“Şüphe etmek, bilmeye atılan ilk adımdır..."

Descartes

GÖRÜNÜM

Ekonomi

- Aralık ayında, Türkiye'nin de dahil olduğu yükselen piyasalardan portföy çıkışları yaşanırken, global piyasalardaki risk iştahı ayın büyük kısmında düşük seyrederken, ay sonuna doğru yükselişe geçti. Başta petrol olmak üzere, emtia fiyatlarında ise düşüş süreci devam etti.
- Kasım ayında TÜFE eksi –0.44 ile beklentilerin (%0,06) oldukça altında kaldı. Böylece yıllık enflasyon %9.2'den %8.2'e geriledi.
- 2014'ün 3. çeyreğinde büyüme yıllık %1.7 ile beklentilerin (%2.9) oldukça altında gerçekleşti. Böylece yılın ilk üç çeyreğinde büyüme yıllık %2.9 oldu.
- Dış ticaret açığı Kasım ayında 8.3 milyar dolar ile 7.6 milyar dolar olan beklentinin üzerinde gerçekleşti. Böylece, yıllık dış ticaret açığımız 85 milyar dolar seviyesinden 86 milyar dolar seviyesine yükseldi. 2013 sonunda bu rakam 100 milyar dolardı. Bu durumda, yıllık 45.7 milyar dolar olan cari açığımızın Kasım ayında yaklaşık 46.7 milyar dolara yükselmesini bekleriz.
- Her Aralık ayında gördüğümüz bütçe ve faiz dışı dengede görülen büyük açıkların muhtemel tekrarını göz önüne aldığımızda bile, mevcut Ocak-Kasım gerçekleşmeleri bütçe hedeflerine rahatlıkla erişilebileceğini gösteriyor. 2015-2017 OVP'sinde; 2014 yılında bütçe açığı GSYH'nin %1,4'ü (24,4 milyar TL) ve faiz dışı fazla da GSYH'nin %1,5'i (25,8 milyar TL) olarak belirleniyor.

Finansal Piyasalar

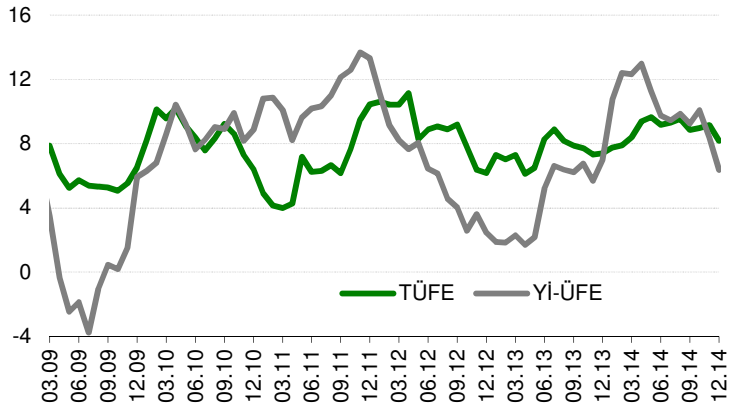
- Yurt içi piyasalarda enflasyonun düşeceği ve TCMB'nin politika faizinde indirime gideceği beklentisi oldukça güçlü. Global çapta düşen faizler de nominal olarak Türk tahvillerinin cazibesinin yüksek görünmesine yol açıyor. Dış piyasalarda faizlerdeki düşüşün sürmesi durumunda, yurtiçinde de %7 bileşik seviyesi altının dahi görülebileceğini düşünüyoruz
- Yurt içinde, petrol fiyatları ve gerileyen enflasyon olumlu etkisini hissettiriyor. Enflasyondaki düşüş TCMB'nin faiz indirimine gidebileceğine dair beklentiyi pekiştirirken, TL buna rağmen diğer GOÜ kurlarından olumlu ayrışıyor. Yine de global görünüm hesaba katıldığında, TL'deki değer kaybı eğiliminin korunacağını düşünüyoruz.
- Yeni yıla girilirken piyasaların gündeminde öncelik FED'in çıkış stratejisi olmak üzere Rusya ve Yunanistan kaynaklı gelişmeler bulunuyor. FED'e ilişkin beklentiler açısından ise Ocak ayı içerisinde açıklanacak istihdam verileri (9 Ocak) ve FED toplantısı (28 Ocak) hisse piyasaları açısından önem taşımaktadır. Gerileyen petrol fiyatları Türk hisse piyasası açısından destekleyici olmayı sürdürürken, beklentilerin altında gelen Aralık ayı enflasyon verisiyle TCMB'ye yönelik faiz indirim beklentilerinin korunduğunu görüyoruz. Bununla birlikte 88,000 bölgesi BİST100 açısından teknik anlamda kısa vadede önemli bir direnç konumundadır.

MAKROEKONOMİ

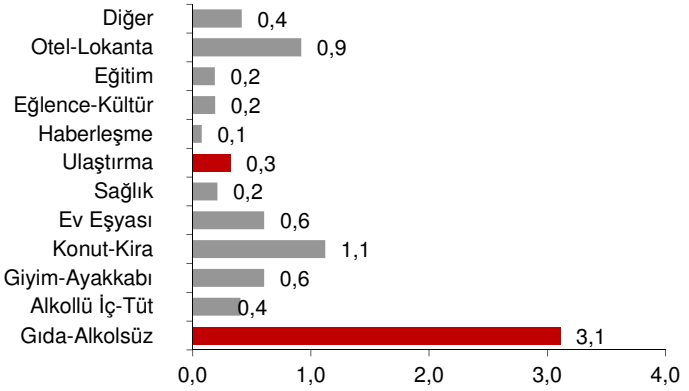
Enflasyon

- Aylık enflasyon Aralık ayında %0 olan beklentilerin altında eksi %0.44 oldu.
- Böylece yıllık enflasyon önceki %9.2 seviyesinden %8.2'ye geriledi. 2014 yılı enflasyonu da %8.2 oldu – TCMB resmi hedefi ise %5 idi. ÜFE ise yılı %6.4 artışla kapadı.
- Böylece 2013 yılında %7.4 ile kaçırılan enflasyon hedefi 2014 yılında da tutmamış oldu.
- Yıllık çekirdek enflasyon ise önceki %9 seviyesinden %8.7'ye geriledi.
- Beklenti anketlerinde, hali hazırda düşmeye başlayan 12 ve 24 aylık enflasyon beklentilerinin düşmeye devam ettiğini görebiliriz.
- Faiz indirim beklentimizi koruyoruz, 2015 yılında şu an %8.25 olan politika faizinde 125 baz puanlık indirim bekliyoruz.
- Enflasyonun beklentilerden düşük gelmesinde iki ana faktör etkili;
  - ◊ Giyim ayakkabı fiyatı aylık %3.7 düşmüş (enflasyonu 0.3 puan düşürücü etkisi)
  - ◊ Ulaştırma fiyatları aylık %1.8 düşmüş (yine enflasyonu düşürücü etkisi 0.3 puan)
- Enflasyonun yılın ilk çeyreğinde %7'lere kadar, 2. çeyrekte ise %6'lara doğru gerileyeceği yönündeki hesabımızı koruyoruz.
- 2015 sonu enflasyon beklentimiz ise %6.5 seviyesinde.
- Önümüzdeki vadede enflasyona dair gelişmeler – 2015 içinde yıllık enflasyonda %5-6 bandını görmemiz olası
- Bu hesaplarla 2015 yılında yıllık enflasyonun %6'nın altına kaydığını görme ihtimalimiz yüksek – yine 2015 sonunda %6.5 enflasyon beklentimizi koruyoruz.
- Tüm bunlara, her zaman düştüğümüz notumuzu düşmekte fayda var: TL'deki olası değer kayıpları sepet bazında ortalama %10'da sınırlı kaldığı müddetçe, petrolde yaşanan düşüş, TL kaynaklı enflasyon artışını telafi eder boyutta gözüküyor. Yine de hesaplarımızı TL'de belirgin değer kaybı olmayacağı varsayımı ile yapıyoruz.

