

İçindekiler:

- 1 Özet Değerlendirme
- 2 İzlenecek Önemli Gelişmeler

Türkiye Ekonomisi ve Piyasalar

- 2 Enflasyon
- 3 Sanayi Üretimi
- 4 Dış Ticaret Dengesi
- 5 Ödemeler Dengesi
- 6 Merkezi Yönetim Bütçesi
- 7 Merkezi Yönetim Borç Stoku
- 7 Brüt Dış Borç Stoku
- 8 AB Tanımlı Borç Stoku
- 9 Piyasa Gelişmeleri

Ekler

- 14 Hazine Finansmanı
- 15 Temel Ekonomik Tahminler

ING Bank A.Ş. Ekonomik Araştırmalar Grubu

Adres:

Reşitpaşa Mahallesi
Eski Büyükdere Cd. No:8
34330 Maslak - İstanbul
Tel: + 212 329 0752
Faks: + 212 365 4362
E-posta: sengul.dagdeviren@ingbank.com.tr

LÜTFEN ÖNEMLİ AÇIKLAMALAR İÇİN SON SAYFAYA BAKINIZ.

Rapor Tarihi: 12 Ekim 2012

Türkiye'de büyüme konusunda fazla tedirgin olmaya gerek yok...

Geçtiğimiz ay makroekonomik verilerde iyileşme olmadan piyasalardaki iyimserlikte temkinli olunması gerektiğini belirtmiştik. Nitekim dünya ekonomisinde büyüme kaygılarının artan likiditenin yarattığı/yaratacağı olumlu algının son dönemde yeniden önüne geçtiğini gördük. Nitekim ING olarak da başta Euro Bölgesi olmak üzere birçok ekonomiye dair 2013 büyüme öngörülerimizi bu ay aşağıya çekti. Özellikle politika cephesindeki belirsizlikler/gecikmeler önümüzdeki yıl Euro bölgesinde pozitif büyüme görülmesi olasılığını ciddi ölçüde azalttı. Ancak her ne kadar yaklaşan seçimler sonrasında A.B.D.'de özellikle 2013 büyüme görünümü baskı altına alan mali uçuruma (fiscal cliff) dair oynaklık yaratabilecek bir yapı karşımıza çıkabileceksede, Euro bölgesi durgunluğunun dünyaya yayılma riskini yüksek görmüyoruz. Bu ortamda Türkiye için sermaye akımları görünümünün dış ticaret kanalından daha önemli olacağını (2009 sonrasındaki hızlı toparlanma döneminde olduğu gibi) tahmin ediyoruz. Dolayısıyla hükümet öngörülerinden daha iyi bir konumda kaldığımız halde büyüme tahminlerimizi bu ay da değiştirmemeyi tercih ettik. Enflasyon cephesinde ise bu yıl sonunda %7 seviyesinde bir enflasyon görmemiz kaçınılmaz ve her ne kadar Orta Vadeli Program'da (OVP) 2012 sonu için %7.4'lük bir hükümet öngörüsü bulunsa da 24 Ekim'de yayımlanacak Merkez Bankası tahminlerinin ve yakın dönemdeki para politikası uygulamasının beklentiler açısından daha fazla önemi olacak. OVP ve Orta Vadeli Mali Plan'a dair ise dünya ekonomisinde büyüme belirsizliklerinin ön planda olduğu bir dönemde bu kaygıyı dikkate alarak ve Türkiye özelinde de büyüme konusunda fazlasıyla temkinli varsayımlara oturtulmuş bir program açıklanmasının ilk bakışta piyasalarca güven verici bulunduğunu söyleyebiliriz. Ancak yapısal cari açık sorununun (yurtiçi tasarruf - yatırım açığı probleminin) önümüzdeki dönemde, petrol fiyatlarında hızlı bir düşüşün mümkün görünmediği bir ortamda, devam edeceği dikkate alındığında, bütçe açığı hedeflerinin (GSYH'ye oranla) bir önceki programa göre artırılmış olmasının özellikle para politikası yönetimindeki esnekliği bir miktar azalttığını söyleyebiliriz. Nitekim bütçe açığı hedeflerinde 2011'de açıklanan OVP'ye göre 2013 ve 2014 yılları hedeflerin bu yıl yapılan sırasıyla 76 ve 86 baz puanlık artışın gelirdeki muhafazakar bir yaklaşımdan değil (gelirlerin GSYH'ye oranında artış yapılmış) harcamalardaki artışlardan (merkezi yönetim bütçe harcamalarının GSYH'ye oranları yukarı yönde yaklaşık 150 baz puan revize edilmiş) kaynaklandığını görüyoruz. OVP döneminde üç ayrı seçim yapılacağı dikkate alınır, harcama konusunda önceden bir esneklik yaratılmasının tercih edildiği düşünülebilir. Dolayısıyla hedeflerin ulaşılabilirliği açısından risk daha sınırlı görünüyor. Ancak ekonomide belirgin bir yavaşlamanın olduğu 2012 yılına benzer bir bütçe açığı/faiz dışı fazla hedefinin önümüzdeki üç yılda da korunmasının (diğer bir deyişle bütçede bir iyileşme öngörülmemesinin) beklentiler açısından çapa olma niteliği zayıflamış durumda. Türkiye'nin hala GSYH'nin %1'i civarında bir faiz dışı fazla hedefliyor olması da ne yazık ki bunu değiştirmiyor. Ek olarak bütçe harcama hedeflerinin detaylarında da yapısal olarak bir iyileşme sinyali göremiyoruz. Bu yılın ilk sekiz ayında faiz dışı giderlerin %75'ini oluşturan personel giderleri ve cari transferlerin önümüzdeki üç yıl boyunca da payının %70'in üzerinde olması öngörülüyor. Yatırımların toplam faiz dışı giderler içindeki payının ise bu yılın ilk sekiz ayındaki %8 düzeyinden ancak %10 düzeyine çıkarılması planlanıyor (ki bu da mal ve hizmet alımlarının payı ile neredeyse aynı). Dolayısıyla mali disiplin açısından da yapısal reformların önemi artarak devam ediyor. Enflasyonla mücadelenin ön planda kalmak zorunda kalacağı önümüzdeki 12-16 aylık dönemde ise OVP'nin esnek yapıda da olsa daha sıkı bir para politikasını gerekli kılacağını söyleyebiliriz.

Sengül Dağdeviren - Baş Ekonomist

Ekim ayında takip edilecek önemli gelişmeler:

- **15 Ekim:** Eylül ayı merkezi bütçe gerçekleştirmeleri açıklanacak / Temmuz ayı işsizlik oranı açıklanacak.
- **16 Ekim:** Eylül ayı tüketici güveni verileri açıklanacak.
- **18 Ekim:** Ekim ayı Para Politikası Kurulu toplantısı yapılacak Merkez Bankası'nın bu ay beklenti yönetimi açısından faiz değişikliği yapmayacağını tahmin ediyoruz.
- **22 Ekim:** Eylül ayı Merkezi Yönetim Borç Stoku açıklanacak.
- **23 Ekim:** Ekim ayı Kapasite Kullanım Oranı ve Reel Kesim Güven Endeksi verileri açıklanacak
- **24 Ekim:** MB, 2012 yılının son Enflasyon Raporunu açıklayacak
- **31 Ekim:** Eylül ayı Dış Ticaret verileri açıklanacak

EKONOMİK VERİLER**Enflasyon:**

Eylül ayında TÜFE aylık %1.03 artarken, yıllık enflasyon %8.88'den %9.19'a yükseldi...

EYL-12	Aylık	YBY	Yıllık
ÜFE	1.03%	0.72%	4.03%
Tarım	1.40%	-0.88%	12.09%
Sanayi	0.95%	1.06%	2.55%
Madencilik	1.52%	5.36%	8.45%
Ham petrol*	7.44%	3.87%	9.38%
İmalat	0.94%	1.45%	2.18%
Gıda ürünleri	1.32%	5.44%	7.70%
Petrol ürünleri	3.17%	6.45%	6.55%
Ana metal	-0.42%	-5.91%	-11.0%
TÜFE	1.03%	3.34%	9.19%
Gıda-Alkolsüz İçki	2.14%	0.75%	10.39%
Giyim ve Ayakkabı	-2.62%	-3.26%	7.92%
Konut	0.82%	6.95%	12.05%
Özel Kapsamlı TÜFE			
(G)	0.35%	3.90%	7.20%
(H)	0.28%	3.97%	7.21%
(I)	0.12%	3.55%	6.68%
FX Sepeti *	-0.17%	-6.65%	-6.21%
USD/TRY*	-1.38%	-6.53%	-3.43%
EUR/TRY*	1.08%	-6.76%	-8.86%

* Ham petrol ve doğalgaz çıkarım ** Merkez Bankası ay sonu döviz kurları kullanılmıştır. Kur Sepeti: 1USD + 0.77 EUR

(G) = İşlenmemiş gıda, enerji, alkollü içki-tütün, diğer yönlendirilen fiyatlar ve dolaylı vergiler hariç TÜFE

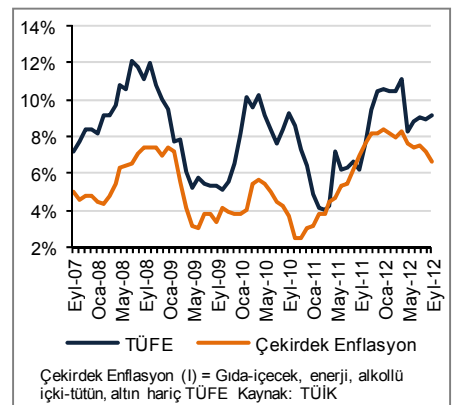
(H) = İşlenmemiş gıda, enerji, alkollü içki-tütün, altın hariç TÜFE

(I) = Gıda-içecek, enerji, alkollü içki-tütün, altın

Kaynak: TÜİK ve TCMB

Ekim aylık enflasyon son 12 ayın en yüksek değerine çıkabilir ancak baz etkisi yıllık enflasyondaki düşüşü son çeyrekte hızlandıracak...

TÜFE, Eylül'de gıda ve alkolsüz içecekler ile ulaştırma gruplarındaki sırasıyla aylık %2.14 ve %1.65'lik artışların etkisiyle piyasanın %1.1'lik beklentisine yakın, bizim ise %1.37'lik tahminimizin altında %1.03 artarken, yıllık enflasyon Ağustos'taki %8.88'den %9.19'a çıktı. Rafine edilmiş petrol ürünlerinin aylık enflasyona katkısı bir önceki aya göre yavaşlamasına rağmen, tarım ve gıda gruplarındaki sırasıyla %1.40 ve %1.32 oranında artışların etkisiyle ÜFE Eylül'de aylık %1.03 artarken, yıllık ÜFE enflasyonu baz etkisiyle %4.03'e geriledi ve Kasım 2009'dan beri en düşük seviyede kalmaya devam etti.



