAMALAR (Milyar TL)	313,3	361,9	408,2	448,4	448,4	472,9	506,8	541,3
Faiz Hariç Harcamalar	271,1	313,5	358,2	398,5	398,2	418,9	452,8	486,3
Faiz Giderleri	42,2	48,4	50	49,9	50,2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

Kaynak: TC Kalkınma Bakanlığı, TÜİK, BMD Araştırma

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

07.07.2015

DIŞ TİCARET



Kaynak: TÜİK, BMD Araştırma

2015 yılının ilk beş ayı itibarıyla dış ticaret açığında önceki yılın aynı dönemine göre iyileşme var; ancak, bu durum enerji maliyetlerinde düşüş ve dış ticaret hacmindeki daralmadan kaynaklanıyor. 2014 yılında ithalat %3,8 azalırken ihracat aynı yüzdesel oranda artmış ve yıllık dış ticaret açığı %15,3 azalmıştı. İthalatın azalıp ihracatın artması 2014 yılı büyümemize de olumlu yansımıştı. 2015 Mayıs ayı verileri itibarıyla yılın ilk beş ayında geçen yılın aynı dönemine göre ihracat ve ithalat sırasıyla %8,4 ve %10,6 azaldı. Aynı zamanda dış ticaret hacmi %9,7 gerilerken, dış ticaret dengesi de %15,2 azalmış oldu. Altın ve enerji hariç dış ticaret açığında ise 4 milyar\$'dan biraz fazla bir kötüleşme var. Geçen yılın ilk beş ayına göre bu yıl altın ve enerji dış ticaret dengemizde sırasıyla 3,76 ve 5,14 milyar \$'lık iyileşme var. Bu dönemde enerji ithalatımızda %24'ün biraz üzerinde bir gerileme var ve bu gerileme karşılaştırılan dönemlerde küresel enerji fiyatlarındaki gerilemeden az. Bu durum da aslında düşen enerji maliyetleri sayesinde enerji talebimizin arttığını gösteriyor. Diğer yandan, düşük seyreden petrol fiyatlarının, dış ticaret dengemize 2015 yılı boyunca olumlu etkilerinin yılın ikinci yarısında azalarak da olsa devam etmesini beklemekteyiz. İhracat pazarlarımıza baktığımızda yılın ilk beş ayında Rusya ve Irak'a yapılan ihracatımızda sırasıyla %38,3 ve %26 gerileme var. AB'ye olan ihracatımızda ise %10,6 gerileme olduğu görülüyor. Burada Euro'nun Dolar karşısında değer kaybetmesi etkili olurken bu durumun yıl boyunca devam etmesini beklemekteyiz.

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

Kaynak: TC Kalkınma Bakanlığı, TÜİK, BMD Araştırma

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

07.07.2015

ÖDEMELER DENGESİ

Nisan ayında son 12 aylık cari açık önceki aya göre 1,5 milyar \$ gerileyerek 44,3 milyar \$ oldu. Bu eğilimin 2015 yılının tamamında devam etmesini beklemekteyiz. 2015 yılının ilk dört ayında cari açık geçen senenin aynı döneminde göre 2,2 milyar \$ gerileme gösterdi. Karşılaştırılan dönemlerde altın dış ticaretindeki değişimin cari açığı 3,2 milyar \$ iyileştirici etkisinin olduğu görülüyor. Nisan 2015 itibarıyla son 12 aydaki enerji dışı cari işlemler dengesi 0,4 milyar \$ fazla veriyor, ancak burada yıl başından beri düşüş eğilimi var. Yılın tamamı için 2014 yılında hedeflenen miktarla aynı ve 46 milyar \$ cari açık hedefleniyor. Ancak, düşük seyreden petrol fiyatları sayesinde gerçekleşmenin bu rakamın altında kalması ihtimali yüksek. Cari açığımızın finansmanı ile ilgili olarak, yılın son çeyreğinde Fed'in faiz artırımına başlamasına yönelik beklentilerle küresel likidite koşullarının gelişmekte olan ülkeler aleyhine dönmesi ihtimali en önemli risk unsuru olmaya devam ediyor.

İSTİHDAM

Mart 2015 verilerine göre işsizlik oranı %10,6 seviyesinde bulunuyor. Bir önceki ayda %11,2 olan işsizlik oranında Mart ayında önemli iyileşme varmış gibi görünse de, mevsimsellikten arındırılmış işsizlik oranı bu dönemlerde sadece %10,2'den %10'a iyileşebilmiş. Mevsimsellikten arındırılmış işsizlik oranındaki gerileme, istihdamın önceki aya göre %0,5 işgücünün ise %0,3 artması sayesinde gerçekleşti. Mevsimsellikten arındırılmış işgücüne katılma oranının da bir önceki aydaki %50,8 seviyesinden Mart ayında %50,9'a yükselmiş olduğu görülüyor. Bu durum son ayda işgücü piyasasındaki iyileşmeyi teyit ediyor. Ancak, özellikle hükümet kurulumuyla ilgili belirsizliğin devam ediyor olması sebebiyle 2015 yılı için hükümetin öngördüğü işsizlik oranı olan %9,5'in iyimser olduğu görüşündeyiz. Mart ayı itibarıyla istihdam ve işgücüne katılma oranları sırasıyla %45 ve %50,4 seviyelerinde bulunuyor.