Enflasyon (yıllık, %)



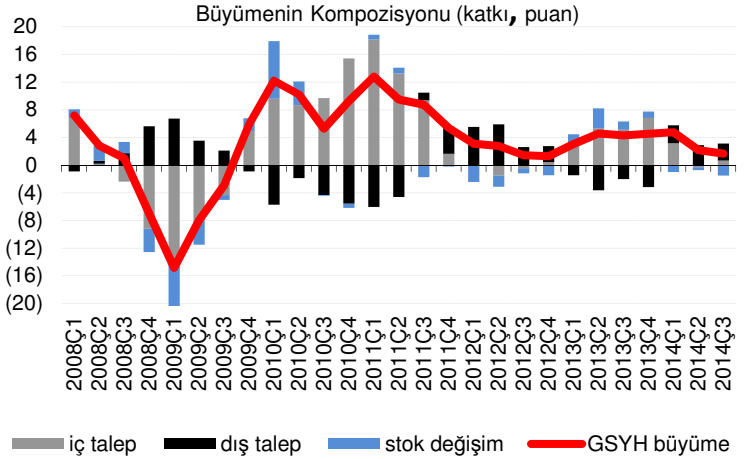
Enflasyon alt Kalemlerin katkısı (yıllık, puan)

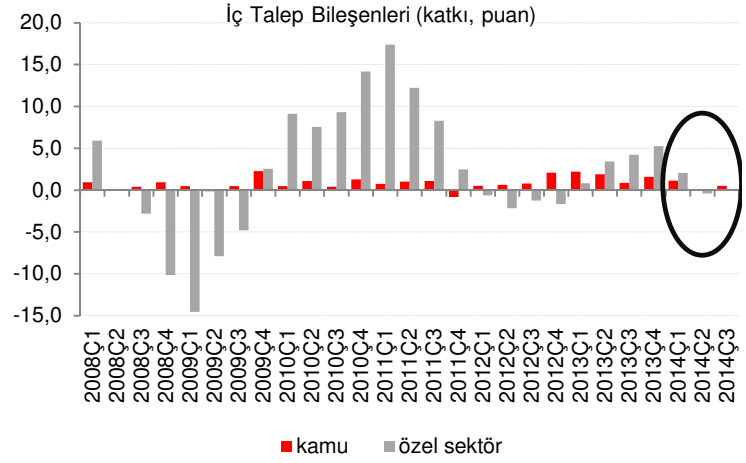


MAKROEKONOMİ

Büyüme

- 2014'ün 3. çeyreğinde büyüme yıllık %1.7 ile beklentilerin (%2.9) oldukça altında gerçekleşti. Böylece yılın ilk üç çeyreğinde büyüme yıllık %2.9 oldu.
- **3Ç büyüme verisinin detaylarına bakarsak:** 1.7'lik büyümenin 0.7 puanı iç talepten, 2.5 puanı dış talepten kaynaklanırken, stokların çok yüksek, 1.5 puan, düşürücü etkisi var. (stokların etkisi piyasa beklentisinden oldukça yüksek olduğundan büyüme rakamı beklentilerin altında kaldı
- Tüketim tarafında yıllık %1 artış var, özel tüketim neredeyse aynı kalırken, kamu harcamaları yıllık %6.6 artıyor
- Yatırımlar tarafında ise yıllık %0.4 daralma var. Kamu %2 daralırken özel sektör aynı kalmış. Önceki dönemlerde özel sektör yatırımlarının gene zayıf seyretmekteydi.
- Üretim tarafına bakarsak yine 3. Çeyrekte tarım yıllık %5 daralırken, sanayi %2.7, hizmetler ise %3.1 artış göstermiş.
- **Yılın ilk üç çeyreğindeki büyümeye bakarsak;** yıllık %2.9'luk büyümenin 1.2 puanı iç talepten, 2.7 puanı dış talepten kaynaklanırken, stokların 1 puan düşürücü etkisi var.
- Üretim tarafında ise gene tarımın yıllık %3 daralması etkili. Sanayi yıllık %3.8 büyürken, hizmetler %4.2 artmış durumda.
- 2014 yılı için önceki %2.5'luk tahminimizi korurken, 2015 yılı için %4 büyümeyi rahatlıkla erişilebilir buluyoruz.
- **2014 yılında %2.5 olan büyüme beklentimizin 0.5 puanı iç talep katkısından, 3.0 puanı ise dış talep katkısından gelirken; stokların 1.0 puan azaltıcı etkisi olacak.**
- **2015 yılı içinse %4'lük büyüme tahminimizde iç talebin toplam büyümeye katkısını 3.0 puan, stok değişiminin katkısını ise 1.0 puan hesaplıyoruz. Dış talep katkısını ise 0 kabul ediyoruz.** Büyüme beklentimize ilişkin en önemli yukarı yönlü risk dış talep katkısının şu an düşündüğümüzden yüksek gerçekleşmesi. Bu durumda büyüme de %4'ün üzerinde gerçekleşir.