TÜFE'de en yüksek ağırlığa sahip olan gıda ve alkolsüz içecekler grubunda fiyatlar Merkez Bankası'nın işlenmemiş gıda fiyatları ile ilgili yaptığı uyarılarla uyumlu olarak (2011 Eylül'deki 0.99%'luk artışın oldukça üzerinde) Eylül'de aylık %2.14 oranında yükseliş kaydetti. Böylece bu grubun aylık enflasyona katkısı %0.56 puan düzeyinde gerçekleşirken, yıllık enflasyona katkısı ise Ağustos'taki %2.44 puana göre önemli bir artış ile %2.77 puana ulaştı. Eylül enflasyonuna bir diğer önemli katkı ise, ay sonunda akaryakıt ürünlerinin ÖTV oranlarında yapılan artış sonrası %1.65 artan ulaştırma grubundan gelirken, bu grubun aylık enflasyona katkısı %0.28 puan oldu. Öte yandan, mücevher altın ürünlerini de içeren çeşitli mal ve hizmetler grubu %0.08, konut, elektrik, gaz ve diğer yakıtlar grubu ise %0.13 puan katkı sağladı. Eylül ayında endekse önemli negatif etki yapan tek grup ise aylık %2.62 oranında gerileyen giyim ve ayakkabı grubu oldu.

Ağustos'ta H ve I tanımlı özel kapsamlı TÜFE endeksleri (çekirdek enflasyon) sırasıyla aylık %0.28 ve %0.12 artarken, yıllık bazda H tanımlı çekirdek enflasyon %7.21, I tanımlı çekirdek enflasyon ise %6.68 düzeyinde gerçekleşerek Nisan 2012'de başlayan aşağı yönlü eğilimini sürdürdü. Dolayısıyla açıklanan rakamlar, temel enflasyon görünümünde bir bozulma olmadığına işaret etti.

Sonuç olarak, Ekim'de de son doğalgaz ve elektrik zamlarının ve Eylül'deki ÖTV artışlarının da enflasyona yansımaları ile artış baskısı devam edecek olsa da, son çeyrekteki olumlu baz etkisiyle yıllık enflasyondaki düşüş belirginleşecektir. Bu şartlar altında MB'nin, kısa vadede daha temkinli hale gelse de, son zamanlardaki duruşunu koruyacağını tahmin ediyoruz.

Ömer Zeybek, omer.zeybek@ingbank.com.tr

Sanayi Üretimi:

Sanayi üretimi Ağustos ayında Kasım 2009'dan beri ilk defa yıllık daralma kaydetti...

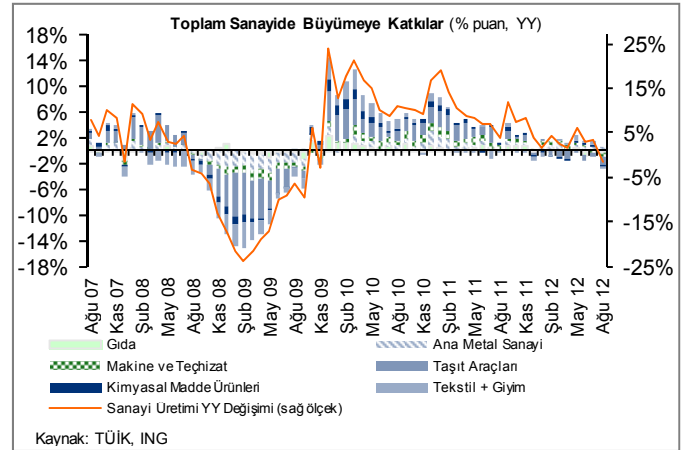
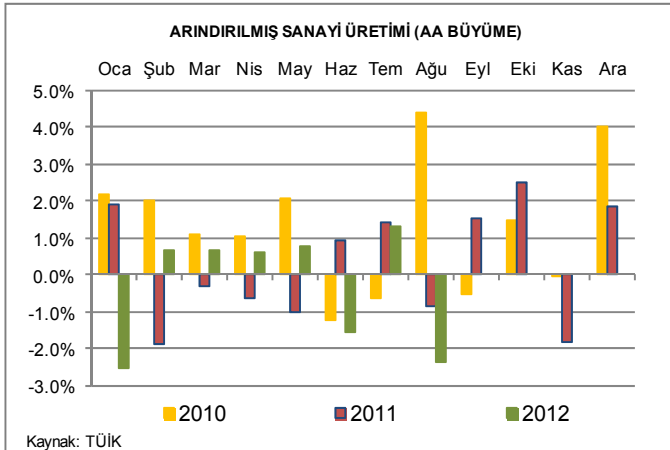
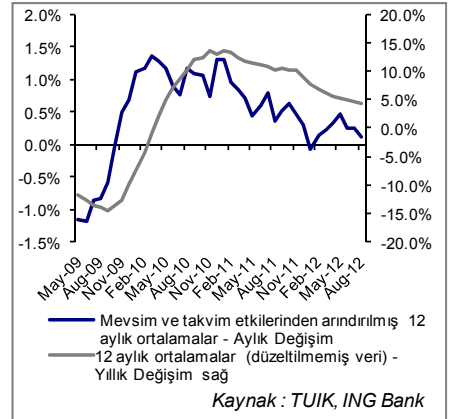
Ara malları grubu Kasım 2009'dan beri ilk defa endekse negatif katkı yaptı...

Ağustos ayı sanayi üretim verileri iç talepte toparlanma ile ilgili olumlu bir tablo çizmedi...

Ağustos ayında sanayi üretimi bir önceki yılın aynı ayına göre (YY) %2.5 artış yönünde olan piyasa beklentisine aksine %1.5'lük bir gerileme kaydederken, 2009 Kasım ayından beri ilk defa yıllık daralma gerçekleşti. Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış endeks de Ağustos ayında bir önceki aya göre %2.3 azalarak, Ocak ayından beri en büyük aylık gerilemeyi kaydetti.

Geniş ekonomik sınıflamalara göre bakıldığında, dayanıksız tüketim malları ve enerji grubunun sırasıyla %0.26 ve %0.42 arttırıcı yönlü katkısına rağmen, sermaye malları grubunun yıllık büyümeye %1.54 puan negatif katkısı ve Kasım 2009'dan bu yana pozitif katkı yapan ara malları grubunun %0.26 puan negatif katkısı, Ağustos'taki olumsuz performansın en önemli nedenleri oldu. İmalat sanayinin alt kalemlerinde ise, yıllık büyümeye en önemli pozitif katkı ihracat ağırlıklı ana metal sanayinden %0.82 puan ile geriledi. Sanayi üretim endeksi kapsamında olan 24 sektörden endeksteeki ağırlığı %58'e ulaşan 15'inin YY daralma kaydettiği Ağustos ayında, en büyük negatif etki %1.38 puan ile otomotiv sektöründen geldi. Öte yandan %0.74 puan ve %0.63 puan azaltıcı yönde katkılarıyla sırasıyla elektrikli teçhizat imalatı ve diğer metalik olmayan mineral ürünleri imalatı (inşaat sektörü ile yakın ilişkili) da olumsuz performansı ön plana çıkan diğer iki sektör oldu. Buna ek olarak, Temmuz ayında yıllık büyümeye %1.14 puan katkı ile toparlanma sinyalleri veren iç talebe duyarlı üç sektörün (kimyasal ürünler, temel eczacılık, kauçuk ve plastik mamulleri) yıllık büyümeye katkısı %0.10 puan ile sınırlı kaldı. Dolayısıyla Ağustos ayı sanayi üretim verileri iç talepte toparlanma ile ilgili de olumlu bir tablo çizmedi.

Sonuç olarak son çeyrekte dalgalı hareketi gittikçe belirginleşen sanayi üretim verileri önceki ay mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış veriler cinsinden güçlü bir toparlanmaya işaret etmesine karşın Ağustos'ta Ocak ayından beri en önemli aylık daralmayı gösterdi. Takvim etkisinden arındırılmış veriye göre her ne kadar YY kısmi bir büyüme görülse de, özellikle yatırım talebindeki zayıf seyrin, iç talepte bir ivmelenme olmamasının ve ihracata duyarlı tekstil ve giyimdeki zayıf görünümün bu sonuçlarda etkili olduğu görülüyor. Bu veriler ışığında Ağustos ayı itibarıyla sanayi üretiminde 2011 yılının ikinci yarısında başlayan ivme kaybının hızlanarak devam etmesi nedeniyle kısa vadede hızlı bir toparlanmanın sinyallerinin henüz oluşmadığını düşünüyoruz.



Ömer Zeybek, omer.zeybek@ingbank.com.tr

Ağustos ayında dış ticaret açığı US\$5.9 milyar ile piyasa beklentisine oldukça altında gerçekleşti...

Geçtiğimiz aylarda ithalatta artış yönünde katkı yapan ara malları grubu dahi Ağustos'ta azaltıcı yönde etki yaptı...

Ağustos verileri ithalatta 2011 yılı sonundan beri görülen zayıflama eğilimi ile birlikte ekonomide henüz bir ivmelenmenin olmadığını ortaya koydu...

Dış Ticaret:

İhracatta kıymetli maden ve taşlar faslındaki olumlu hareketin devam etmesi ve toplam ihracatın önceki yılın aynı ayına göre (YY) %14.5'lik önemli bir artış göstermesine ek olarak, ithalatın YY %4.8 küçülmesi sonucu Ağustos ayında dış ticaret açığı US\$5.9 milyar ile piyasa beklentisinin oldukça altında gerçekleşti. Aylık rakamlardaki bu olumlu harekete paralel olarak Kasım 2011'den beri iyileşme sürecinde olan yıllık dış ticaret açığı da US\$90.8 milyara geriledi. Net enerji ithalatı hariç yıllık dış

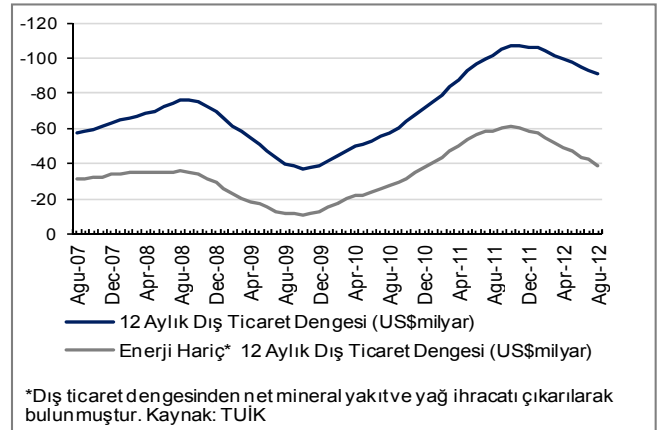
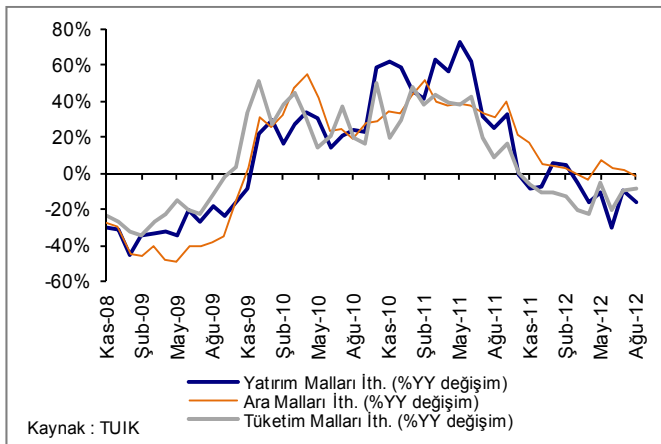
ticaret açığında daralma eğilimini korudu ve US\$39 milyara geriledi (Aralık 2010'dan bu yana en düşük seviye). Mevsimsel olarak düzeltilmiş verilerde de ihracat %10.9 ile çok güçlü bir artış kaydederken, ithalat %0.9 geriledi, ihracatın ithalatı karşılama oranı düzeltilmiş verilere göre çok ciddi bir artışla %73'e yükseldi (önceki 12 ayın ortalaması %60 düzeyinde idi). Ağustos'ta geniş ekonomik gruplar sınıflamasına göre ithalatta geçtiğimiz aylarda artış yönünde etki yapan tek grup olan ara malları ithalatının katkısı YY %1.9 düşüş ile negatife dönerken, sermaye ve tüketim malları ithalatı da sırasıyla YY %16 ve %8.9 geriledi. Toplam ithalatta YY değişime fasılların katkılarına bakıldığında ise kayda değer tek artış mineral yakıtlar, yağlar grubunda görülürken, geçtiğimiz ay ithalattaki artışta belirleyici fasıl olan kıymetli taş, metaller, mücevherler bu ay değişime negatif katkı yapan fasıllar arasında ön plana çıktı. İhracatta ise geçtiğimiz aylarda olduğu gibi Ağustos'ta da YY artışa en önemli katkı kıymetli taş, metaller, mücevherler faslından gelirken, bu kalem dışında ihracatta YY %4 gerileme yaşandı.