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

Kaynak: TC Kalkınma Bakanlığı, TÜİK, BMD Araştırma

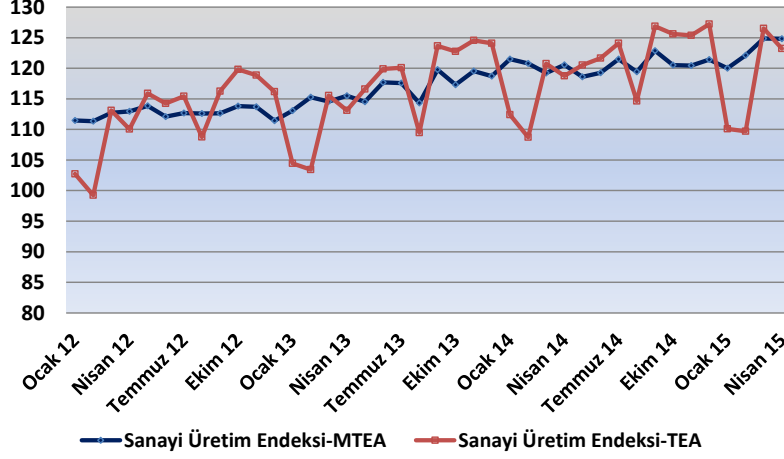
SANAYİ ÜRETİMİ

Nisan ayı takvim etkisinden arındırılmış sanayi üretim endeksi geçen yıla göre %3,8 artışla 123,2 seviyesinde bulunuyor. Son 12 ayın ortalama yıllık değişimleri ise %2,4. 2015 yılının ilk çeyreğinde sanayi üretiminde zayıflık gözlemlenirse de Nisan ayındaki yıllık değişim güçlenmeye işaret ediyor. Bu durumun yılın ikinci çeyreği boyunca devam etmesini beklemekteyiz. Reel kesim güven endeksindeki son gelişmeler de bunu teyit eder yönde. Reel Kesim Güven Endeksi yılın ikinci çeyreğinde son 12 aylık ortalamanın üzerinde seyrederken, genel gidişata dair alt endekste zayıflama olduğu görülüyor.

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

07.07.2015

Sanayi Üretim Endeksi

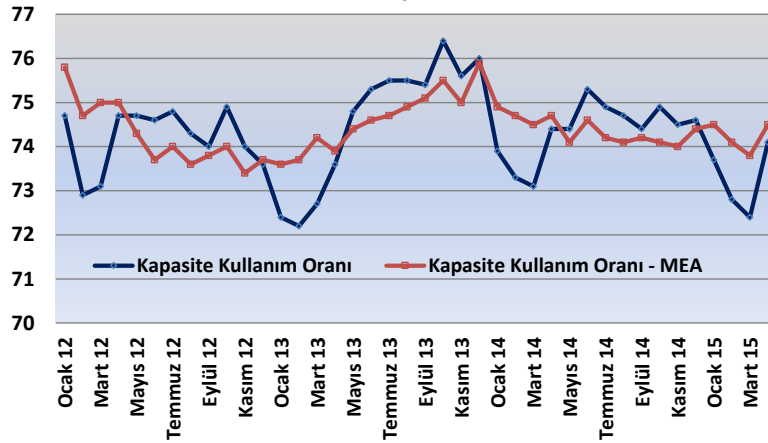


Kaynak: Bloomberg, BMD Araştırma

KAPASİTE KULLANIM ORANI

Yıllık ilk çeyreğinde kapasite kullanım oranı geçen yılın aynı döneminin altında seyrettiyse de ikinci çeyrekte ilk çeyreğe göre bir miktar iyileşme gösterdi. Geçen yılın aynı çeyreği ile karşılaştırıldığında ise herhangi bir değişiklik yok. Karşılaştırılan dönemlerde mevsim etkilerinden arındırılmış kapasite kullanım oranı verilerindeki değişiklik arındırılmamış verilere aynı yönde. Mal gruplarına göre kapasite kullanım oranlarını geçtiğimiz yılın ikinci çeyreği ile karşılaştırıldığında ise sadece yatırım mallarında artış, diğerlerinde ise düşüş var.

