

İçindekiler:

- 1 Özet Değerlendirme
- 2 İzlenecek Önemli Gelişmeler
- Türkiye Ekonomisi ve Piyasalar
- 2 Piyasa Gelişmeleri
- Ekler
- 7 Hazine Finansmanı
- 8 Temel Ekonomik Tahminler

Oynaklık piyasalara geri dönüşüyor...

2014 yılına dalgalanmayla başlayan piyasalarda, Amerika Merkez Bankası (Fed)'nin destekleyici para politikasının uzun süre devam edeceğini açıklaması ve Avrupa Merkez Bankası (AMB)'nin faiz oranlarını indirirken yeni bir nicel gevşeme programı uygulayacağını duyurmasının ardından oynaklık gerilemişti. Bu şartlar altında, ılımlı seyrini koruyan küresel büyüme ve risk iştahındaki olumlu eğilim genel olarak gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarını desteklerken ABD'de enflasyon önemli bir problem olarak algılanmıyordu. Ancak bu durum değişme işaretleri veriyor. Temmuz faiz kararı toplantısında Fed, söyleminde küçük bir revizyon yaparak enflasyonun %2'lik hedefin altında kalma olasılığının bir miktar zayıfladığına dikkat çekti. Beklentilerin oldukça üzerinde gelen 2. çeyrek büyüme verileri, Ekim 2007'den bu yana en yüksek düzeye ulaşan tüketici güveni ve geçtiğimiz ay öngörülerden kısmen olumsuz yönde sapsa da genel olarak güçlü seyrini koruyan işgücü piyasasındaki toparlanma ekonomide ivmelenmenin sürdüğünü ortaya koyarken, enflasyondaki artışın yeniden öne çıkacağı anlaşılıyor. İşgücü piyasasındaki güçlenme süreci henüz yeterli olmasa da önümüzdeki dönemde ücretleri yukarı çekme potansiyeli taşıırken, konut fiyatlarında geçtiğimiz aylarda gözlenen hızlı yükseliş ve buna bağlı olarak kira endekslerindeki artış eğilimi süreç içerisinde enflasyon üzerinde baskı yaratacaktır. Buna bağlı olarak yılsonuna doğru ABD'de tüketici enflasyonunun daha da artabileceği anlaşılıyor. Bu şartlar altında, Fed'in ekonomiyi normalleştirmeye yönelik çıkış stratejisinin Eylül'de gerçekleşecek toplantı sonrasında açıklanabileceği beklentileri daha da güçlenirken, ilk faiz artışının önümüzdeki yılın ilk yarısı içerisinde beklenenden erken gerçekleşebileceği uyarıları önem kazanıyor. Faiz artış sürecinin yaklaşması ve bunun ekonomik verilerle de desteklenmesi, uzun bir süreden beri oldukça düşük düzeyde seyreden risk göstergelerine de yansıma işaretleri veriyor. Nitekim, piyasalardaki oynaklığın önemli bir göstergesi olan ve Temmuz başında 10.3'le tarihi düşük düzeylere gerileyen VIX endeksinin Ağustos'un ilk günleriyle birlikte 16-17 aralığına gelmesi de risk algısının yeniden artmaya başladığını ve oynaklığın yeniden piyasalara dönebileceğini ortaya koyuyor. Ayrıca, ABD ve AB tarafından Rusya'nın enerji, savunma sanayii ve bankaları da dâhil olmak üzere ülkenin finans sektörünü hedef alacak şekilde uygulamaya konan yaptırımlar ve artan siyasi gerilim de bu oynaklığı belli ölçüde etkiliyor. Yurtiçinde ise, Temmuz'da açıklanan ve henüz net bir iyileşme ortaya koymayan rakamların ardından enflasyon görünümü MB'nin özellikle son enflasyon raporunda dile getirdiği ve piyasa öngörülerine göre oldukça iyimser kalan değerlendirmelerinden önemli ölçüde farklılaştı. Buna bağlı olarak MB'nin %7.6'da bıraktığı 2014 yılı tahmininin gerçekleşme ihtimali çok azaldı. Mevsimsel olarak aşağı yönlü bir seyir izlemesi beklenen gıda fiyatlarında Ramazan etkisi ve hava şartlarının tarımsal üretime olumsuz yansımalarıyla görülen yükseliş yanında, yukarı yönlü fiyat hareketlerinin hemen tüm harcama gruplarına yayılması enflasyon beklentilerini de yükseltecektir. Bu rakamların ardından 2014 için yıllık enflasyon beklentimizi %8.3'ten %8.9'a, 2015 için ise %6.8'e çekiyoruz. Öte yandan, Mayıs'tan bu yana politika faizini 175 baz puan düşüren ve kur gelişmeleri, risk göstergeleri ile enflasyon beklentilerindeki seyre göre "ölçülü ve kademeli" yeni indirim olabileceği sinyali veren MB'nin son enflasyon verisiyle birlikte böyle bir karar almasının daha da zorlaşabileceği anlaşılıyor. Nitekim, bankanın son aylık değerlendirmesinde gıda fiyatlarının olumsuz etkisine dikkat çekerken, hizmet fiyatlarında enflasyon eğilimine vurgu yapması politika faizinin Ağustos'ta %8.25'te değişmeden kalabileceği beklentimizi destekliyor. Ancak, son faiz indirim kararlarında piyasa göstergelerindeki iyileşmeyi gerekçe gösteren MB'nin kurdaki istikrar sürdüğü takdirde yine de sınırlı bir faiz indirimi yapması yine de ihtimal dâhilinde bulunuyor.