Ülke gruplarına göre ihracatta AB ülkelerine yapılan ihracatın payı gerilemeye devam ederken, Ağustos'ta %33.6 YY %10 puandan daha fazla geriledi, Yakın doğu ve Kuzey Afrika ülkelerine ihracatın payı ise YY %16 puan artışla %42.4'e yükseldi.

Sonuç olarak, Ağustos ayının zayıf ithalat verileri ekonomide henüz belirgin bir ivmelenmenin olmadığını ortaya koyarken, enerji hariç dış ticaret açığındaki iyileşme dış kırılmalıkların azalmasına destek olmayı sürdürdü. Kıymetli taş, metal faslı hariç ihracatta yılın ilk sekiz ayında sadece %3 büyüme olması ise mevcut küresel büyüme riskleri ve iç talepte beklenen canlanma dâhilinde dış ticaret dengesindeki düzelmelerin sonlarına yaklaşmakta olabileceğimizi düşündürüyor.

	Oca-Ağu 11		Oca-Ağu 12		Değişim (YY%)
	Değer	Pay	Değer	Pay	
US\$ Milyar					
İHRACAT	88.7	100.0	100.1	100.0	12.8%
İTHALAT	160.5	100.0	156.6	100.0	-2.4%
Sermaye (Yatırım Malları)	24.9	15.5	22.2	14.1	-11.0%
Ara (Ham madde) Malları	115.0	71.6	116.9	74.6	1.7%
Tüketim Malları	20.1	12.5	17.2	11.0	-14.5%
Diğerleri	0.5	0.3	0.4	0.3	-21.4%
İTHALAT	Oca-Ağu 12	2011	Oca-Ağu 11	YY puan	
AB Ülkeleri (27)	36%	38%	38%	-2.0%	
Kuzey Afrika Ülkeleri	1%	1%	1%	0.3%	
Yakın ve Orta Doğu Ülke.	10%	8%	9%	1.9%	
MENA Toplam	11%	10%	10%	1.3%	
İHRACAT	Oca-Ağu 12	2011	Oca-Ağu 11	YY puan	
AB Ülkeleri (27)	38%	46%	48%	-9.4%	
Kuzey Afrika Ülkeleri	6%	5%	5%	1.2%	
Yakın ve Orta Doğu Ülke.	29%	21%	20%	8.1%	
MENA Toplam	35%	26%	25%	9.3%	

Kaynak : TUIK



Ömer Zeybek, omer.zeybek@ingbankc.om.tr

Ödemeler Dengesi:

Ağustos'ta cari açık US\$1.2 milyar ile piyasa beklentisinin de altında gerçekleşirken, 12 aylık birikimli açık düşüş eğilimini koruyarak US\$59.0 milyarla Mart 2011'den bu yana en düşük seviyesine geldi.

Ağustos'ta 12 aylık birikimli açık düşüş eğilimini koruyarak US\$59 milyara geriledi...

Enerji hariç açık ise US\$7.3 milyarla Ekim 2010'dan bu yana en düşük düzeyine geriledi. Cari dengenin en önemli kalemini oluşturan ve ekonomik aktivitedeki yavaşlamaya paralel hızla gerileyen dış ticaret açığı

Toplam kayıtlı sermaye girişi arka arkaya beşinci ay cari açığın üzerinde gerçekleşti...

Net doğrudan yatırımlar Ağustos'ta US\$584 milyonla son dönemdeki aylık giriş ortalamasının altında kaldı...

önceki yılın aynı dönemine göre (YY), Ağustos ayında da cari açıktaki düşüşte belirleyici oldu. Hizmetler dengesi ise mevsimsel faktörlerin olumlu etkisiyle US\$3.4 milyar fazla kaydederken (YY %9 artış), gelir dengesinde açık portföy gelirlerindeki YY artışın katkısıyla küçük bir iyileşme kaydederek US\$455 milyona geriledi. Finansman tarafında toplam kayıtlı sermaye girişinin Mart 2012'den bu yana arka arkaya beşinci ay cari açığın üzerinde gerçekleşmesi öne çıkarken, böylelikle Ağustos ayında resmi rezervlerde US\$6.9 milyar düzeyinde çarpıcı bir artış kaydedildi. Spesifik olarak ise US\$5.9 milyarlık toplam kayıtlı sermaye girişinin cari açığı karşılama oranı %500 ile tarihi yüksek düzeye ulaştı. Sermaye girişlerinin kısa ve uzun vade kompozisyonu incelendiğinde ise kısa vadeli girişlerinin ağırlığının devam ettiği, Ağustos'ta bono piyasasına US\$1.3 milyarlık net girişin ve bankalardaki yurtdışı yerleşik mevduatlarındaki US\$2.6 milyarlık güçlü artışın etkili olduğu görülüyor. Öte yandan, Temmuz'da negatife dönen uzun vadeli sermaye girişleri, reel sektörün US\$506 milyonluk sınırlı net borçlanması ve bankaların net ödeyici konumunda olması nedeniyle Ağustos'ta da zayıf kaldı. En önemli uzun vadeli finansman kalemlerinden olan net doğrudan yatırımlar ise US\$584 milyonla son dönemdeki aylık ortalamasının altında kaldı.

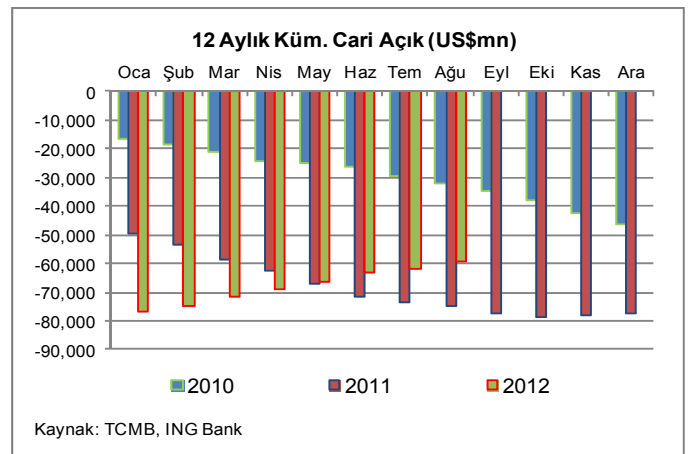
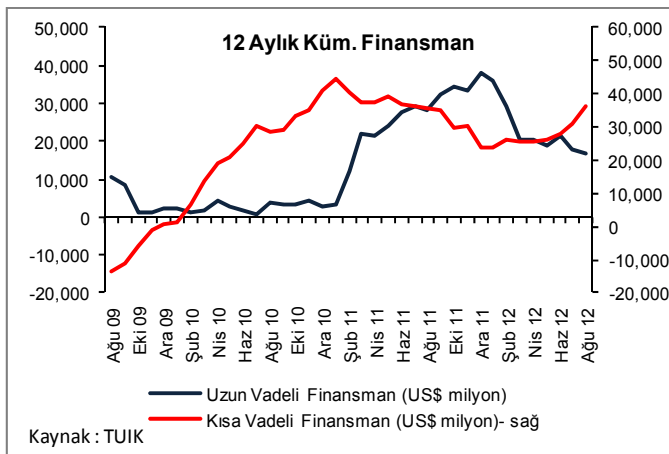
Borç çevrim oranları açısından reel sektörün uzun vadeli borç çevrim oranı Ağustos'ta %127 olurken, son 12 aylık dönem için %107'ye geldi. Bankaların uzun vadeli borç çevrim oranı da 12 aylık verilere göre %110 düzeyinde bulunuyor.

Ağustos verileri cari açıktaki ve özellikle de net enerji ithalatı hariç dengedeki iyileşme eğiliminin sürdüğünü, dolayısıyla ekonomik aktivitedeki zayıf seyrin üçüncü çeyrekte de korunduğunu teyit ediyor. Yılın kalan döneminde cari açıktaki iyileşmenin ivme kaybedeceğini ve stabilize olacağını düşünüyoruz.

Seçilmiş Ödemeler Dengesi Kalemleri - Kümülatif Gelişim

	Ağu 12		Eyl 11 - Ağu 12	
	US\$ milyon	Cari Dengeye Oranı	US\$ milyon	Cari Dengeye Oranı
Cari Denge	-1,181	100%	-59,013	100%
Dış Ticaret Dengesi	-4,295	364%	-72,944	124%
Toplam Kayıtlı Sermaye Girişi	5,906	500%	52,860	90%
Net Doğrudan Yatırımlar	584	49%	11,433	19%
Yabancıların Net Menkul Kıymet Alımları	1,773	150%	15,367	26%
Hisse Senedi	429	36%	2,625	4%
Bono	1,344	114%	12,742	22%
Net Dış Borçlanma*- Bankalar	121	10%	5,960	10%
Net Dış Borçlanma*- Reel Sektör	1,345	114%	5,436	9%
Net Dış Borçlanma*-Hazine	-425	36%	863	1%
Bankalardaki Mevduat	2,621	222%	8,650	15%
Diğer	-113	10%	5,151	9%
Rezerv Değişim	-5,275	447%	-480	1%
Bankalar	1,620	137%	8,780	15%
Resmi	-6,895	584%	-9,260	16%
Net Hata Noksan	550	47%	6,633	11%
Diğer Sektörler Uzun Vadeli Kredi Çevrim Oranı		127%		107%
Bankalar Uzun Vadeli Kredi Çevrim Oranı		69%		110%
Kısa Vadeli Ticari Kredi Çevrim Oranı		88%		102%

*Ticari krediler hariç. *Mutlak değer Kaynak: TCMB



Finansman tarafında ise, son dönemde güçlenen kısa vadeli kaynak girişlerinin rezerv artışı ile birlikte gerçekleşmeye devam etmesi durumunda küresel risk iştahına bağlı kırılmanın yaratabileceği olası tedirginliklerin kontrol altında kalabileceğini tahmin ediyoruz. Bu ay cari açık öngörümüzü GSYH'nin %7.5'i düzeyine çektik.

Muhammet Mercan, muhammet.mercan@ingbank.com.tr

Merkezi Yönetim Bütçesi

Merkezi yönetim bütçesi Ocak-Ağustos döneminde TL 8.5 milyar açık verdi...