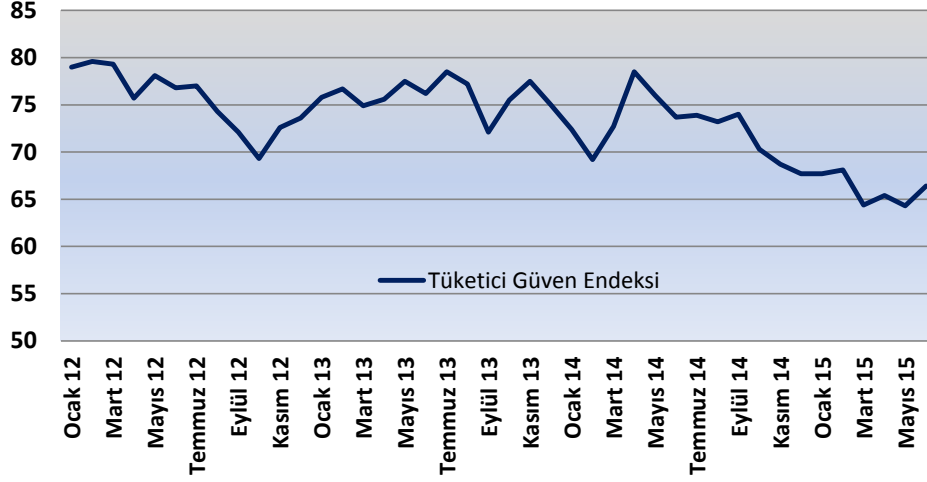
İmalat Sanayi KKO (%)



Kaynak: Bloomberg, BMD Araştırma

TÜKETİCİ GÜVEN ENDEKSİ

Mayıs 2015'te Tüketici Güven Endeksi, Mart 2009'dan bu yana gördüğü en düşük seviye olan 64,3 seviyesine gerilediyse de Haziran itibarıyla 66,4 seviyesinde bulunuyor. Haziran ayında, bir önceki aya göre tüketici güven endeksi %3,3 arttıysa da geçen yılın aynı ayına göre %9,9 aşağıda. Haziran ayında önceki aya göre gelecek 12 aylık dönem için hanenin maddi durum beklentisi, genel ekonomik durum beklentisi ve işsiz sayısı beklentisi iyileşme gösterirken, tasarruf etme eğiliminde ise kötüleşme yaşandı.

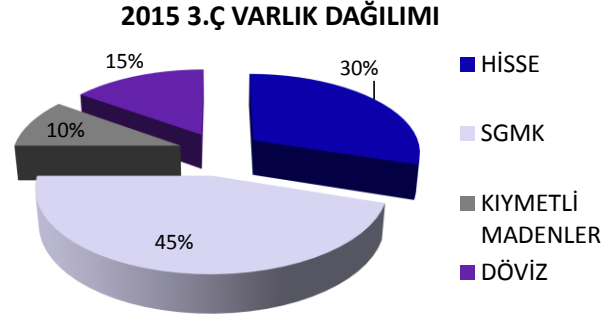
ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU**07.07.2015****Tüketici Güven Endeksi***Kaynak: Bloomberg, BMD Araştırma*

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

07.07.2015

VARLIK YÖNETİM MODELİ

2015 3.Ç VARLIK DAĞILIMI				
BİST-SIN	HİSSE	SGMK	KIYMETLİ MADENLER	DÖVİZ
80000 ve üzeri	30	45	10	15
75000 - 80000	35	45	5	15
70000 - 75000	35	40	10	15
65000 - 70000	40	35	10	15
65 000 ve altı	45	30	10	15