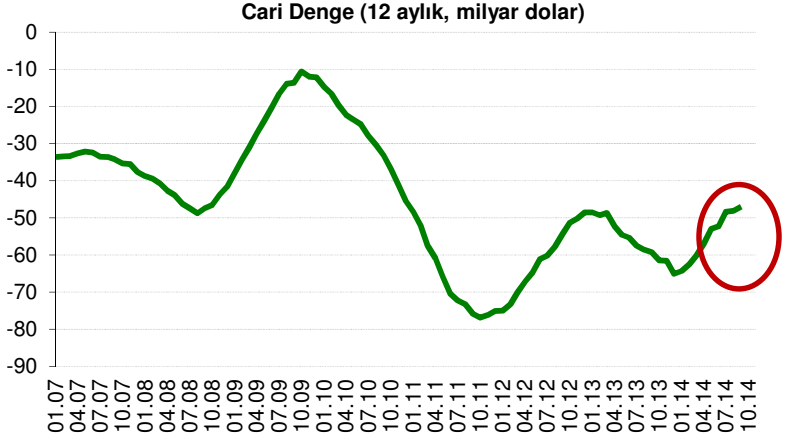


MAKROEKONOMİ

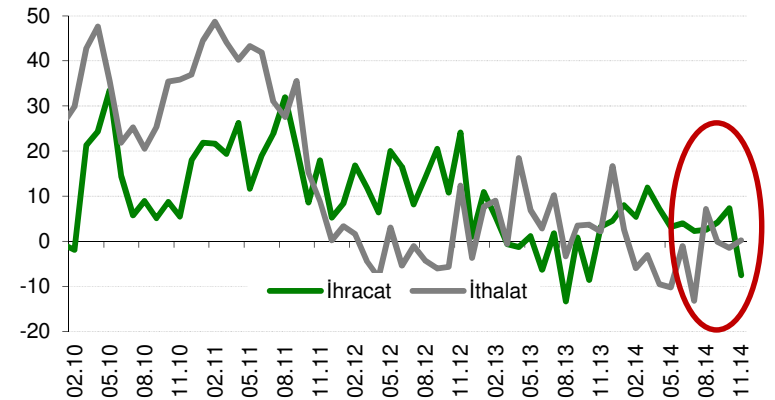
Dış Denge

- Dış ticaret açığı Ka□m ayında 8.3 milyar dolar ile 7.6 milyar dolar olan beklentinin üzerinde gerçekleşti. Böylece, yıllık dış ticaret açığımız 85 milyar dolar □eviye□inden 86 milyar dolar □eviye□ine yük□eldi. 2013 □onunda bu rakam 100 milyar dolardı.
- Bu durumda, yıllık 45.7 milyar dolar olan cari açığımızın Ka□m ayında yaklaşık 46.7 milyar dolara yük□elme□ini bekleriz.
- İhracat Ka□m ayında yıllık %7.5 azalırken, ithalat i□e %0.2 yük□eliyor. Altın-dışı ihracat i□e yıllık %9 daralırken, altın-dışı ithalat %5 oranında daralıyor. Ocak-Ka□m döneminde i□e ihracat yıllık %4.2 artarken, ithalat i□e yıllık %3.5 oranında daraldı.
- Yılbaşından bu yana i□e ihracat performan□mız (144 milyar dolar) %4,4 yıllık artışa gerilemiş durumda. Geçen ay bu rakam %5,6 idi. Özellikle Almanya ve İngiltere'ye olan ihracatımız belirgin düşüş gö□teriyor.
- Ka□m ayı dış ticaret açığının yük□ek gelme□inin ana □ebepleri;
  - ◊ Aylık net altın ithalatımızın 1.5 milyar dolar seviyesinde olması. Önceki yıl net altın ithalatı 0.5 milyar seviyesindeydi.
  - ◊ AB'ye yaptığımız ihracatın önceki sene aynı döneme göre %8 oranında daralması (özellikle motorlu taşıt ve yatırım ürünleri ihracatı). Yılbaşından beri yıllık %10 civarında artan AB'ye ihracatta görülen yavaşlama, Avrupa'da yavaşlama eğilimi gösteren ekonomik aktivite ile paralel.
- 2014 yılında toplam ihracat artışımızı %5-6 hesaplarken, 2015 yılı için %0 büyüme ile çalışıyoruz. Avrupa'da yaşanan durgunluğun ihracat rakamlarımıza ilerleyen vadede bir miktar daha yansıması olası. İhracat performansındaki bu düşüş 2015 yılı için yapmış olduğumuz görece düşük cari açık tahminlerimize dahil edilmiş durumda.
- Hesaplamalarımızda, enerji fiyatlarında gözlenen azalmanın etkisinin, Avrupa'daki yavaşlamanın olumsuz etkisinden daha güçlü olmasını bekliyoruz. 2015 yılında cari açığın 39 milyar dolar olmasını bekliyoruz (GSYH %4.6).

Cari Denge (12 aylık, milyar dolar)



Dış Ticaret Performansı (büyüme, yıllık)



MAKROEKONOMİ

Bütçe

- Kasım ayında bütçe 3.6 milyar TL fazla verirken, faiz dışı fazla 6.8 milyar TL oldu.
- Kasım ayı detaylara baktığımızda ise; bütçe gelirleri yıllık %6 artıyor. Vergi gelirlerinin de sınırlı olarak, yıllık %6 arttığını görüyoruz.
- Bütçe giderleri yıllık %17 oranında artıyor. Faiz hariç giderlerde ise %13 yükselme söz konusu.
- Ocak-Kasım dönemine baktığımızda, bütçe 11.3 milyar TL açık verirken, faiz dışı fazla 37.1 milyar TL oldu. Bu dönemde harcamalardaki yıllık 11% artışa karşılık, gelirlerdeki yıllık artış %8 civarında.
- Faiz dışı giderlerin yıllık %13 büyüdüğü bir ortamda, vergi gelirlerin bunun bir miktar altında, yıllık %7 büyüdüğünü gözlemliyoruz. Hatırlayacak olursak; 2015-2017 dönemini kapsayan OVP'ye göre; 2014 yılında bütçe açığının GSYH'nin %1.4'ü (24,4 milyar TL) ve faiz dışı fazlanın da GSYH'nin %1,5'i (25.8 milyar TL) olması bekleniyor.
- Her Aralık ayında gördüğümüz bütçe ve faiz dışı dengede görülen büyük açıkların muhtemel tekrarını göz önüne aldığımızda bile, mevcut Ocak-Kasım gerçekleşmeleri bütçe hedeflerine rahatlıkla erişilebileceğini gösteriyor.

Bütçe (milyar TL)	Kasım			Ocak-Kasım		
	2013	2014	Değ.	2013	2014	Değ.
Harcamalar	30,5	35,6	17%	358,2	398,2	11%
Faiz Hariç Harcama	28,7	32,4	13%	310,2	349,8	13%
Personel Giderleri	8,2	9,3	14%	90,0	103,2	15%
Mal ve Hizmet	3,6	3,3	-8%	27,9	32,0	15%
Cari Transferler	11,2	11,5	3%	134,1	147,1	10%
Faiz Harcamaları	1,8	3,2	81%	48,0	48,5	1%
Gelirler	36,9	39,2	6%	357,0	386,9	8%
Genel Bütçe Gelirleri	35,9	38,2	6%	345,6	372,4	8%
Vergi Gelirleri	33,1	35,1	6%	299,4	321,7	7%
Vergi dışı Gelirler	2,8	3,1	11%	46,2	50,8	10%
Bütçe Dengesi	6,4	3,601	-44%	-1,2	-11,3	-814%
Faiz Dışı Denge	8,2	6,788	-17%	46,8	37,1	-21%

PİYASALAR

Tahvil-Bono Piya□a□ı: Tahvil piyasasında faizler geçtiğimiz ay global çapta düşen faizler ve beklenenin altında gelen yurtiçi enflasyon verisinin ardından hızla geriledi. Her ne kadar enflasyonda yılın ilk yarısında hızlı bir düşüş olacağı uzunca bir süredir bekleniyor olsa da, açıklanan veri, bu düşüşün hesaplamalardan daha hızlı ve şiddetli olabileceğini işaret etti. TCMB PPK 20 Ocak'ta toplanacak. Bu aşamada piyasadaki fiyatlamalar, fonlama maliyetinde 50bps indirim olacağı yönünde. Bu, politika faizinde indirim vasıtası ile olabileceği gibi, piyasaya sağlanan likiditede artış ile de sağlanabilir. Bu nedenle politika faizinde indirim için TL'nin seviyesinin anahtar olacağını söyleyebiliriz. TL'de değer kaybı riski olması durumunda ise TCMB likidite ile piyasayı rahatlatmayı tercih edebilir. Her iki durumda da tahvil piyasasında gösterge ve daha kısa vadeli tahvillerde faiz düşüşünün sürmesi beklenebilir. Buna ek olarak enflasyonda düşüşün hızlanacağı beklentisi de tahvil piyasasını destekleyecektir.