Mali tatilden kaynaklanan bir aylık aranın ardından, Temmuz ve Ağustos merkezi yönetim bütçe gerçekleştirmeleri bir arada açıklandı. Ağustos ayı itibarıyla, yılbaşından bu yana bütçe dengesi geçtiğimiz sene aynı dönemde görülen TL 2.1 milyarlık bütçe fazlasına göre belirgin bir bozulma göstererek TL 8.5 milyar açık verdi. Öte yandan aynı dönemde faiz dışı fazlada yıllık %18 oranında daralma görüldü.

Yılın ilk sekiz ayında bütçe dengesindeki bozulma büyük oranda personel ve sosyal güvenlik harcamalarındaki artışlardan kaynaklandı...

Yılın ilk sekiz ayında bütçe dengesindeki bozulma büyük oranda yıllık %18.8 ve %24.6 artan personel harcamaları ile sosyal güvenlik transferlerinden kaynaklanırken, Ocak – Ağustos itibarıyla yıllık hedefin gerçekleşme oranı 2011'in aynı dönemine göre dikkate değer bir artış ile %64.1 oldu (2011 yılı için bu oran %60.9 idi). Harcamalar tarafındaki gerçekleştirmeler yılın ilk sekiz ayı için hedeflerden sapmayı işaret ederken, ekonomideki yumuşak iniş sürecinin devam etmesi, geçtiğimiz sene bütçe gelirlerini önemli oranda arttıran vergi barışının etkisinin giderek azalması, ithalattaki gerilemeye bağlı olarak ithalde alınan KDV'nin önemli bir gerileme göstermesiyle (önceki yılın aynı dönemine göre dolar bazında %11 daralma) Ocak-Ağustos döneminde gelirlerdeki artış yıllık %10.8'de kaldı.

Bütçe dengelerindeki bozulmayı frenlemek isteyen hükümet Eylül sonunda akaryakıt, alkollü içki ve otomobil'de uygulanan özel tüketim vergisini arttırırken, elektrik ve doğalgaza da zam yaptı...

Sonuç olarak, giderlerde tahminin üzerinde artış yanında, gelir performansında görülen zayıflamasıyla 2012 yılının ilk sekiz ayında geçtiğimiz seneye göre bütçe dengesinde önemli bir bozulma görüldü. Bütçe dengelerindeki bozulmayı kontrol altına almak isteyen Hükümet, Eylül sonunda akaryakıt, alkollü içki ve otomobil'de uygulanan özel tüketim vergisini arttırırken, Ekim ayı başından itibaren doğalgaz ve elektrik fiyatlarına da zam yaptı. Son açıklanan Orta Vadeli Program'da hükümet 2012 bütçe açığı gerçekleşme tahminini GSYH'nin %2.3'ü (%1.5'tan) çaktı.

MERKEZİ BÜTÇE GERÇEKLEŞMESİ									
TL milyon	2011		2012		YY Değişim		Gerçekleşme Oranı		2012H
	Ağu	Oca-Ağu	Ağu	Oca-Ağu	Ağu	Oca-Ağu	Oca-Ağu 11	Oca-Ağu 12	
HARCAMALAR	29,495	196,937	31,822	229,005	7.9%	16.3%	62.9%	65.3%	350,948
1-Faiz Hariç Harcama	23,814	165,195	26,033	192,741	9.3%	16.7%	60.9%	64.1%	300,698
Personel Giderleri	5,956	49,122	7,012	58,359	17.7%	18.8%	67.4%	71.4%	81,692
Sosyal Gv. Kur. Dev	1,020	8,393	1,184	9,698	16.1%	15.5%	65.3%	67.9%	14,279
Mal ve Hizmet Alımlar	3,313	18,607	2,434	17,851	-26.5%	-4.1%	57.3%	61.9%	28,859
Cari Transferler	9,307	71,183	11,839	86,795	27.2%	21.9%	64.7%	66.7%	130,220
Sosyal Güvenlik	5,971	36,010	6,140	44,877	2.8%	24.6%	68.2%	64.9%	69,123
Sermaye Giderleri	3,182	12,616	2,916	12,596	-8.3%	-0.2%	41.1%	45.1%	27,914
Sermaye Transferleri	261	2,487	170	2,197	-35.0%	-11.6%	36.9%	51.8%	4,243
Borç Verme	775	2,786	479	5,244	-38.3%	88.2%	51.8%	60.8%	8,625
2-Faiz Harcamaları	5,682	31,742	5,789	36,264	1.9%	14.2%	75.2%	72.2%	50,250
GELİRLER	32,256	199,042	30,250	220,484	-6.2%	10.8%	67.3%	66.8%	329,845
Genel Bütçe Gelirleri	31,739	192,788	29,628	212,800	-6.7%	10.4%	67.3%	66.1%	321,726
Vergi Gelirleri	29,515	169,460	26,751	182,177	-9.4%	7.5%	66.8%	65.6%	277,677
Özel Bütçeli İdare Öz G	425	4,606	529	5,781	24.6%	25.5%	62.3%	94.9%	6,091
Düzen. Denet. Kur. Geli	92	1,647	92	1,904	-0.1%	15.6%	78.6%	93.9%	2,028
BÜTÇE DENGESİ	2,761	2,105	-1,572	-8,520	#####	-504.8%	-12.1%	40.4%	-21,104
FAİZ DIŞI DENGİ	8,443	33,847	4,217	27,744	-50.1%	-18.0%	136.6%	95.2%	29,146

Kaynak: Maliye Bakanlığı

Ömer Zeybek, omer.zeybek@ingbank.com.tr

Ağustos ayında merkezi yönetim borç stoku TL 528 milyar düzeyine çıktı...

Ağustos ayında payı yükselen tek grup ise ağırlığı sınırlı bir artış ile %14'e çıkan TÜFE'ye endeksli tahviller oldu...

Merkezi Yönetim Borç Stoku

Ağustos ayında merkezi yönetim borç stoku bir önceki sene aynı döneme göre %3.7 artarak TL 528 milyara çıkarken, iç borç stokundaki yıllık artış %4.98 olarak gerçekleşti. Dış borç stoku ise USD cinsinden Ağustos ayında yıllık %3.1 oranında arttı. Toplam borç stokunun iç ve dış borç olarak kompozisyonunda ise önemli bir değişiklik olmazken, iç borcun toplam borç içerisindeki payı Ağustos ayı sonu itibariyle %72.9 oldu.

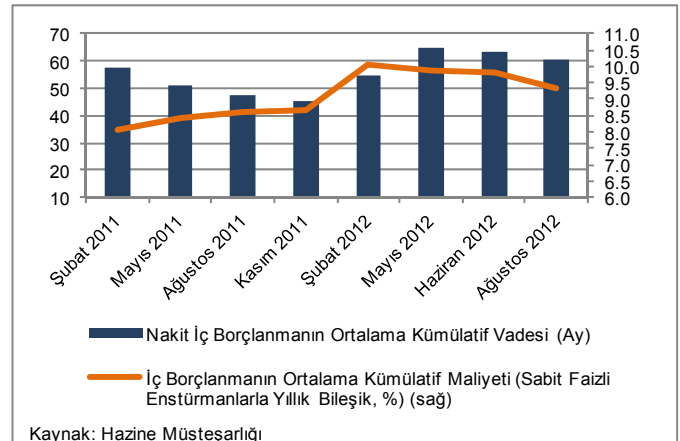
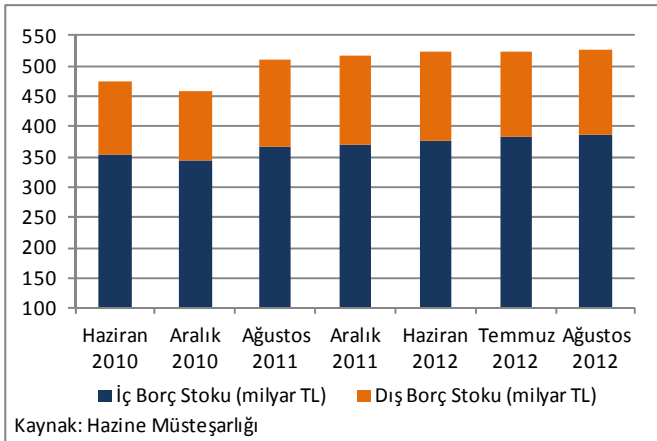
Borç stokunun enstrümanlara göre dağılımında Ağustos ayında önemli bir değişiklik görülmedi. Buna göre, toplam borç stokunun %59.4'ü sabit faizli, %27'si değişken faizli enstrümanlardan oluşurken, Ağustos ayında payı yükselen tek grup ise sınırlı bir artış ile %14'e çıkan TÜFE'ye endeksli tahviller oldu.

Son olarak iç borç stokunun alıcılara göre dağılımına bakıldığında, Ağustos ayında önemli bir değişim olmadığı gözlemlendi. Buna göre, iç borcun %53'ü bankaların, %25'i ise banka dışı kesim tarafından tutulurken, iç borcun yurtdışı yerleşiklerin ellerinde bulundurdukları bölümünün ağırlığı ise Temmuz'da %20 iken, Ağustos'ta %21'e yükseldi.

İç Borç Stoku Alıcı Dağılımı

	2010	2011	Ağu-12
Bankacılık Kesimi	62.9	56.7	52.8
Kamu bankaları	25.7	24.0	21.7
Özel bankalar	30.7	25.9	24.4
Yabancı bankalar	5.5	5.7	5.4
Kalk. Yat. Bankaları	1.0	1.1	1.3
Banka dışı kesim	22.6	24.0	24.4
Gerçek kişiler	1.5	1.6	0.9
Tüzel Kişiler	17.0	18.7	19.6
MKYF	4.1	3.8	3.8
Yurtdışı yerleşikler	12.5	17.3	20.8
TCMB	2.0	2.0	2.0
TOPLAM	100.0	100.0	100.0

Kaynak : Hazine



Ömer Zeybek, omer.zeybek@ingbank.com.tr

Türkiye Brüt Dış Borç Stoku

Türkiye'nin brüt borç stoku 2012 yılının ikinci çeyreğinde 2011 yılı sonuna göre %5.5 arttı...

Türkiye'nin brüt borç stoku 2012 yılının ikinci çeyreğinde 2011 sonuna göre %5.5, geçen senenin aynı dönemine göre %2.8 artarak, US\$323.5 milyara ulaşırken, son dört çeyreklik GSYH'e oranı 1Ç12'deki %41'den %42'ye çıktı. Özellikle özel sektörün borçlarında gözlenen geçen çeyreğe göre %8.7'lik güçlü artışın etkisi ile brüt borç stokunda kısa vadelerin payı %31'e çıkarken, uzun vadeli borçların payı ise %69'a geriledi. Detaylara bakıldığında, özel sektörün dış borçlarının içerisinde kısa vadeli borçların payındaki artışın 2Ç12'de de devam ederek 2011 yılı sonundaki %37 düzeyinden %40'a çıktığı görüldü. Brüt dış borç stokunun borçlulara göre dağılımında 2012 ikinci çeyrekte en büyük payın %66 ile özel sektörde olduğu, %32'lik kısmının ise kamuya ait olduğu gözlemlendi. Kısa vadeli brüt dış borç stokunun neredeyse tümü özel kesim borçlarından kaynaklanırken, uzun vadeli borç stokunun %27'si kamu, %39'u ise özel sektör kaynaklı oldu.