2015 yılı ikinci çeyreği için BİST Sınai Endeksinin şu anda seyretmekte olduğu 80 bin üzerinde hareketine devam etmesi durumunda, hisse senedine %30, sabit getirili menkul kıymetlere %45, kıymetli madenlere %10 ve döviz sepetine %15 ağırlık verilerek Varlık Yönetim Modeli portföyümüzü çeşitlendirmekten yanayız. Bir önceki çeyrekte sınai endeksi 80 bin'in üzerindeyken varlık dağılımı önerimizi %30 hisse, %50 SGMK, %5 kıymetli madenler ve %15 döviz sepeti olarak belirlemiştik. 2015 yılının üçüncü çeyreği için ise model portföyümüzdeki Hisse Senedi ve Döviz Sepeti ağırlıklarını değiştirmeden, kıymetli madenleri %5'ten %10'a artırıp, SGMK ağırlığını %50'den %45'e indirmektedir. Küresel büyümede zayıflama, Fed'in faiz artırımlarına 2015 yılının son çeyreğinde başlaması ve ülkemizde hükümet kurulumuyla ilgili devam eden siyasi belirsizlik hisse senetleri piyasası için aşağı yönlü risklerin başında geliyor. Altın ve gümüş fiyatlarında önümüzdeki çeyrekte çok aşırı hareketli bir seyir bekliyor olmamıza rağmen, Yunanistan'ın Euro Bölgesinde kalıp kalmayacağına dair devam eden belirsizlik ve bunun Euro üzerinde oluşturabileceği baskıları göz önünde bulundurarak, bir önceki çeyreğe göre modelimizde yer alan kıymetli madenler ağırlığını %5 artırmaktayız. Sınai Endeksinin 80 bin seviyesinin altında en az on gün art arda işlem görmesi durumunda kıymetli madenler ağırlığının azaltılıp hisse senedi ağırlığının %30'dan %45'e yükseltilmesinin iyi fikir olacağı görüşündeyiz. Son 4 çeyrekte Varlık Yönetim Modeli portföyümüz yıllık %11,73 getiri ile sabit getirili ve kıymetli madenlerin yıllık getirisinin üzerinde performans sergilemiştir. Burada BMD Hisse Senetleri Model portföyümüzün aynı zamanda BİST Sınai endeksinin %14,53 olan yıllıklandırılmış performansının üzerinde ve yıllık %15,57 getiri sağlaması etkili olmuştur.

BMD VARLIK YÖNETİM MODELİ KARŞILAŞTIRMALI PERFORMANSI

Önerilen Varlık	Risk (β)	Yıllık Beklenen Getiri (%) *	Önerilen Ağırlık**				Dönemsel Getiri				Son 4 Çeyrek Bileşik Getiri (01/07/2014-30/06/2015)	Kümülatif Getiri (18/08/2011-30/06/2015)	
			2014 3.Çeyrek	2014 4.Çeyrek	2015 1.Çeyrek	2015 2.Çeyrek	2014 3.Çeyrek	2014 4.Çeyrek	2015 1.Çeyrek	2015 2.Çeyrek			
Hisse Senedi (BMD Mali Sektör Dışı Hisse Portföyü)	0,77	13,3%	24%	26%	35%	31%	0,35%	20,81%	-5,34%	0,71%	15,57%	120,00%	
Sabit Getirili Varlık	0,02	9,1%	56%	49%	45%	49%	2,87%	2,41%	2,64%	2,64%	11,00%	41,98%	
Döviz (%50 Dolar - %50 Euro)	-0,18	8,0%	10%	15%	10%	14%	3,24%	0,27%	5,81%	4,77%	14,75%	34,05%	
Kıymetli Madenler (%50 GOLDP - %50 SLVRP)	-0,08	8,6%	10%	10%	10%	6%	-5,36%	-3,09%	13,58%	0,05%	4,22%	-21,35%	
BMD Varlık Yönetim Modeli	0,26	10,4%	100%	100%	100%	100%	1,48%	6,40%	1,26%	2,18%	11,73%	54,45%	
* Sermaye piyasası araçları için Yıllık Beklenen Getiri hesaplamamızda Risksiz Getiri Oranı %9 ve Piyasa Risk Primi %5,5 olarak varsayılmıştır.											Yıllık Getiri***		BMD Varlık Yönetim Modeli
** Modelimizdeki varlıkların ağırlıkları BİST Sınai Endeksi'nin değişen bant aralıklarına göre değişmektedir. Bu nedenle, önerilen ağırlık hesaplamaları 3 aylık dönem içerisinde BİST Sınai Endeksi'nin farklı bant aralıklarında geçirdikleri gün sayısına göre hesaplanmaktadır. Önerilen ağırlıklarda değişiklik yapılması için gerekli koşul BİST Sınai endeksinin mevcut bandın dışında en az 10 gün arka arkaya işlem görmesidir.											Enflasyon (TÜFE):	7,20%	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:	14,53%	11,73%
											BMD Hisse Portföyü:	15,57%	Yıllık Bileşik Getiri
											Sabit Getirili MK'ler:	11,00%	
											Döviz Sepeti:	14,98%	
											Kıymetli Madenler:	4,30%	

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

07.07.2015

HİSSE SENEDİ (%30)