Eurobond Piya□a□ı: FED'e dair beklentilerin değişmediği piyasada, Avrupa ekonomisindeki zayıflama işaretlerine ek olarak düşmeye devam eden enflasyon, Avrupa Merkez Bankası'nın Ocak ayında harekete geçme olasılığını artırıyor. Bu beklenti ile Avrupa'da tahvil faizleri düşmeye devam ederken, düşen petrol fiyatının yarattığı kaygılar ABD tahvillerinin de bir kez daha %2 seviyesi altına gerilemesine yol açtı. Bütün bu gelişmeler Türk Eurobondları için de olumlu. Ancak Türk tahvilleri açısından bu iyimserliğin sürdürülebilirliği hakkında kuşkuluyuz. Son dönemdeki primin ardından, 2030 ve daha uzun vadeli tahvillerde kar satışına gidilmesini öneriyoruz. Euro cinsi tahvillerde ise hala prim potansiyeli olduğunu düşünüyoruz.

Döviz Piya□aları: ABD'de ekonomik veriler FED faiz artırım sürecini desteklemeye devam ediyor. Başarılı iletişim yönetimi sebebiyle görece daha az oynaklık gördüğümüz gelişen ülke kurlarında, FED faiz artırım sürecinin bir risk olarak önemini koruduğunu düşünüyoruz. FED Başkanı Yellen faizlerin gelecek iki toplantıda artırılmayacağını söylese de, pozitif ABD verilerinin doları desteklemeye devam etmesini bekliyoruz. Avrupa'da enflasyon yaratılamamaya devam ederken, bölgedeki siyasi belirsizlik de Euro'yu olumsuz etkiliyor. Mevcut ekonomik ve siyasi gündem düşünüldüğünde, yılın ilk ayının Euro için olumsuz geçmesini bekliyoruz.

Yurt içerisinde, küresel olarak düşen petrol fiyatları ve buna bağlı gerileyen enflasyon olumlu unsur olmaya devam ediyor. Yıllık enflasyon 8.2% seviyesine düşmesi TCMB'nin faiz indirimine gidebileceğine dair beklentiyi pekiştirirken, TL bu görünümde diğer GOÜ kurlarından olumlu ayrışıyor. TCMB'nin, enerji ithal eden KİT'lerin döviz taleplerinin MB ve Hazine tarafından karşılanacağını belirtmesi ve günlük döviz satım ihalelerinde artışa gitmesi gibi döviz kurlarındaki olası ataklara karşı aldığı önlemlerin ise pozitif etkilerinin olduğunu görüyoruz. Global görünüm de hesaba katıldığında ise, bu durumun TL'deki değer kaybı eğilimini yavaşlatabileceğini ancak engelleyemeyeceğini düşünüyoruz.

DÖVİZ MUHAFAZAKAR TAKTİK PORTFÖY

HAFTALIK TAKTIK PORTFOY

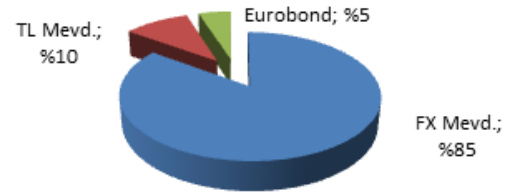
	BU HAFTA	ÖNCEKİ	FARK
FX MEVDUAT	**%85**	**%85**	**%0**
USD DTH	%85	%85	%0
TL MEVDUAT	**%10**	**%10**	**%0**
TL REPO	**%0**	**%0**	**%0**
EUROBOND	**%5**	**%5**	**%0**
USD 17032036	%5	%5	%0
TAHVİL	**%0**	**%0**	**%0**
HİSSE SENEDİ	**%0**	**%0**	**%0**

DÜŞÜK RİSK — YÜKSEK RİSK

YATIRIM STRATEJİSİ

Bu hafta portföyde bir değişiklik yapılmamıştır.

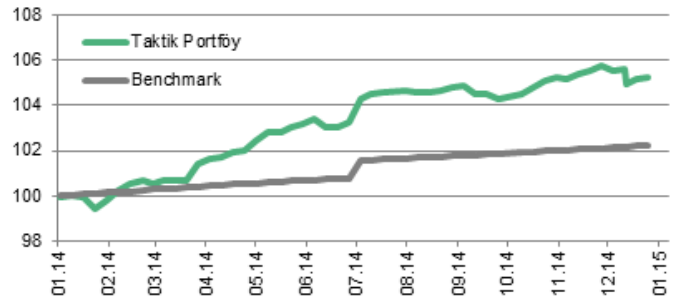
TAKTİK PORTFÖY DAĞILIMI



TAKTİK PORTFÖY GETİRİ PERFORMANSI (USD)

	10-14	2013	2014	HAFTALIK	AYLIK	YBB
Portföy	%16,67	%2,35	%4,37	%0,01	%0,03	%0,01
BM*	%7,78	%1,52	%1,41	%0,02	%0,10	%0,01

** Benchmark: 5 banka 3 aylık brüt USD DTH faiz ortalaması*



DÖVİZ ILIMLI TAKTİK PORTFÖY

HAFTALIK TAKTIK PORTFOY

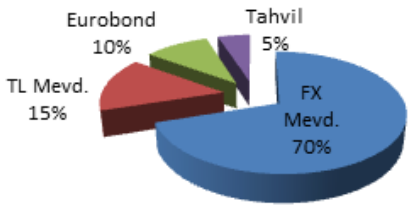
DÜŞÜK RİSK — YÜKSEK RİSK

	BU HAFTA	ÖNCEKİ	FARK
FX MEVDUAT	**%70**	**%70**	**%0**
USD DTH	%70	%70	%0
OPSİYON	%0	%0	%0
ALTIN	%0	%0	%0
TL MEVDUAT	**%15**	**%15**	**%0**
TL REPO	**%0**	**%0**	**%0**
EUROBOND	**%10**	**%10**	**%0**
USD 17032036	%10	%10	%0
TAHVİL	**%5**	**%5**	**%0**
Limak Tahvili	%5	%5	%0
HİSSE SENEDİ	**%0**	**%0**	**%0**

YATIRIM STRATEJİSİ

Bu hafta portföyde bir değişiklik yapılmamıştır.