	(milyar USD)			GSYH Oran	
	2011	2Ç12	YbY Değişim	2011	2Ç12
Türkiye Brüt Dış Borç Stoku	306.4	323.5	5.6%	39.7%	42.3%
Kamu	94.3	102.3	8.5%	12.2%	13.4%
Kısa vade	7.0	12.8	82.1%	0.9%	1.7%
Uzun vade	87.3	89.5	2.5%	11.3%	11.7%
TCMB	9.7	8.7	-10.1%	1.3%	1.1%
Özel Sektör	202.7	212.5	4.8%	26.2%	27.8%
Kısa vade	75.6	85.1	12.6%	9.8%	11.1%
Uzun vade	127.2	127.4	0.2%	16.5%	16.7%
Türkiye Net Dış Borç Stoku	185.2	203.2	9.7%	24.0%	26.6%

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

* 2012 İkinci Çeyrek itibarıyla dört çeyreklik kümülatif GSYH kullanılmıştır.

2012 yılı birinci çeyrekte gerçekleştirilen Yen cinsi tahvil ihracı sonrası, Japon Yeni 2011 yılı sonu ile 2012 2.çeyrek arasında borç stoku en fazla artan döviz oldu...

Alacaklılara göre ise, uzun vadeli borç stokunun %57'sinin alacaklısını dış özel sektör, %15'inin alacaklısını ise uluslararası resmi kuruluşlar oluşturdu. Öte yandan, dış yatırımcıların elindeki uluslar arası piyasada işlem gören tahviller toplam uzun vadeli dış borcun %24'ünü oluşturdu. Brüt borç stokunun döviz kırılımı incelendiğinde, 2012 yılı birinci çeyrekte gerçekleştirilen Yen cinsi tahvil ihracı sonrası, Japon Yeni 2011 yılı sonu ile 2012 2.çeyrek arasında borç stoku en fazla artan döviz olarak dikkat çekti. Aynı dönemde hem USD hem de EUR cinsi borç stoku %4 artarken, %53'lük payı ile USD borçlar en yüksek ağırlığa sahip döviz olma özelliğini korudu.

Ömer Zeybek, omer.zeybek@ingbank.com.tr

AB Tanımlı Genel Yönetim Borç Stoku:

Türkiye'nin net kamu borcu 2012 ikinci çeyrekte geçtiğimiz sene sonuna göre %5.2 gerileyerek TL 275.8 milyara düştü...

Türkiye'nin net kamu borcu 2012 ikinci çeyrekte geçtiğimiz sene sonuna göre %5.2 gerileyerek TL 275.8 milyara geldi. Kamu net borç stokunda 2012 birinci çeyreğinde görülen gerilemenin ana kaynağı geçen çeyrekte olduğu gibi ikinci çeyrekte de kamu varlıklarındaki artış olurken (YbY %14), yılbaşından beri %4.9 artan TCMB net varlıkları da net kamu borç stokunu düşüren bir başka kalem oldu. Diğer önemli bir borçluluk göstergesi olan AB tanımlı genel yönetim borç stoku ise 2012 ikinci çeyrekte 2011 sonuna göre %0.3 gerileyerek TL 508.1 milyar oldu, Öte yandan genel yönetim borç stokunda 2Ç12'de 2011'e göre %1 artış kaydedildi. 2012 2.çeyrek itibarıyla TL 539.7 milyar düzeyine ulaşan genel yönetim borç stokunun %71'i iç borçlardan oluşurken, geri kalan kısım dış borçlardan kaynaklandı. 2Ç12'de TL 387 milyara ulaşan genel yönetim iç borç stoku YbY %2.4 artarken, US\$ cinsinden genel yönetim dış borç stoku 2011 yılı sonuna göre %9.1 geriledi.

	TL Milyar			GSYH Oran	
	2011	2Ç12	YbY Değişim	2011	2Ç2012
AB Tanımlı Borç Stoku	509.4	508.1	-0.3%	39.2%	37.1%
Kamu Net Toplam Borç Stoku	291.0	275.8	-5.2%	22.4%	20.1%

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

* 2012 Birinci Çeyrek itibarıyla dört çeyreklik kümülatif GSYH kullanılmıştır.

Ömer Zeybek, omer.zeybek@ingbank.com.tr

	Eylül sonu değeri	Aylık %	Yılbaşından %
IMKB	67367.95	-1.44	29.51
DOW JONES	13090.84	2.64	9.98
S&P 500	1406.58	2.42	14.52
NIKKEI	8839.91	0.34	4.91
DAX	6970.79	3.52	22.35
SHANGAI	2047.52	1.89	-5.13
BOVESPA	57061.45	3.71	4.27

Kaynak:Reuters

Fed, zayıf istihdam pazarında kalıcı bir düzelme görülene kadar her ay US\$ 40 milyarlık konut kredisine dayalı menkul kıymetleri satın alacağını açıkladı...

Almanya Anayasa Mahkemesi, ülkenin Euro Bölgesi'nin kalıcı kurtarma fonu olan ESM'yi ve Euro Bölgesi mali anlaşmasını onaylamasına koşullu olarak izin verdi...

Buğday, mısır, soya fasulyesi gibi tarımsal emtia fiyatlarında yılbaşından bu yana yükselişler sırasıyla %33, %14 ve %27'ye ulaştı...

Piyasalardaki Gelişmeler:

Gelişmiş ekonomilerde Merkez Bankaları Eylül boyunca açıkladıkları varlık alım programlarıyla son dönemde ivme kaybeden ekonomik aktiviteyi yeniden canlandırma adına önemli adımlar attılar. Öncelikle Avrupa Merkez Bankası (AMB) 6 Eylül'de yapılan toplantıda %0.75 olan politika faizini aynı tutarken, alınacak tahvillerin vadelerinin 1-3 yıl arasında olacağını ve yapılacak alımlarda herhangi bir limitin olmadığını belirtti. Takip eden günlerde ABD Merkez Bankası (Fed), ekonomiye yönelik yeni bir güçlü destek programı daha başlatarak, zayıf istihdam pazarında kalıcı bir düzelme görülene kadar her ay US\$ 40 milyarlık konut kredisine dayalı menkul kıymetleri satın alacağını açıkladı. Fed'in yeni ucu açık tahvil alım programı, daha önce yürütülen diğer iki programdan farklı olarak, sadece konut kredisine dayalı menkul kıymetlerin alınmasını öngörüyor ve Fed Başkanı Bernanke'nin ABD'nin toparlanmasına yeterince katkı sağlamadığına dikkat çektiği konut sektörünün desteklenmesini hedefliyor. Daha önce, faizlerin en az 2014 sonuna kadar bulunduğu seviyede kalacağını belirtmiş olan Fed ayrıca faizlerin bulunduğu tarihi düşük seviyede en az 2015 ortasına kadar tutulabileceğini de vurguladı.

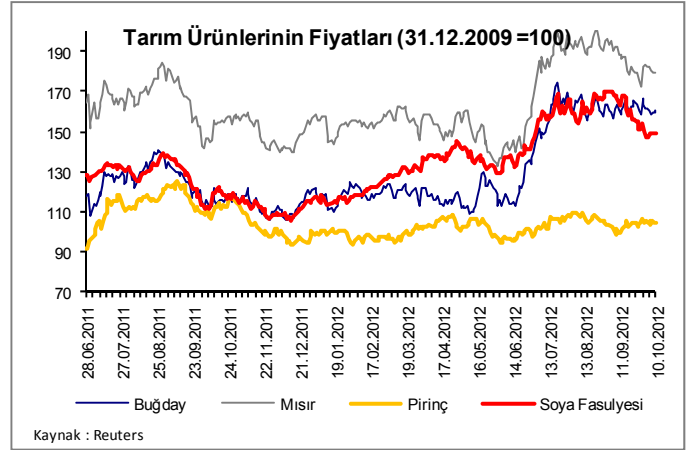
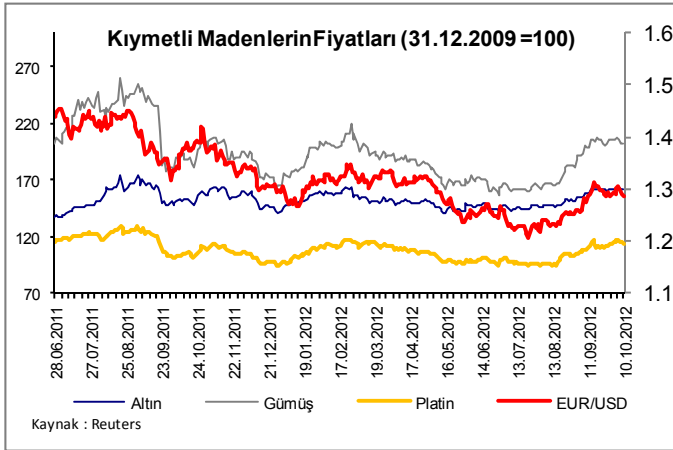
Tüm bunlara ek olarak Japonya Merkez Bankası (BOJ) da varlık alım programının büyüklüğünü artırarak para politikasını gevşetti. BOJ, para politikasının ana bileşenini oluşturan varlık alım ve kredi programının büyüklüğünü JPY 10 trilyon (US\$ 127 milyar) artırarak JPY 80 trilyona yükseltirken, süresini de 2013 Aralık ayına kadar uzattı. Euro Bölgesi'nde Eylül ayı öncü PMI verilerinin yavaşlamanın sürdüğünü teyit etmesi, Çin'de ise özel imalat sektörünün Eylül'de art arda on birinci defa daralması da küresel ekonomiye dair kaygıların devam etmesine neden oldu.

Öte yandan, Almanya Anayasa Mahkemesi, ülkenin Euro Bölgesi'nin kalıcı kurtarma fonu olan ESM'yi ve Euro Bölgesi mali anlaşmasını onaylamasına koşullu olarak izin verdi. ESM ve mali anlaşma aleyhine karar alınmasını gerektirecek bir temel olmadığını belirten mahkeme, ESM'nin onaylanması için Almanya'nın yükümlülüklerinin EUR 190 milyarı aşması halinde bunun için parlamentonun alt kanadından onay alınması şartını getirdi.

Açıklanan sınırsız varlık alım programı ve Almanya Anayasa Mahkemesi'nin Euro Bölgesi'nde oluşturulan Banka Kurtarma Fonu'na izin vermesinin ardından güçlenen EUR/USD, Ağustos sonunda 1.25 düzeyinden hızla yükselerek Eylül ortasına doğru 1.31'in üzerine gördükten sonra; İspanya'nın mali yardım için başvurup başvurmayacağına dair belirsizliğin etkisiyle ayın kalan döneminde genelde aşağı yönlü bir seyir izledi ve Ekim başında 1.28-1.29 aralığına geldi. AMB'nin politika faizini değiştirmeyerek beklendiği gibi %0.75'te tutmasının ise pariteye önemli bir etkisi olmadı.