2015 yılının ikinci çeyreğinde, küresel piyasalara gelişmiş ülke merkez bankaları arasındaki temel politika farklılıkları ve Yunanistan borç krizi endişesi yön verirken; yurtdışında TCMB'nin normalleşme politikaları da BIST100'de daha hafif dalgalanmalar yaşanmasını sağladı. İkinci çeyrekte, ABD ve İngiltere gibi güçlü büyüyen ekonomiler parasal sıkılaşmaya giderken; Euro Bölgesi ve Japonya gibi ekonomisi görece yavaş büyüyen ülkelerde merkez bankaları parasal genişleme programlarına yöneldi. FED, faiz artırımını Haziran'da gerçekleştirmek yerine kademeli olarak Eylül ve Aralık aylarına ötelemeye karar verdi. İstihdam piyasasındaki kayda değer iyileşme ve işsizlik oranının Temmuz 2008'ten bu yana en düşük seviyesini görmesi bile FED'in faiz artırımına Haziran'da gitmesine yetmedi. Euro Bölgesi'nde Yunanistan ve Euro Grup liderleriyle ilgili görüşmeler başlıca gündem maddesini oluştururken; Yunanistan borç kriz sorunun çözüme ulaştırılamaması ve Euro Bölgesi'ndeki genel makro-ekonomik zayıflık, küresel piyasalardaki volatiliteye katkı sağladı. Euro Bölgesi, ilk çeyrekte alınan önlemlere rağmen; deflasyonist riskler taşıyan ve ekonomik aktivitenin zayıf kaldığı bir bölge olmaya devam etti. Ekonomik durgunluk AMB'nin likiditeyi canlandırmak için kredi aktarım mekanizmasını harekete geçirmesine ve genişlemeci bir para politikası izlemesine yol açtı. Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşu Moody's, 11 Nisan'da Türkiye'nin kredi notunu 'Baa3' olarak teyit ederken; 'durağan' olan görünümünü de 'negatif'e çekti. Küresel piyasalardaki iyimser havayla beraber kredi notunun görünümdeki değişiklik, BIST100'de fazla bir gerileme yaratmadı. Yurtdışında, TCMB'nin normalleşen politikaları ikinci çeyrekte görünümü olumluya çevirirken; üçüncü çeyrekte seçim sonrası politik belirsizliklerin bu dengeyi değiştirmesi beklenebilir.

FED ve İngiltere Merkez Bankası'nın politikalarında normalleşme eğilimlerinin artmasının beklendiği 2015'in üçüncü çeyreğinde, Avrupa ve Japonya gibi ülkelerin genişlemeci politikalara devam etmeleri bekleniyor. AMB'nin yürüteceği TLTRO ihaleleri ve tahvil alım programı küresel likidite koşullarını rahatlatabilecek olsa da; hisse senedi piyasalarındaki etkinin pozitif ama sınırlı kalmasını beklemekteyiz. Şu an uluslararası kredi kuruluşu Moody's ve Fitch tarafından 'yatırım yapılabilir' ülke sınıfında değerlendirilen Türkiye'nin bu statüyü yılın ikinci yarısında koruyamaması da ihtimal dahilinde. Bunun nedeni, yurtdışındaki politik belirsizliklerden ziyade, küresel para politikalarındaki normalleşme sürecinin Türkiye gibi gelişmekte olan piyasalar için baskı unsuru oluşturuyor olması. Düşük petrol fiyatlarının cari açık ile ilgili endişeleri azaltması iç dengeleri destekleyen olumlu bir gelişmeyken, 7 Haziran seçimleri sonrası politik belirsizliklerin etkili olduğu 2015 yılının üçüncü çeyreğinde, BIST 100 üzerindeki aşağı yönlü baskının artması beklenebilir. Diğer yandan, kurulabilecek güçlü bir koalisyon rejimiyle beraber azalan siyasi belirsizlikler ve TCMB'nin yürüttüğü politikalarla enflasyonun hedeflenen seviyelere gerilemesi, BIST 100'deki yükselişi tetikleyebilecek nedenler arasında gösterilebilir.

2015 yılının üçüncü çeyreğinde, FED'in faiz artırım kararı, Yunanistan borç krizi ve yurtdışında koalisyon ile erken seçim konusundaki gelişmeler BIST 100 üzerinde etkili olacağına benziyor. ABD ekonomisindeki ılımlı büyüme ile beraber güçlenen dolar ve AMB tahvil alım programı ile zayıflayan Euro'nun yurtdışı dinamiklerde aşağı yönlü riskler oluşturması muhtemel. FED'in faiz artırım kararı ile güçlenecek olan dolar ve artan küresel volatilitenin de gelişmekte olan ülke varlıklarına olan talepte dalgalanmaları arttırması bekleniyor. Dolara karşı % 1,4 değer kazanan Yuan dışında, diğer gelişmekte olan para birimlerinin dolar karşısında değer kayıplarının ortalama % 5,5'lere ulaştığı bir konjonktürde, Türkiye'nin de içinde olduğu gelişmekte olan ülke varlıkları üzerinde satım baskısı oluşabilir. S&P 500 Volatilite Endeksi (VIX)'indeki yükselme ve küresel risk iştahından kaçış eğilimiyle beraber, yüksek betalı BIST 100 ve lira cinsi varlıklar da volatiliteden en çok etkilenebilecek yatırım araçlarının başında geliyor.