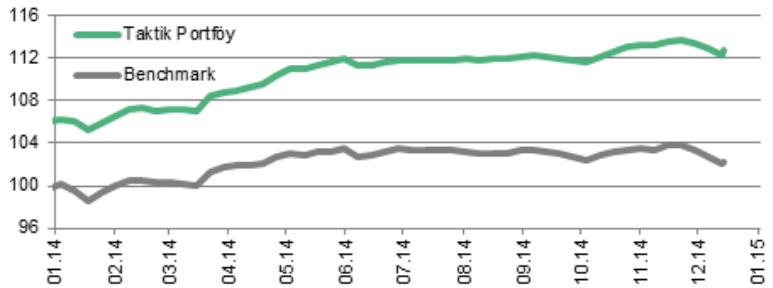
TAKTİK PORTFÖY DAĞILIMI



TAKTİK PORTFÖY GETİRİ PERFORMANSI (USD)

	10-14	2013	2014	HAFTALIK	AYLIK	YBB
Portföy	%19,53	%1,62	%6,15	%0,00	-%0,06	%0,00
BM*	%6,53	-%2,90	%2,71	-%0,08	%0,10	%0,01

** Benchmark: 04/01/2011 tarihinden itibaren %70 USD mevduat, %15 TL mevduat, %5 Garbo Genel, %10 KYD Eurobond (USD)*



DÖVİZ BÜYÜME TAKTİK PORTFÖY

HAFTALIK TAKTIK PORTFOY

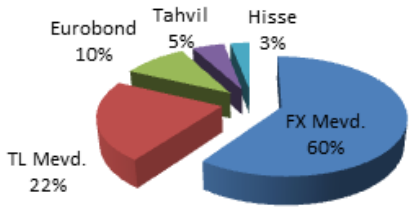
	BU HAFTA	ÖNCEKİ	FARK
FX MEVDUAT	**%60**	**%60**	**%0**
USD DTH	%60	%60	%0
OPSİYON	%0	%0	%0
ALTIN	**%0**	**%0**	**%0**
TL MEVDUAT	**%22**	**%22**	**%0**
OPSİYON	%0	%0	%0
EUROBOND	**%10**	**%10**	**%0**
USD 17032036	%10	%10	%0
TAHVİL	**%5**	**%5**	**%0**
Limak Tahvili	%5	%5	%0
HİSSE SENEDİ	**%3**	**%3**	**%0**
SAHOL	%1	%1	%0
KRDMD	%1	%1	%0
HALKB	%1	%1	%0

DÜŞÜK RİSK — YÜKSEK RİSK

YATIRIM STRATEJİSİ

Bu hafta portföyde bir değişiklik yapılmamıştır.

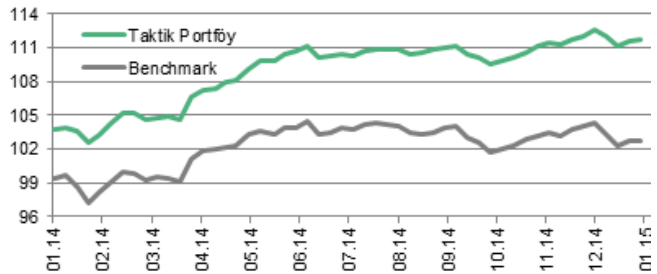
TAKTİK PORTFÖY DAĞILIMI



TAKTİK PORTFÖY GETİRİ PERFORMANSI (USD)

	10-14	2013	2014	HAFTALIK	AYLIK	YBB
Portföy	%20,80	-%1,31	%7,28	-%0,03	-%0,23	-%0,03
BM*	%6,48	-%4,95	%3,40	-%0,06	-%0,53	-%0,08

** Benchmark: 02/01/2013 tarihinden itibaren 60% USD mevduat, 17% TL Mevduat, 10% Garbo Genel, 10% Eurobond, 3% IMKB100 endeks*



TL MUHAFAZAKAR TAKTİK PORTFÖY

HAFTALIK TAKTIK PORTFOY

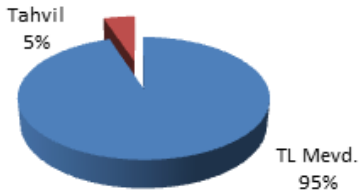
	BU HAFTA	ÖNCEKİ	FARK
FX MEVDUAT	%0	%0	%0
TL MEVDUAT	%95	%95	%0
TL REPO	%0	%0	%0
EUROBOND	%0	%0	%0
TAHVİL	%5	%5	%0
Limak Tahvili	%5	%5	%0
HİSSE SENEDİ	%0	%0	%0

DÜŞÜK RİSK — YÜKSEK RİSK

YATIRIM STRATEJİSİ

Bu hafta portföyde bir değişiklik yapılmamıştır.

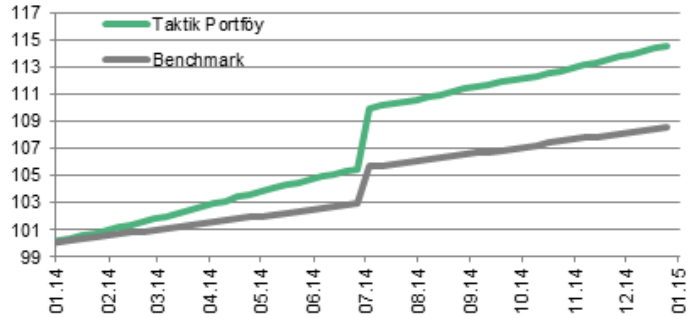
TAKTİK PORTFÖY DAĞILIMI



TAKTİK PORTFÖY GETİRİ PERFORMANSI

	10-14	2013	2014	HAFTALIK	AYLIK	YBB
Portföy	%45,07	%8,29	%9,20	%0,18	%0,00	%0,18
BM*	%37,10	%5,69	%5,72	%0,10	%0,42	%0,06

** Benchmark: 5 banka 3 aylık brüt TL faiz ortalaması*



TL ILIMLI TAKTİK PORTFÖY

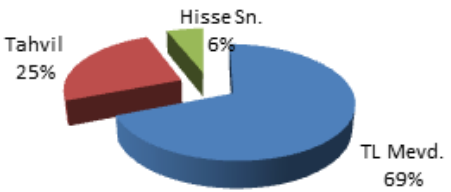
HAFTALIK TAKTIK PORTFOY

	BU HAFTA	ÖNCEKİ	FARK
DÜŞÜK RİSK			
FX MEVDUAT	%0	%0	%0
TL MEVDUAT	%69	%69	%0
TAHVİL	%25	%25	%0
Limak Tahvili	%5	%5	%0
TRT200618T18	%5	%5	%0
TRT141118T19	%5	%5	%0
TRT240216T10	%5	%5	%0
TRT130716T18	%5	%5	%0
HİSSE SENEDİ	%6	%6	%0
SAHOL	%1	%1	%0
KRDMD	%1	%1	%0
ANELE	%1	%1	%0
MGROS	%0	%2	-%2
HALKB	%1	%1	%0
TKFEN	%2	%0	%2
YÜKSEK RİSK			

YATIRIM STRATEJİSİ

Bu hafta portföyden MGROS çıkartılmış, yerine aynı oranda TKFEN eklenmiştir.