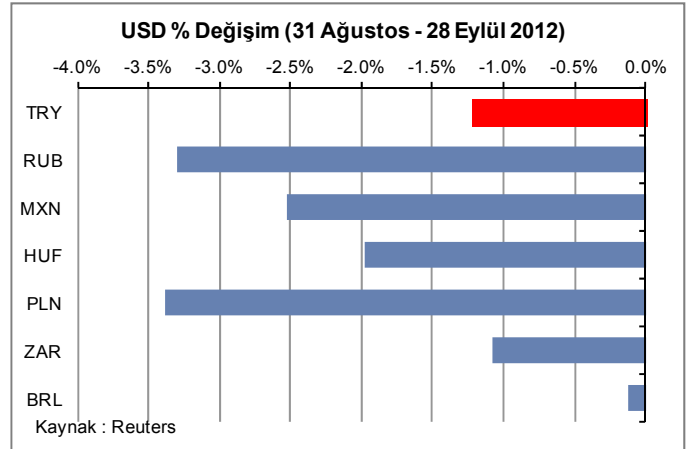
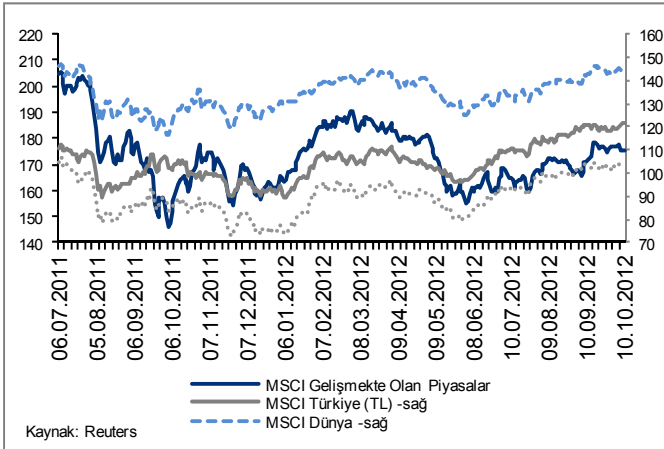
Birleşmiş Milletler Gıda ve Tarım Örgütü (FAO) tarafından hesaplanan küresel gıda fiyatları endeksi Eylül'de, önceki aya göre %1.4 artarak ortalama 216 puan olarak açıklandı. Endeks 2008'deki gıda krizi sırasında görülen seviyelere yaklaştı. ABD'de 50 yıldan uzun süredir yaşanan en ağır kuraklık yaz aylarında mısır ve soya fasulyesi fiyatlarının rekor seviyelere yükselmesine neden olurken, bunun Rusya ve Karadeniz kıyısındaki bazı ülkelerde yaşanan kuraklıkla aynı zaman rastlaması yeni bir kriz endişesini güçlendiriyor. Nitekim buğday, mısır, soya fasulyesi gibi tarımsal emtia fiyatlarında yılbaşından bu yana yükselişler sırasıyla %33, %14 ve %27'ye ulaştı. Öte yandan, merkez bankalarının ekonomik aktivitedeki yavaşlamaya karşı daha aktif bir politika izleme işaretleri vermelerinin ardından altın, gümüş ve platin gibi değerli metallerin fiyatları 31 Ağustos-10 Ekim arasında sırasıyla %4, %7 ve %9 arttı. Son dönemde jeopolitik ve arz yönlü sorunlara yönelik endişelerle kısmen yükselen petrol fiyatları en büyük üretici ülke Suudi Arabistan'dan gelen küresel petrol arzında sıkıntı olmadığı ve ek herhangi bir talebin karşılanacağı açıklamalarının da katkısıyla Eylül'de kısmi bir gerileme kaydetti. Bu çerçevede, petrolün varil fiyatı Ağustos sonunda US\$114.7'den %2.5 düşüşle Eylül sonunda US\$111.8'e geriledi. Ancak daha

sonra Ortadoğu'da İran ve Suriye kaynaklı artan tansiyonun etkisi ile petrolün varil fiyatı 10 Ekim itibariyle tekrar US\$116.5'a geldi.



Temmuz'da genelde yatay kaldıktan sonra Ağustos'ta yükselen piyasalar Eylül'de de oldukça olumlu seyretti...

Temmuz'da genelde yatay kaldıktan sonra Ağustos'ta yükselen piyasalar Eylül'de de oldukça olumlu seyretti. Bu çerçevede 31 Ağustos – 10 Ekim arasında MSCI Gelişmekte Olan Ülkeler endeksi %4.7 artarken, MSCI Dünya endeksi ise %2 yükseldi. Merkez Bankası (MB)'nin gevşek para politikası uygulamaları ve derecelendirme kuruluşlarının Türkiye'nin notunu yakın dönemde yatırım yapılabilir düzeye getireceği beklentileriyle Eylül ortasına kadar yukarı yönlü seyreden Türkiye MSCI endeksi ise sonraki dönemde gerçekleşen vergi ve fiyat artışlarının enflasyona da yansıtacağı endişeleriyle etkisiyle dengelenerek, 31 Ağustos – 10 Ekim arasında TL bazında %2.2 ve USD bazında ise %2.3'lük bir artış kaydetti.



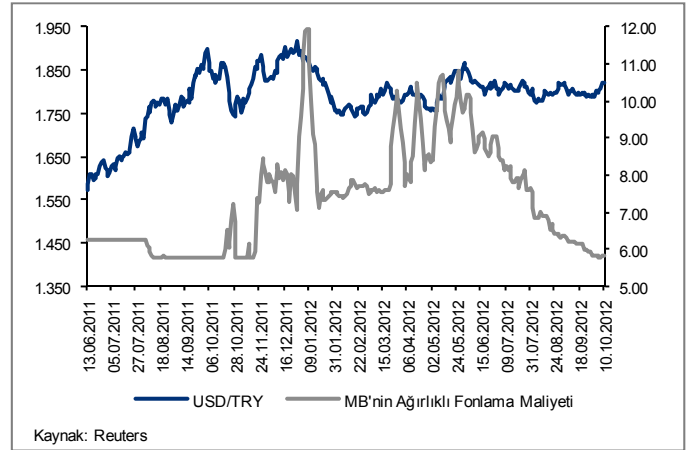
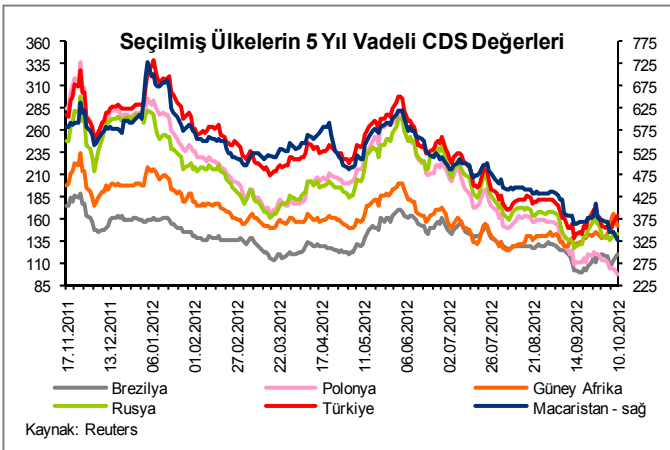
Eylül PPK toplantısında %11.5 olan gecelik borç verme faizi beklentilerin üzerinde 150 baz puan düşürülerek %10'a indirildi...

Eylül PPK toplantısında, %5.75 olan politika faizi (haftalık repo oranı), %5 olan gecelik borçlanma oranı değişmezken, %11.5 olan gecelik borç verme faizi beklentilerin üzerinde 150 baz puan düşürülerek %10'a (%11 düzeyindeki piyasa yapıcı bankalara sağlanan borçlanma faizini ise %9.5'e) indirildi. PPK'da, yılsonunda üst bandın %9'a gerileyeceği öngörümüzü destekleyecek şekilde, önümüzdeki dönemde faiz koridorunun daraltılmasına yönelik olarak, "ölçülü bir adım atılabileceği" sinyali verildi. Ayrıca aynı toplantıda MB, inşaatını Ağustos'ta tamamladığı bankaların TL zorunlu karşılıklarının (ZK) en fazla %60'ını yabancı para, en fazla %30'unu ise altın olarak tutmasına olanak veren mekanizmanın ROK (Rezerv Opsiyon Katsayısı) değerlerini yabancı parada tüm dilimler için 0.2 puan artırdı. MB PPK sonrası yaptığı açıklamada bankaların TL zorunlu karşılıklar için döviz tutma imkanının halen %92.3 oranında kullanıldığını ve US\$23 milyarın bu vasıta ile tutulmakta olduğunu belirtti. MB tahminine göre ROK'larda Eylül ayında yapılan düzenleme sonrasında imkanın mevcut yararlanma oranında kullanılması durumunda döviz rezervlerinde US\$3.6 milyar artış olacak.

MB, daha önce “yılın kalan döneminde” gerileyeceğine dikkat çektiği yıllık enflasyondaki iyileşmenin “yılın dördüncü çeyreğinde belirginleşerek devam edeceği” vurgusunu ekledi...

Son makroekonomik gelişmelere dair değerlendirmelerinde ise, geçtiğimiz aya göre önemli bir değişikliğe gitmeyen MB, daha önce “yılın kalan döneminde” gerileyeceğine dikkat çektiği yıllık enflasyondaki iyileşmenin “yılın dördüncü çeyreğinde belirginleşerek devam edeceği” vurgusunu ekledi. Dolayısıyla bu açıklamadan Eylül enflasyonunun Ağustos düzeyinin üzerinde gerçekleşmesi olasılığının (nihayetinde gerçekleşme de bu yönde idi) dikkate alındığını düşünebiliriz. Öte yandan toplantı kararlarında düzenli olarak enflasyonun hedefin üzerinde seyretmesi nedeniyle, fiyatlama davranışları ile ilgili temkinli duruşun devam etmesi gerektiğine yer veren MB, bu ay bu yorumunun içerisinde enerji fiyatlarında son dönemde görülen artışlara da dikkat çekti. Sonuçta, döviz sepetinde son dönemdeki yükseliş eğilimine rağmen Fed’in yeni parasal genişlemesi sonrası Türkiye’ye sermaye akımının süreceğini varsayan MB faiz koridorunun önümüzdeki dönemde daha da daraltılacağı sinyalini vererek hem TL’nin seyrine hem de enflasyon görünümüne güven duyduğunu gösterdi.

Son dönemde piyasaya verdiği likiditenin maliyetini önemli ölçüde aşağı çeken MB, Mayıs’ta %9.75’e kadar yükselen ortalama fonlama maliyetini yavaş yavaş indirerek Ağustos’ta %6.76’ya, Eylül’de ortalama 6.10’a, Ekim başı itibarıyla ise %5.80’a getirdi. Her ne kadar Eylül’de olduğu gibi Ekim’de de enflasyon son vergi ve fiyat düzenlemelerinden etkilenen olsa da, özellikle çekirdek enflasyonda göstergelerinde devam eden iyileşme ve manşet enflasyonu daha belirgin hale gelmesi beklenen toparlanmadan hareketle MB’nin likidite maliyetini düşük düzeyde tutmaya devam etmesi ancak gerekmesi halinde sıkılaştırmaya gitmesi mümkün görünüyor.



50:50 EUR: USD döviz sepeti ise gerek enflasyonla ilgili endişeler, gerek Ekim başında Suriye ile yaşanan gerilimin de etkisiyle 2.07’yi aştı...