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

07.07.2015

ULUSLARARASI HİSSE SENEDİ PİYASALARI							
Gelişmekte Olan Ekonomiler				DEĞİŞİM (%)			
ÜLKE	ENDEKS	30.06.2015	F/K	Son Hafta	Son Ay	Son Yıl	YBB
Türkiye	XU100	82.250	10,64	-1,22%	2,61%	7,03%	-3,72%
Rusya	INDEXCF	1.655	9,88	0,42%	2,13%	11,36%	18,25%
Meksika	MEXBOL	45.054	30,82	-1,13%	0,66%	5,09%	4,42%
Hindistan	SENSEX	27.781	22,24	0,74%	0,61%	9,80%	1,88%
Çin	SHCOMP	4.277	21,56	-3,32%	-16,05%	97,70%	25,32%
Brezilya	IBOV	53.081	32,60	-1,73%	0,09%	-0,17%	6,15%
Gelişmiş Ekonomiler				DEĞİŞİM (%)			
ÜLKE	ENDEKS	30.06.2015	F/K	Son Hafta	Son Ay	Son Yıl	YBB
Yunanistan	ASE	798	-	0,00%	-3,38%	-34,09%	-3,47%
İngiltere	UKX	6.521	20,68	-2,60%	-5,40%	-3,30%	0,19%
Japonya	NKY	20.236	22,97	-1,82%	-1,17%	32,64%	16,50%
Almanya	DAX	10.945	17,87	-3,68%	-3,20%	11,79%	12,89%
ABD	INDU	17.620	15,20	-1,82%	-2,33%	3,91%	-1,14%
Fransa	CAC40	4.790	25,01	-4,21%	-3,56%	8,64%	13,43%
İspanya	IBEX	10.770	18,75	-4,63%	-3,49%	-1,47%	5,51%
İtalya	ITSTAR	24.277	22,14	-2,24%	-3,22%	32,51%	31,28%

*30.06.2015 tarihi kapanış değerleri itibarıyla göstermektedir.

Kaynak: Bloomberg

SABİT GETİRİLİ YATIRIMLAR (1-3 Ay Vadeli Katılım Hesabı ve SUKUK) (%45)

2015 yılı ikinci çeyreğinde FOMC toplantı tutanaklarının yanı sıra Yunanistan'ın kreditorlerle devam eden müzakere süreci ve Euro Bölgesi'nde kalıp kalmayacağı ihtimalleri piyasalarda dikkatle izlendi. FED'in Mart ayı toplantı sonrası yaptığı açıklamalarda "sabırlı" ifadesine yer vermemesiyle yatırımcılar bu çeyrekte faiz artırımının ne zaman gelebileceğine yönelik açıklamaları yakından takip etti. Fed yetkilileri tarafından yapılan açıklamalarda ekonominin zayıf ilk çeyreğin ardından toparlanmasının beklendiği belirtildi. ABD ekonomisi ilk çeyrekte %0,2 küçüldü; ancak, Yellen açıklamalarında yavaşlamanın kısmen geçici faktörlere bağlı olduğunu ve büyümenin ılımlı bir hızla ivmeleneceğini belirtti. İkinci çeyrek sonrasında gelen olumlu ekonomik veriler dikkate alınarak yapılan açıklamalarda faizde kademeli artış vurgusu yapıldı. İş gücü piyasalarının karışık olması faiz artırımını zorlaştırır nitelikte olsa da politika yapıcıları yılsonuna kadar iki faiz artırımının olacağına yönelik tahminde bulunuyor. Fed kanadında yaşanan bu gelişmeler karşısında küresel tahviller deflasyon korkularının hafiflemesi ile tarihteki en kötü çeyrek dönemini geçirmeye hazırlanıyor. Almanya tahvil faizlerinin rekor düşük seviyede seyretmesinden dolayı yatırımcıların geri çekilmesiyle Avrupa'da tahvil piyasasında başlayan satış dalgası Fed'in borçlanma maliyetlerini artırmaya hazırlandığı spekülasyonlarıyla giderek yayıldı. Tahvil piyasasının Yunanistan borç krizine ilişkin gelişmelerden de oldukça etkilendiğini söyleyebiliriz. Son olarak Yunanistan'da gerçekleşen referandumdan hayır kararı çıkmasıyla başta ABD ve Almanya olmak üzere birçok ülke tahvili "güvenli varlık talebi" ile yükseldi. TCMB'nin ilk çeyrekte politika faizini 8,25'ten 7,5'e indirmesi, siyasi kanattan gelen baskılar sonucu yapıldığına dair eleştirilmisti. İkinci çeyrekte TCMB faiz değiştirmede. TCMB Mayıs ve Haziran ayında gerçekleştirdiği Para Politikası Kurulu toplantılarında sıkı para politikası duruşuna devam edileceğini ve alınan makro ihtiyati önlemlerin etkisiyle kredi büyüme hızlarının makul düzeylerde seyrettiğini belirtti. Hükümet kurulumuyla ilgili siyasi belirsizlik devam ediyor olsa da, gösterge tahvil faizlerinde 7 Haziran seçim sonuçlarının ardından ulaşılan seviyelerden bugüne önemli ölçüde gerileme yaşandı. Enflasyonda devam etmesi beklenen düşüş eğiliminin yılın üçüncü çeyreğinde korunacağı beklentisiyle yılın üçüncü çeyreğinde model portföyümüzde sabit getirli yatırımlar ağırlığının %45 olarak korunmasının uygun olacağı görüşündeyiz.