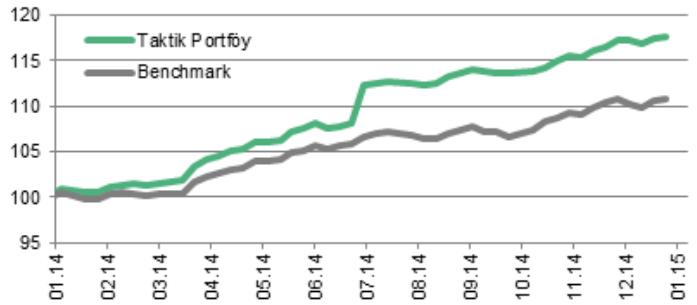
TAKTİK PORTFÖY DAĞILIMI



TAKTİK PORTFÖY GETİRİ PERFORMANSI

	10-14	2013	2014	HAFTALIK	AYLIK	YBB
Portföy	%59,0	%10,1	%12,95	%0,20	%0,51	%0,20
BM*	%49,7	%2,4	%10,65	%0,26	%0,80	%0,19

* Benchmark: 02/01/2013 tarihinden itibaren 60% TL Mevduat, 34% Garbo Genel ve 6% IMKB100 endeksleri



TL BÜYÜME TAKTİK PORTFÖY

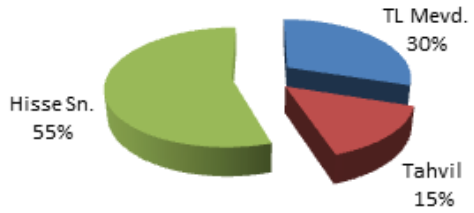
HAFTALIK TAKTIK PORTFOY

	BU HAFTA	ÖNCEKİ	FARK
DÜŞÜK RİSK			
FX MEVDUAT	%0	%0	%0
TL MEVDUAT	%30	%30	%0
TL REPO	%0	%0	%0
EUROBOND	%0	%0	%0
TAHVİL	%15	%15	%0
Limak Tahvili	%5	%5	%0
TRT141118T19	%5	%5	%0
TRT130716T18	%5	%5	%0
HİSSE SENEDİ	%55	%55	%0
MGROS	%0	%11	-%11
SAHOL	%11	%11	%0
ANELE	%11	%11	%0
KRDMD	%11	%11	%0
HALKB	%11	%11	%0
TKFEN	%11	%0	%11
YÜKSEK RİSK			

YATIRIM STRATEJİSİ

Bu hafta portföyden MGROS çıkartılmış, yerine aynı oranda TKFEN eklenmiştir.

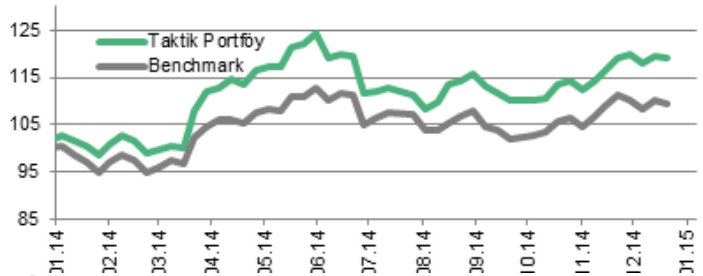
TAKTİK PORTFÖY DAĞILIMI



TAKTİK PORTFÖY GETİRİ PERFORMANSI

	10-14	2013	2014	HAFTALIK	AYLIK	YBB
Portföy	%91,8	%2,2	%24,80	%0,53	%0,49	%0,5
BM*	%58,4	-%5,3	%19,57	%1,58	%1,47	%0,6

*Benchmark; 02/01/2013 tarihinden itibaren 25% TL Mevduat, 20% Garbo Genel ve 55% IMKB100 endeksleri



HİSSE SENEDİ PİYASASI

Hisse piyasalarında 2014 yılı geride kalırken, gelişmiş ülke piyasalarının gelişmekte olan piyasalara göre rölatif anlamda güçlü seyir izlediği görülüyor. 2014 yılında MSCI Dünya endeksi %2.9 değer kazanırken, MSCI Gelişmekte Olan Piyasalar endeksi ise %4.6 değer kaybetmiştir. Ancak sadece ana endekslere bakarsak sonucu yanlış değerlendirmiş oluyoruz. Bunun nedeni ise MSCI Dünya endeksinde %54 ağırlığa sahip ABD'nin, yılı %11'lik primle tamamlamasıdır. ABD'nin olumlu performansına karşılık MSCI Avrupa endeksi 2014 yılında %8'lik değer kaybetmiştir.

Yeni yıla girilirken piyasaların gündeminde öncelik FED'in çıkış stratejisi olmak üzere Rusya ve Yunanistan kaynaklı gelişmeler bulunuyor. Düşen petrol fiyatları, buna karşılık artan Rusya kaynaklı risk izlenmeye devam ediliyor. 2014 yılında MSCI Rusya endeksinin %49'luk kayıpla gelişmekte olan piyasalar içinde en fazla değer kaybeden endeks olduğunu hatırlatalım. Rusya'yı %40'lık kayıpla Yunanistan izliyor. Yunanistan'da 25 Ocak tarihinde gerçekleşmesi beklenen seçimlerle ülkedeki siyasi belirsizliğin ne yönde gelişeceğini takip ediyoruz. Mevcut durumda ülkenin Euro Bölgesi'nden çıkışına ilişkin risklerin fiyatlara dahil olmadığını düşünüyoruz.

Global ekonomiye nazaran daha güçlü toparlanma ivmesiyle olumlu ayrışan ABD hisse piyasalarında ise ulaşılan değerlemeler tartışılıyor. S&P500 endeksinin dot.com krizi öncesinde test ettiği F/K değerleme seviyelerini test ediyor olması, tartışmaya neden olan ana faktör konumunda. Uzun vadede izim de risk olarak gördüğümüz bu süreçte, kısa vadede sürdürülebilirlik açısından ise ABD şirketlerinin son çeyrek finansalları ve 2015'e ilişkin öngörüleri önem taşıyor. Alcoa'nın 12 Ocak tarihinde açıklaması beklenen 2014 yılı son çeyrek finansalları ile birlikte ABD'de bilanço açıklama sezonunun başlayacağını belirtelim.

Gerileyen petrol fiyatları Türk hisse piyasası açısından destekleyici olmayı sürdürürken, beklentilerin altında gelen Aralık ayı enflasyon verisiyle TCMB'ye yönelik faiz indirim beklentilerinin korunduğunu görüyoruz. Gelişmeler 2015'e ilişkin öngörülerimizle şu an uyumlu. FED ve Rusya kaynaklı risklerin gündeme gelmesi halinde ise mevcut iyimser beklentileri gözden geçirmek gerekebilir.

BİST'e ilişkin teknik görünümde genel olarak geri çekilmelerin alım fırsatı vermesi yönündeki eğilimin korunduğunu görüyoruz. Endeks son bir yılın zirve seviyelerine yakın işlem görürken, kısa vade açısından 88,000 bölgesini güçlü direnç seviye olarak öngörüyoruz. Söz konusu seviyeye yönelik yükselişlerde hisse pozisyonları trade amaçlı azaltılarak, yeni fırsatlar açısından destek bölgeler beklenebilir. Kısa vadeli görünümde takip edeceğimiz destekler 85,500-83,500, dirençler ise 88,000-91,000 seviyeleridir.