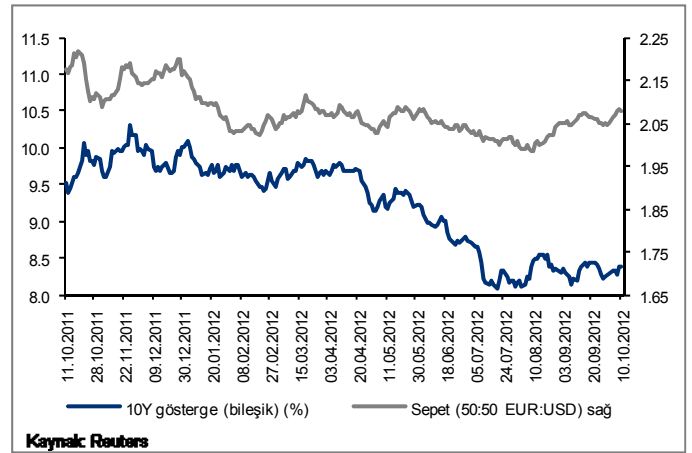
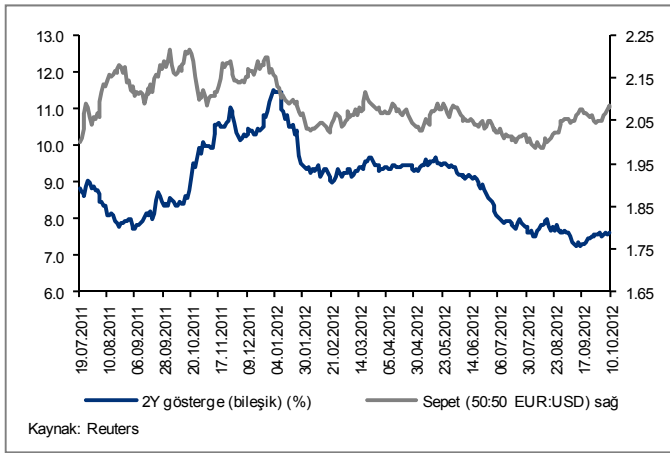
Son aylarda benzer para birimleriyle karşılaştırıldığında daha olumlu bir seyir izleyen USD/TRY Ağustos sonu ile 3 Ekim arasında nispeten zayıf bir performans sergiledi ve %0.7 düşüşle 1.800-1.805 aralığına geldi. Öte yandan Suriye ile yaşanan gerginlik ve Ekim ayının ikinci haftasında yurtdışı piyasalara hâkim olan olumsuz havanın etkisiyle 3 Ekim – 10 Ekim arasında USD/TRY %1 artışla ile 1.82’li seviyelere çıktı. 50:50 EUR: USD döviz sepeti ise Eylül’ün ilk yarısında 2.05’in altını gördükten sonra gerek enflasyonla ilgili endişeler, gerek Ekim başında Suriye ile yaşanan gerilimin de etkisiyle 2.07’yi aştı.

Piyasalardaki havanın olumluya dönmesiyle Haziran ortasından Eylül başına kadar önemli ölçüde gerileyen CDS primleri Eylül boyunca yatay/hafif aşağı yönlü bir hareket kaydetti. Bu çerçevede Türkiye’ nin beş yıllık CDS’i 31 Ağustos’ta 181 puan düzeyindeyken %10’luk bir düşüşün ardından 10 Ekim’de 163 puana geriledi. Risk primindeki yüzde olarak azalış Brezilya, ve Güney Afrika’ya göre daha olumlu bir seyir izlerken, Rusya’daki değişimlere yakın Macaristan ve Polonya’dakinin ise gerisinde kaldı.

Yılbaşından bu yana 5 Ekim itibarıyla toplam yabancıların tahvil alımları US\$13.1 milyar oldu...

Yurtiçi ve yurtdışı finansal piyasalardaki seyre paralel olarak, Türkiye'den 18 Mayıs - 8 Haziran arasında US\$ 3 milyarlık (repo hariç US\$2.8 milyar) yabancı çıkışının ardından, takip eden dönemde dikkat çekici bir ivmeyle toplamda US\$ 12.6 milyar giriş gerçekleşti. Bu gelişmelerin ardından yılbaşından bu yana toplam yabancıların tahvil alımları 5 Ekim itibarıyla US\$13.1 milyar oldu.

Artan risk algısı ve MB'nin ek sıkılaştırma uygulamalarıyla Mayıs ortasında %9.70 seviyelerini gören iki yıllık gösterge devlet tahvili bileşik faizi, sonrasında iyileşen enflasyon görünümü, buna paralel Merkez Bankası'nın para politikasında gevşeme işaretleri vermesi ve Türkiye'nin kredi notunda yatırım yapılabilir düzeye doğru bir artışın yakın olduğu beklentileriyle hızla gerileyerek %7.2-7.3 seviyelerine geldi. Ancak Eylül'ün ikinci yarısında son dönemde büyüyen bütçe açığını kontrol etmek amacıyla bazı ürünlerdeki özel tüketim vergisine getirilen artışlarla elektrik ve doğalgazdaki fiyat ayarlamalarının enflasyon tahminlerini olumsuz etkilemesinin ardından gösterge faiz %7.5-7.7 aralığına yükseldi.



Hazine Ekim ayında TL 3.9 milyarlık iç borç servisi programına paralel olarak tek ihale ile TL 3 milyar borçlanmayı öngörüyor...

Hazine, Eylül ayında planladığı 3 ihaleyi 25 Eylül itibarıyla tamamladı. Böylece, TL 7.9 milyar iç borç servisine karşılık TL 7.4 milyarlık iç borçlanma gerçekleştirmeyi öngören Hazine, ihalelerde oluşan olumlu talep sonrası toplamda TL 8.5 milyar borçlanırken, ilk dokuz ayda iç borç çevrim oranı %87.2 oldu. Yıllık iç borçlanma hedefinin ise %83'ü tamamlandı. Hazine, Ekim ayı başında bankalara TL 1.6 milyar tutarında 1 Ekim 2014 vadeli kira sertifikası ihracı gerçekleştirirken, ayın geri kalanında Ekim ayındaki TL 3.9 milyarlık iç borç servisi programına paralel olarak tek ihale ile TL 3 milyar borçlanmayı öngörüyor.

Görünüm:

Gecelik borç verme oranının %10'dan %9'a 2012 içerisinde ineceği beklentimizi sürdürüyoruz.

Ağustos ayı PPK kararında faiz koridorunun kademeli olarak daraltılabileceğinin açıkça ifade eden, ardından da Eylül toplantısında üst bandı beklentilerin üzerinde 150 baz puan aşağı çeken MB önümüzdeki dönemde ölçülü bir adım daha atılabileceğine işaret etmişti. Toplamda enflasyonu 100 baz puan civarında yükseltmesi beklenen ve asıl etkinin Ekim enflasyonunda görüleceği son fiyat ve vergi ayarlamalarının ardından Merkez Bankası'nın bandı daraltma eğilimini korumakla birlikte böyle bir hareketi erteleyebileceğini düşünüyoruz. Dolayısıyla, gecelik borç verme oranının %10'dan %9'a 2012 içerisinde ineceği beklentimizi koruyor ancak Ekim ayında politika faizlerinde bir değişim beklemiyoruz. Bu şartlar altında gösterge faizin en azından Ekim içinde %7.5-%8 bandında dalgalanabileceğini, sonraki dönemde yıllık enflasyondaki güçlü düşüşün de katkısıyla yılsonuna doğru gerileyebileceğini tahmin ediyoruz.

Diğer önemli gelişmeler:

Merkez Bankası ve BDDK'nın politika uygulamalarıyla 2011 ortasından bu yana ivme kaybeden kredi artış hızı haftalık verilere göre Eylül sonu itibariyle yıllık %14.1'e düşerek, geçtiğimiz sene Aralık ayı sonundaki %29.5'lük büyüme oranına göre ciddi gerileme kaydetti.

Sektörde yılbaşından bu yana seyir incelendiğinde, Eylül sonunda toplam krediler %10.5 büyürken, TL kredilerin %14.7, YP kredilerin (US\$ cinsinden) ise %5.8 arttığı gözlemlendi. Mevduat tarafında, YbY büyüme toplam mevduatlarda %6.9, TL mevduatlarda %7.6, yabancı para cinsinden mevduatlarda %11.5 düzeyinde gerçekleşti. Son olarak Eylül ayı itibariyle kredilerin mevduatlara oranı ise %97.5 oldu.

	Toplam Krediler		YP Krediler	Toplam TL Mevduat		YP Mevduat	Kredi/ Mevduat
	TL milyon	TL milyon	\$ milyon	TL milyon	TL milyon	\$ milyon	
31-Ara-10	532,329	386,358	95,411	644,583	447,551	128,610	82.59%
28-Oca-11	540,201	386,285	98,095	637,697	442,228	124,239	84.71%
25-Mar-11	562,718	403,285	104,405	655,584	449,280	134,818	85.83%
30-Eyl-11	668,440	470,301	107,954	714,617	470,093	133,064	93.54%
30-Ara-11	689,812	487,546	108,067	731,075	473,408	137,259	94.36%
27-Oca-12	682,587	491,011	108,876	723,355	470,705	143,181	94.36%
30-Mar-12	705,043	507,718	111,955	734,950	469,367	148,865	95.93%
29-Haz-12	744,110	542,118	112,731	761,764	484,787	154,334	97.68%
27-Tem-12	740,028	539,484	112,108	768,443	492,044	154,248	96.30%
31-Ağu-12	757,123	553,564	113,104	772,808	498,176	154,447	97.97%
28-Eyl-12	762,538	559,355	114,349	781,798	509,482	153,100	97.54%
Yılbaşından itibaren değişim	10.54%	14.73%	5.81%	6.94%	7.62%	11.54%	
Bir önceki yılın aynı ayına göre değişim	14.08%	18.94%	5.92%	9.40%	8.38%	15.06%	

Kaynak:BDDK Haftalık Veriler

Muhammet Mercan, muhammet.mercan@ingbank.com.tr

EK A:

HAZİNE İÇ BORÇ İHALELERİ												
										Toplam Satış Miktarı		112,540.91
										Piyasa Çevrim Oranı		84.85%
2011												
SATIŞ MİKTARI (TRYmilyon)												
	İHRAÇ TARİHİ	VADE TARİHİ	İHALE-TALEP/SATIŞ	FAİZ ORANI		PİYASA		KAMU KURUM.		TOPLAM		
				BASİT	BİLEŞİK	NOM	NET	NOM	NET	NOM	NET	
Haziran	DT	20.06.2012	05.03.2014	1.68	8.90	9.10	1420.70	1486.65	380.63	391.00	1801.33	1877.65
Temmuz	DT	11.07.2012	05.03.2014	1.76	7.85	8.00	3222.05	3378.40	1198.81	1257.00	4420.86	4635.40
Ağustos	DT	08.08.2012	08.03.2017	1.25	7.78	7.93	2238.77	2423.70	554.23	600.00	2793.00	3023.70
	TUFEX*	08.08.2012	23.02.2022	1.83	2.76	2.78	3024.87	3206.30	1292.49	1370.00	4317.36	4576.30
	DT	08.08.2012	05.03.2014	1.06	7.52	7.66	3505.93	3714.80	0.00	0.00	3505.93	3714.80
	DT	08.08.2012	12.01.2022	1.18	8.11	8.27	1487.96	1628.50	0.00	0.00	1487.96	1628.50
	DT	15.08.2012	11.09.2013	2.36	8.10	8.07	3196.53	2940.60	0.00	0.00	3196.5	2940.60
Eylül	DT	26.09.2012	11.09.2013	2.52	7.19	7.21	1476.21	1380.70	0.00	0.00	1476.21	1380.70
	DT	26.09.2012	14.09.2022	3.84	8.44	8.61	1555.87	1562.60	1557.27	1564.00	3113.14	3126.60
	DT	26.09.2012	24.09.2014	2.91	7.42	7.56	3588.12	3593.10	349.51	350.00	3937.63	3943.10
Ekim	KIRA-SER	03.10.2012	01.10.2014					1624.48		0.00		1624.48
								Toplam Satış Miktarı		85,206.65		
								Piyasa Çevrim Oranı		87.19%		