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

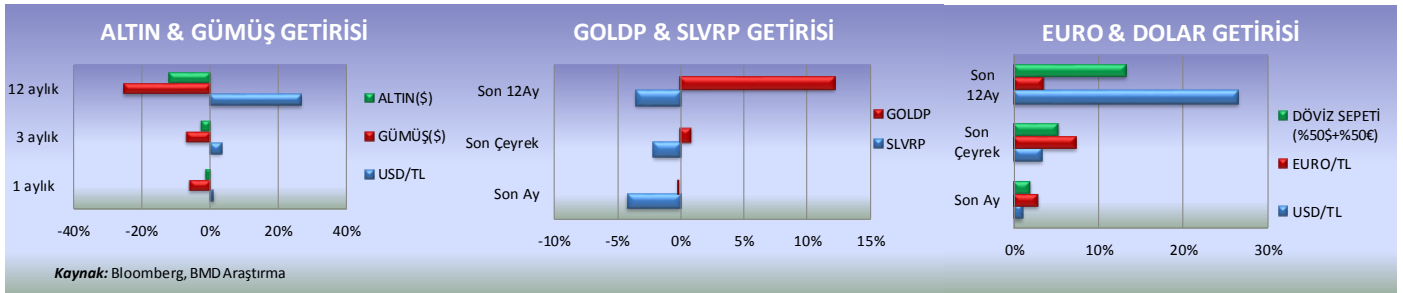
07.07.2015

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

Yılın ikinci çeyreğinde Yunanistan borç krizine ilişkin belirsizlik ve FED faiz artırımının zamanlamasına dair beklentiler başta altın olmak üzere kıymetli maden fiyatlarını etkiledi. İkinci çeyreğe 1.215 ons/\$ seviyesinden başlayan altın fiyatları; yatırımcıların dolara yönelmeleri, hisse senetlerindeki yükseliş ve Yellen'in faiz artırımını sonrasında tahvil faizlerinde ciddi bir yükseliş olabileceği yönündeki açıklamalarıyla yüksek faizden getiri sağlamayı amaçlayan yatırımcılardan gelen satış baskısı ile Nisan ayı sonlarında 1,170 ons/\$'a kadar geriledi. Bu seviyelerden, düşen tahviller ve gerileyen dolar endeksiyle yükselişini başlatan altın ABD perakende satışlar ve ÜFE verilerinin beklentilerin altında gelmesi sonrasında faiz artışının öteleneceği beklentisinin artmasıyla 3 ayın en yüksek seviyesi olan 1227 \$ seviyelerine kadar yükseldi. FED'in haziranda faiz artışına gitmeyeceği ve Eylül'e erteleneceğine ilişkin beklentilerin artmasıyla yukarı yönlü hareket eden altın 1.232 ons/\$'a yükseldi. Haziran ayının ilk haftasında açıklanan ABD Tarım Dışı İstihdam verilerinin beklentinin çok üstünde gelmesi güçlü dolar ve yüksek faiz beklentileriyle gerilemeye başlamış olan altın fiyatlarını 1,165 ons/\$ a kadar düşürürken gümüş fiyatlarının da % 0,2 gerileyerek ons başına 16,7358 Dolar'a kadar düşmesine neden oldu. Yunanistan tarafında artan endişelerin piyasalar üzerinde belirsizliğe neden olması yatırımcıların güvenli liman olarak altına yönelmesini sağladı. Ancak Yunanistan ile kreditorlerin anlaşamamasının ardından altın fiyatlarında geri çekilmeler yaşandı. Dünya Altın Konseyi(WGC) tarafından yapılan açıklamalarda ABD'nin beklenen faiz artırımını altın piyasasının zaten fiyatladığı ve bunun altın fiyatlarını çok fazla etkilemeyeceği belirtildi. Açıklamalarında altına talebin Asya merkezli olduğuna değinen WGC, Çin ve Hindistan'ın da talebin önemli payını oluşturduğunu ifade etti. Öte yandan FED etkisi ve Yunanistan belirsizliğinin devam ettiğini düşünürsek bu kapsamda emtia fiyatlarında volatil bir seyir beklemekteyiz.