MODEL PORTFÖY HİSSELERİ

Coca Cola İçecek: CCİ uluslararası pazarlardaki olumsuz koşullara rağmen büyümeye devam ederek istikrarlı operasyonel performans gerçekleştirmiştir. Maliyet tarafındaki hareketliliğe rağmen, 2015 yılında satış hacim büyümesi ve ürün karmasının başarılı yönetimiyle Şirket'in olumlu performans göstermesini; FVAÖK marjının yıllık bazda 0.6 puan iyileşerek %17.6 seviyesine yükselmesini bekliyoruz. Yılın ilk yarısı zayıf tüketici güveninin etkisiyle durgun geçse de 2Y14 ve 2015'te uluslararası piyasalardaki olumsuzluklara rağmen büyümenin sürdürülmesini bekliyoruz. CCİ'nin 2014T-2017T döneminde, kişi başına düşen yıllık gelir ve hane penetrasyon artışıyla %16 seviyesinde satış büyümesi gerçekleştirmesini öngörüyoruz. Yerinde tüketim oranlarındaki artış ve uluslararası operasyonların konsolide satışlardaki payındaki büyümeyle (2017'de 5 puan artarak %53 seviyesine ulaşmasını bekliyoruz), FVAÖK marjının 2017 sonunda 1.1 puan iyileşerek %18 seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz.

Emlak Konut GYO: Emlak Konut'un bu yıl başarıyla tamamladığı ihaleler sonrasında, ortalama ihale çarpanı 1.95x'e ulaştı. Geniş arsa portföyü göz önüne alındığında, Şirket başarılı gelir paylaşımı modeli ile değer yaratmaya ve temettü dağıtmaya devam edecektir. Kasım ayı itibariyle yılın ilk 11 ayında Emlak Konut 4.3mlr TL değerinde 8,596 bağımsız ünite satışı gerçekleştirdi. Şirket'in 2014 yılını 10,000 hedefine yakın tamamlayacağını düşünüyoruz. Şirket 2015 yılında ise 12,000 bağımsız bölüm satmayı hedeflemektedir. Emlak Konut ikincil halka arzda elde ettiği geliri kullanarak, 2014 yılında 3.6mlr TL değerinde arsa satın aldı. Arsa satın almaları sonrasında, Şirket'in 3Ç14 sonunda 1.03mlr TL düzeltilmiş net nakdi bulunmaktadır. Şirket mevcut durumda portföyünde bulunan 9.5mn metrekare arsa stokunun ihaleleri ile büyümesini sürdürecektir.

Migro: Migros güçlü büyümesi ve operasyonel performansıyla perakende sektörü içinde öne çıktığını düşünüyor ve model portföyümüze dahil ediyoruz. Migros, yılın ikinci yarısında tüketici güvenindeki toparlanmayla birlikte olumlu performansını devam ettirmiş, 9A14'de organize perakende sektöründe pazar payını 0.5 puan artırarak %15.5 seviyesine yükseltmiştir. Migros yılın ilk 9 ayında 135 yeni mağaza açılışı gerçekleştirirken, güçlü 3Ç14 finansalları sonrasında, 2014 yeni mağaza açılış hedefini 150 seviyelerinde, yaklaşık 200 mağaza seviyesine yukarı yönlü revize etmiştir. Şirket, yerel oyunculara kıyasla güçlü iş modeli sayesinde ekonomik konjonktürden fayda sağlamaya devam etmesini bekliyoruz. Migros için 2013-2016 yılları arasında, satışlarda %11 ve FVAÖK'te %12 büyüme ve aynı dönemde ortalama %6.2 FVAÖK marjı kaydetmesini öngörüyoruz. Bununla birlikte, Anadolu Grubu'nun Migros'da 40.25% hisse satın alması sonrasında yaratılacak sinerjiyi Şirket'in istikrarlı büyüme hikayesi adına olumlu değerlendiriyoruz.

Pegasus: Yakın geçmişteki başarılı performansını göz önünde bulundurduğumuzda Pegasus'un tercih edilebilir bir oyuncu olduğunu düşünüyoruz. Sektördeki düşük penetrasyon, Şirket'in azimli büyüme planları ve etkili maliyet yönetimi gibi faktörler de bu görüşümüzü desteklemektedir. Düşük fiyatlı havayolu segmentinde lider olan ve tüm sektörde ise ikinci sırada yer alan Pegasus, GSYİH'deki artıştan ve cazip demografik yapıdan en fazla faydalanacak şirketlerden birisi olacaktır. GSYİH büyümesi Türkiye'nin demografik yapısının özellikleri indirimli havayolu taşımacılığı segmenti için gayet olumludur. İstanbul Sabiha Gökçen'i ana aktarma merkezi olarak kullanan şirket, noktadan noktaya uçuşlar gerçekleştiren klasik indirimli havayolu taşımacılığı şirketlerinden ayrışmaktadır. Pegasus'un düşük maliyet yönetimi, genç filosu, dakikliği, yüksek kullanım oranı ve düşük işgücü maliyetleri gibi faktörler Şirket'in CASK seviyesinin oldukça düşük seviyelerde kalmasını sağlamaktadır. 2014-2016 yılları arasında Şirket'in net satışlarda %18, FVAKÖK'te %21 ve net karda %24 yıllık büyüme gerçekleştirmesini bekliyoruz. Şirket 3Ç14'te tahminlerin biraz üzerinde satış geliri açıklarken; FVAÖK rakamı piyasa beklentisinin yaklaşık %35 üzerinde gerçekleşmiştir.

MODEL PORTFÖY HİSSELERİ

Türk Hava Yolları: Geçtiğimiz yıllarda THY, hizmet kalitesi ve rekabetçilik faktörlerine önem vererek kendini ayrıştırdı. İstanbul'un coğrafi avantajı ve Avrupa'lı rakiplerine göre daha düşük olan işgücü giderleri THY'nın rekabetçiliğini artırmaktadır. Büyüyen bir uluslararası aktarım merkezi olan İstanbul, THY'nin transit yolcu sayısını ve filo (özellikle dar gövdeli uçaklar) ve koltuk kapasitesi kullanım oranlarını artırmasını sağlamaktadır. Genç bir filoya (ortalama 7 yıl) sahip olan THY, marka tanınırlığını ve kapasitesini artırarak yüksek kalite hizmet sunan ve görece daha yaşlı filolara sahip AB havayolu şirketlerinden pazar payı kapma potansiyeline sahiptir. THY bu sene 56mn yolcu sayısı ve %79 doluluk oranı ile kapatmayı hedefliyor. Şirket'in 2014'te %15, 2015'te %11 kapasite artışı öngörümüz göz önüne alındığında, doluluk oranlarını makul seviyelerde tutmak ve pazar payı kazanma politikası çerçevesinde yolcu getiri verimliliğinde bir miktar daha daralma olmasını bekliyoruz. Şirket 3Ç14'te piyasa tahmini olan 1,114mn TL net karın ve bizim tahminimiz olan 948mn TL net karın üzerinde 1,373mn TL net kar açıklamıştır. Şirket'in satış gelirleri beklentilerin hafif üzerinde gelirken; FVAÖK marjı piyasa beklentisinin yaklaşık 3.3 puan üzerinde gerçekleşmiştir.