** TÜFEye endeksli tahviller için reel faiz verilmiştir.

İç borçlanma programı - Ekim 2012 ayı ihale takvimi

Vade	Senet türü	İhale tarihi	Valör tarihi	İtfa tarihi
2 yıl (707 gün)	TL cinsi sabit kuponlu Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç)	16.10.2012	17.10.2012	24.09.2014

İç borçlanma programı - Kasım 2012 ayı ihale takvimi

Vade	Senet türü	İhale tarihi	Valör tarihi	İtfa tarihi
4 yıl (1582 gün)	TL cinsi sabit kuponlu Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç)	05.11.2012	07.11.2012	08.03.2017
10 yıl (3640 gün)	TL cinsi TÜFE'ye Endeksli Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (ilk ihraç)	05.11.2012	07.11.2012	26.10.2022
2 yıl (686 gün)	TL cinsi sabit kuponlu Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç)	06.11.2012	07.11.2012	24.09.2014
10 yıl (3598 gün)	TL cinsi sabit kuponlu Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç)	06.11.2012	07.11.2012	14.09.2022
10 ay (294 gün)	TL cinsi kuponsuz Hazine Bonosu (yeniden ihraç)	20.11.2012	21.11.2012	11.09.2013

İç borçlanma programı - Aralık 2012 ayı ihale takvimi

Vade	Senet türü	İhale tarihi	Valör tarihi	İtfa tarihi
2 Yıl (651 gün)	TL cinsi sabit kuponlu Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç)	11.12.2012	12.12.2012	24.09.2014

Ekim 2012 İç Borç Ödemeleri

TRY milyon	Piyasa	Kamu Kuruluşları	TOPLAM
03.10.2012	967	122	1,089
10.10.2012	884	136	1,020
17.10.2012	847	57	904
31.10.2012	707	205	912
TOPLAM	3,405	520	3,925

Kasım 2012 İç Borç Ödemeleri

TRY milyon	Piyasa	Kamu Kuruluşları	TOPLAM
07.11.2012	14,316	4,016	18,332
21.11.2012	745	75	821
TOPLAM	15,061	4,091	19,153

Aralık 2012 İç Borç Ödemeleri

TRY milyon	Piyasa	Kamu Kuruluşları	TOPLAM
05.12.2012	541	271	812
19.12.2012	356	70	426
26.12.2012	252	77	329
TOPLAM	1,149	418	1,567

Kaynak: Hazine

EK B:

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012T	2013T	2014T
Ekonomik Aktivite										
Reel GSYH (% Yılda Yıla - YY)	8.4	6.9	4.7	0.7	-4.8	9.2	8.5	3.5	4.8	5.0
Özel tüketim (% YY)	7.9	4.6	5.5	-0.3	-2.3	6.7	7.8	1.9	4.8	4.5
Kamu tüketimi (% YY)	2.5	8.4	6.5	1.7	7.8	2.0	4.5	3.9	2.0	3.0
Yatırım (%YY)	17.4	13.3	3.1	-6.2	-19.0	30.5	18.5	1.8	8.3	10.9
Sanayi üretimi (%YY)	5.4	7.7	6.9	-0.9	-9.9	13.1	8.9	3.9	5.5	6.6
İşsizlik oranı (%)	10.6	10.2	10.3	11.0	14.0	11.9	9.8	9.5	9.2	9.0
Nominal GSYH (TL milyar)	649	758	843	951	953	1,099	1,298	1,465	1,639	1,818
Nominal GSYH (EUR milyar)	389	421	474	501	442	552	559	638	754	840
Nominal GSYH (US\$ milyar)	481	526	649	742	617	732	774	812	922	1089
Kişi başına GSYH (US\$)	7,056	7,643	9,221	10,376	8,590	10,067	10,469	10,726	12,008	14,004
Fiyatlar										
TÜFE (ortalama %YY)	8.2	9.6	8.8	10.4	6.3	8.6	6.5	9.1	6.9	5.7
TÜFE (yıl sonu %YY)	7.7	9.7	8.4	10.1	6.5	6.4	10.4	7.0	6.2	5.2
ÜFE (ortalama %YY) – TEFE ...<2003	5.9	9.3	6.3	12.7	1.2	8.5	11.1	6.4	5.2	5.8
Kamu Dengesi (GSYH %)										
Konsolide bütçe dengesi	-1.1	-0.6	-1.6	-1.8	-5.5	-3.6	-1.3	-2.2	-2.0	-2.0
Faiz dışı denge	6.0	5.4	4.1	3.5	0.1	0.8	1.9	1.6	1.8	1.9
Toplam kamu borcu	52.7	46.5	39.9	40.0	46.1	42.4	39.3	36.9	35.6	34.6
Dış Denge*										
İhracat (US\$ milyar)	78.4	93.6	115.4	140.8	109.6	120.9	143.4	152.0	161.8	179.2
İthalat (US\$ milyar)	111.4	134.7	162.2	193.8	134.5	177.3	232.5	223.5	239.7	262.4
Dış ticaret dengesi (US\$ milyar)	-33.1	-41.1	-46.9	-53.0	-24.9	-56.4	-89.1	-71.5	-77.8	-83.2
Dış ticaret dengesi (GSYH %)	-6.9	-7.8	-7.2	-7.1	-4.0	-7.7	-11.5	-8.8	-8.4	-7.6
Cari denge (US\$ milyar)	-22.3	-32.2	-38.4	-41.5	-13.4	-46.6	-77.1	-61.2	-69.1	-75.9
Cari denge (GSYH %)	-4.6	-6.1	-5.9	-5.6	-2.2	-6.4	-10.0	-7.5	-7.5	-7.0
Net doğrudan yatırım (US\$ milyar)	9.0	19.3	19.9	17.0	6.9	7.6	13.4	13.0	15.0	17.0
Net doğrudan yatırım (GSYH %)	1.9	3.7	3.1	2.3	1.1	1.0	1.7	1.6	1.6	1.6
Cari açık + net doğrudan yat. (GSYH %)	-2.8	-2.5	-2.9	-3.3	-1.1	-5.3	-8.2	-5.9	-5.9	-5.4
İhracat hacmi - miktar (%YY)	10	12	11	6	-7	6	6	15.5	5.9	8.8
İthalat hacmi - miktar (%YY)	12	8	13	-1	-13	21	12	-2.3	5.2	6.3
Döviz rezervleri (altın hariç, US\$ milyar)	51	61	73	71	71	81	78	92	100	110
İthalatı karşılama oranı (ay)	5.4	5.4	5.4	4.4	6.3	5.5	4.0	4.9	5.0	5.0
Borç Göstergeleri										
Brüt dış borç stoku (US\$ milyar)	171	208	250	281	270	292	307	335	351	383
Brüt dış borç stoku (GSYH %)	35	40	39	38	44	40	40	41.2	38.1	35.2
Brüt dış borç stoku (İhracat %)	218	223	217	200	246	242	214	220	217	214
Toplam dış borç servisi (US\$ milyar)	36.8	40.1	48.7	53.8	58.8	55.7	50.1	76.2	81.3	85.0
Toplam dış borç servisi (GSYH %)	8	8	8	7	10	8	6	9	9	8
Toplam dış borç servisi (İhracat %)	47	43	42	38	54	46	35	50	50	47
Faiz ve Kurlar										
Merkez Bankası faizi (%) yılsonu	13.5	17.5	15.8	15.0	6.5	6.5	5.75	5.75	5.75	5.75
Geniş para arzı (%YY)	40.1	23.4	15.4	27.5	12.9	19.0	11.5	7.9	13.0	12.6
3 aylık TL faiz oranı (%) ortalama	15.1	16.6	17.3	17.6	9.9	7.4	8.8	8.7	7.1	7.0
USD/TRY yıl sonu	1.34	1.41	1.16	1.51	1.51	1.55	1.91	1.82	1.70	1.65
USD/TRY ortalama	1.34	1.43	1.30	1.29	1.55	1.50	1.67	1.80	1.78	1.67
EUR/TRY yıl sonu	1.59	1.86	1.71	2.14	2.16	2.05	2.46	2.22	2.18	2.15
EUR/TRY ortalama	1.67	1.80	1.78	1.90	2.15	1.99	2.32	2.30	2.17	2.16
3 aylık USD LIBOR (dönem sonu)	4.54	5.36	4.70	1.43	0.25	0.30	0.58	0.40	0.40	0.50
EUR/USD (dönem sonu)	1.18	1.32	1.46	1.40	1.43	1.34	1.29	1.22	1.28	1.30
EUR/USD (ortalama)	1.24	1.26	1.37	1.47	1.39	1.33	1.39	1.27	1.22	1.30

* Dış ticaret verileri Ödemeler Dengesi içeriğinde sunulmuştur. KAYNAK: TÜİK, Merkez Bankası, Hazine Müsteşarlığı, Maliye Bakanlığı, ING Bank ve ING Global tahminleri

ING Bank Ekonomik Araştırmalar Grubu

Sengül Dağdeviren	Baş Ekonomist	+ 90 212 329 0752	sengul.dagdeviren@ingbank.com.tr
Muhammet Mercan	Kıdemli Ekonomist	+ 90 212 329 0751	muhammet.mercan@ingbank.com.tr
Ömer Zeybek	Ekonomist	+ 90 212 329 0753	omer.zeybek@ingbank.com.tr

AÇIKLAMA:

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu rapor, ING Bank A.Ş.Ekonomik Araştırmalar Grubu tarafından sadece bilgi amaçlı olarak hazırlanmıştır. Hiç bir şekilde bir yatırım önerisi veya herhangi bir yatırım aracının doğrudan alımına veya satımına dair bir teklif veya referans olarak alınmamalıdır. Sunulan bilgilerin yayım tarihi itibarıyla yanlış/yanıltıcı olmamasına özen gösterilmiş olmasına karşın, ING Bank A.Ş.bilgilerin doğru ve tam olmasından sorumlu değildir. Bu raporda yer alan bilgiler herhangi bir uyarı yapılmadan değişebilir. ING Bank A.Ş.ve kurum çalışanları bu raporda sunulan bilgilerin kullanılmasından kaynaklanabilecek herhangi bir doğrudan ve dolaylı zarardan ötürü hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmemektedir. Telif hakkı saklıdır, herhangi bir amaçla ING Bank A.Ş.'nin izni olmadan raporun tamamı veya bir kısmı başka bir yerde yeniden yayımlanamaz, dağıtımı yapılamaz. Tüm hakkı saklıdır. Bu raporda referans verilen yatırımlar ciddi risk taşıyabilir. Geçmiş performans, takip eden dönem için bir gösterge değildir. Yatırımcılar bu rapora dayanmadan kendi araştırmalarını ve yatırım tercihlerini yapmalıdırlar. Sadece finansal konularda getiri ve riskleri değerlendirebilecek düzeyde yeterli bilgi ve deneyime sahip olan yatırımcılar, bu raporda bahsi geçen yatırım araçları veya piyasalarda yatırım almayı dikkate almalı, diğer kişiler bu rapora dayanarak bir karar almamalıdır.

ING Bank A.Ş., bu raporun Türkiye'de yayımlanmasından sorumludur.