DÖVİZ SEPETİ (%50 Avro, %50 Dolar) (%15)

2015 yılının ikinci çeyreğinde Dolar'ın seyrinde, FED'in olası bir faiz artırımına ne zaman gidebileceği ve Türkiye'de yapılan 7 Haziran genel seçimleri etkili oldu. Avrupa tarafında Yunanistan borç krizine ilişkin olumsuz gelişmeler yaşanırken, ABD'de açıklanan veriler sonrası ekonomik toparlanma adına net ve daha kesin gelişmeler yaşanmaması Euro/Dolar paritesinin dalgalı ve karışık seyretmesine sebep oldu. Euro/Dolar paritesi ikinci çeyrek boyunca 1,0560 – 1,1467 bandında hareket etti. İkinci çeyreğe 2,67 seviyelerinde başlayan Dolar/TL kuru, kötü gelen ABD verileriyle beraber gerileyerek 2,59 seviyelerine kadar gerilemişti. Ancak, daha sonradan tekrar güçlenen dolar endeksi ve Türkiye'de yapılan genel seçimlerde hiçbir partinin hükümet kuracak çoğunluğu elde edememesiyle beraber Dolar/TL 8 Haziran sabahında 2,80 seviyelerinde tarihi bir rekor gördü. Bu dönemde TL'nin diğer gelişmekte olan ülke kurlarına nazaran sergileyeceği performansı etkileyecek önemli gelişmelerin başında siyasi partilerin hükümet kurma çalışmaları yönünde yapacakları açıklamalar gelmektedir.



ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

07.07.2015

BMD HİSSE SENETLERİ MODEL PORTFÖYÜ

HİSSE	PORTFÖYE GİRİ		CARİ FİYAT/DEĞER				2015/03		DEĞER		Günlük Ortalama İşlem Hacmi (bin TL)
	I. LİSTE	Tarih	Fiyat	Fiyat (TL)	Hedef Fiyat (TL)	Piyasa Değeri (bin TL)	Firma Değeri (bin TL)	Net Borç (+) / Net Nakit (-)	Özsermaye	Hedef Piyasa Değeri (bin TL)	
ARCLK	02.06.2014	13,03	14,25	15,95	9.629.127	12.909.649	3.280.522	4.249.012	10.777.865	-10,66	21.052
PETKM	19.07.2011	2,46	4,28	3,90	4.280.000	4.167.825	-112.175	2.182.946	3.900.000	9,74	32.623
TCELL	25.02.2013	10,15	12,60	13,35	27.720.000	23.666.777	-4.053.223	13.435.787	29.370.000	-5,62	88.719
THYAO	22.09.2014	6,61	9,15	11,20	12.627.000	26.570.425	13.943.425	10.923.890	15.456.000	-18,30	201.382
TUPRS	12.01.2009	9,79	68,35	75,55	17.116.152	23.516.041	6.399.889	6.244.472	18.919.200	-9,53	63.494
TOASO	10.03.2015	14,73	17,85	17,90	8.925.000	10.213.742	1.288.742	1.967.737	8.950.000	-0,28	22.756
TRKCM	07.12.2011	1,74	2,30	3,30	1.699.700	1.924.632	224.932	2.465.524	2.438.700	-30,30	8.015
II. LİSTE*											
BIZIM	12.09.2011	20,96	12,75	21,65	510.000	505.259	-4.741	134.770	866.000	-41,11	6.975
BMEKS	24.05.2011	2,22	2,10	2,16	252.000	474.552	222.552	155.304	259.200	-2,78	3.856
CIMSA	03.05.2010	5,92	15,20	18,30	2.053.284	2.246.418	193.134	984.140	2.472.045	-16,94	2.665
TRGYO	26.10.2010	2,77	3,48	4,50	1.740.000	3.747.410	2.007.410	3.802.974	2.250.000	-22,67	3.476

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

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

07.07.2015

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.

BMD Strateji Raporu her çeyreğin ilk haftasında yayınlanmaktadır. 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.

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 paylaşmalarını 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 direkt veya dolaylı olarak kontrol edilen herhangi bir şirket tarafından gönderilmiş bir teklif ya da öneri oluşturmamaktadır. Herhangi bir alım-satım ya da herhangi bir enstrümanın halka arzına talepte bulunma kararı bu çalışmaya değil, arz edilen yatırım aracı ile ilgili kamuya duyurulmuş ve yayınlanmış izahname ve sirkülere dayanmalıdır. BMD ya da herhangi bir BMD çalışanı bu raporun içeriğindeki görüş ve tavsiyelere uyulması sebebiyle doğabilecek doğrudan ya da dolaylı herhangi bir zarar ya da kayıpla ilgili olarak sorumlu tutulamaz.