Trakya Cam: Trakya Cam'ı büyüme, rekabet gücünü artırma ve yeni yatırımlarla kapasite artırım stratejilerinin yanı sıra, güçlü talebin desteklediği daha iyi bir fiyatlama ortamına sahip olmasından dolayı beğeniyoruz. Şirket'in yurtiçindeki güçlü konumu ve %70 pazar payı dikkate alındığında, yüksek GSYH büyümesinin ve düşük faiz ortamının, düz cam talebini destekleyeceğini ve güçlü talebin Şirket'in fiyatlandırma gücünü olumlu etkileyeceğini düşünüyoruz. TRKCM maliyet artışlarını güçlü talebin desteği ile fiyatlarına yansıtabilmiş ve ürün fiyatlarını yılbaşından bu yana %18 artırmıştır. TRKCM'ın 2014 yılını %18.2 FVAÖK marjı ile tamamladıktan sonra, 2015 yılında da güçlü performansının gelirlerindeki yıllık %23 artış ve 19.1% FVAÖK marjıyla devam etmesini öngörmekteyiz. Öte yandan Şirket'in 4Ç14 karının, 2.66mn Soda hissesi ve 14.3mn Paşabahçe hissesi satışları sebebiyle oluşacak bir defaya mahsus gelirlerden dolayı önemli ölçüde artmasını bekliyoruz. 2014 yıl sonu kar tahminimiz olan 299mn TL, 4Ç14 karının çeyreksel olarak üç katına çıkarak 142mn TL olması anlamına gelmektedir. TRKCM'ın toplam üretim kapasitesi 2.5mn ton olup, yatırımların tamamlanması ile birlikte Şirket'in toplam üretim kapasitesi 2013 yılına göre %45 artacaktır.

Vakıfbank: Vakıfbank'ın 2015 yılında %14.3 ile sektöre paralel bir özsermaye karlılığına sahip olacağını düşünüyoruz. Ancak büyük bankalara göre F/DD olarak iskontosu şu anda %26; bu iskonto karlılığın yukarı gitmeye başlamasıyla kapanacaktır. Bankanın TÜFEX'lere yatırım yapma stratejisini sürdürülebilir güçlü marjlar anlamında pozitif olarak değerlendiriyoruz. Banka henüz kaydedemediği 190mn TL civarında komisyon gelirine sahiptir; bu bakiye, karlılığı 2014'te destekleyecek bir unsur olarak görülmelidir. Banka, Grup II kredilerini 2013 yılında yaklaşık 700mn TL azalttı, bu durum aktif kalitesi açısından olumlu. Ayrıca, banka 2014 yılında yaklaşık 150mn TL civarında takibe dönüşen kredi tahsilatı yapmayı planlıyor. İkincil halka arzın kısa vadede olasılığını düşük buluyoruz. Vakıfbank 2015T 0.7x F/DD ile işlem görmekte olup, bu seviye kapsamımızdaki bankalar içerisinde en düşük çarpan seviyesidir.

MODEL PORTFÖY PERFORMANS

Model Portföy Performans - 7 Ocak 2015

Hi□□e	Portföye alınma tarihi	Portföydeki gün sayısı	Nominal Getiri	BIST 100'e görece getiri□i	12 Aylık Hedef Fiyat	Potan□iyel
CCOLA	11.09.2014	118	-1.6%	-10.4%	59.50	19%
EKGYO	06.06.2014	215	6.5%	-1.3%	4.00	36%
MGROS	03.11.2014	65	9.5%	1.0%	26.20	16%
PGSUS	10.12.2014	28	3.5%	0.3%	39.80	17%
THYAO	19.08.2014	141	56.1%	42.6%	11.90	18%
TRKCM	10.12.2014	28	3.9%	0.7%	3.98	14%
VAKBN	17.10.2014	82	15.7%	0.7%	6.30	22%

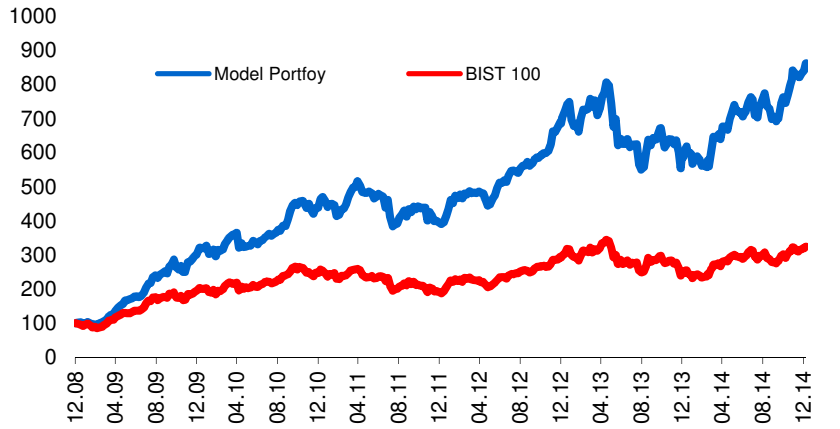
Model Portföy Performans*

Model Portföy getirisi (son değişiklikten itibaren)**	4.4%
BIST 100 getirisi (son değişiklikten itibaren)	4.8%
Model portföy görece getiri□i (□on değişiklikten itibaren)	**-0.4%**
Model Portföy getirisi (YBB)	2.8%
BIST 100 getirisi (YBB)	1.2%
Model portföy görece getiri□i (YBB)	**1.5%**

** Model portföy performansı, seçilen hisselere eşit ağırlık verilerek hesaplanmaktadır.*

*** 15 Aralık 2014'den itibaren*

Garanti Model Portföy ve B□ST 100 endek□i getirileri



UYARI NOTU

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.

Veri ve grafikler güvenirliliğine inandığımız sağlam kaynaklardan derlenmiş olup, yapılan yorumlar sadece GARANTİ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.'nin görüşünü yansıtmaktadır. Bu bilgiler ışığında yapılan ve yapılacak olan ileriye dönük yatırımların sonuçlarından Şirketimiz hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin yazılı izni olmadıkça içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiç bir şekil ve ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz. İleti, gönderilen kişiye özel ve münhasırdır. İlave olarak, bu raporun gönderildiği ve yukarıdaki açıklamalarımız doğrultusunda kullanıldığı ülkelerdeki yasal düzenlemelerden kaynaklı tüm talep ve dava haklarımız saklıdır.

Garanti Yatırım
Etiler Mahallesi Tepecik Yolu Demirkent Sokak
No.1 34337 Beşiktaş, İstanbul
Telefon: 212 384 11 21
Faks: 212 352 42 40
E-mail: arastirma@garanti.com.tr