Muhammet Mercan - Kıdemli Ekonomist

ING Bank A.Ş.

Ekonomik Araştırmalar Grubu

Adres:

Reşitpaşa Mahallesi
Eski Büyükdere Cd. No:8
34330 Maslak - İstanbul
Tel: + 212 329 0751/52/53
Faks: + 212 365 4362

E-posta: arastirma@ingbank.com.tr

LÜTFEN ÖNEMLİ AÇIKLAMALAR İÇİN SON SAYFAYA BAKINIZ.

Rapor Tarihi: 6 Ağustos 2014

Ağustos ve Eylül ayında takip edilecek önemli gelişmeler:

- 8 Ağustos: Haziran sanayi üretim anketi
- 14 Ağustos: Haziran ödemeler dengesi
- 15 Ağustos: Mayıs hane halkı işgücü istatistikleri
- 15 Ağustos: Temmuz Merkezi Yönetim bütçe gerçekleştirmeleri
- 25 Ağustos: Ağustos reel sektör güven endeksi, kapasite kullanım oranı
- 27 Ağustos: Ağustos PPK toplantısı
- 28 Ağustos: Ağustos tüketici güven endeksi
- 29 Ağustos: Temmuz dış ticaret dengesi
- 3 Eylül: Ağustos TÜFE, Yİ-ÜFE

Piyasalar

Küresel Gelişmeler

Ukrayna üzerinde düşürülen Malezya uçağının ardından ABD ve AB'nin Rusya'ya yönelik yeni ekonomik yaptırımları ve Ortadoğu'da özellikle İsrail ve Filistin arasında yeniden yükselen gerilim piyasalar açısından jeopolitik riskleri gündemde tutmaya devam ederken, piyasaların nispeten sakin olduğu son dönemde seyirde esas belirleyici etken ABD'de ve Euro Bölgesi'nde açıklanan veriler oldu. Bu çerçevede, ABD'de büyüme hikayesinin güçlenerek devam ettiğine işaret eden 2. çeyrek GSYH, tüketici güveni ve son aylarda güçlenen işgücü piyasası rakamları özellikle dikkat çekiciydi. İlk olarak, ABD'de Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYH) yılın 2. çeyreğinde %3'lük beklentiye karşılık %4 büyüdü. 2. çeyrekte güçlü ekonomik performans, büyük oranda artan yatırımlar ve tüketim harcamalarından kaynaklandı. Açıklanan rakamlar yılın geri kalanı için bu performansın süreceğine dair olumlu tahminleri desteklerken, ekonominin sürdürülebilir büyüme eğilimini yakaladığını belirtiyor. Öte yandan, daha önceki sonuçlardan farklı olarak Temmuz ayı tarım dışı yeni istihdam verisi 233 bin olan öngörülerin altında 209 bin kişinin daha işe alındığını ortaya koydu. Bu rakam beklentilerden oldukça düşük gelse de, istihdam son altı ayda ortalama 244 bin artış göstererek, ortalamada son sekiz yılın en iyi performansını yakaladı. Geçen ay %6.1'e gerileyerek son altı yılın en düşük seviyesine inen işsizlik ise sabit kalacağı beklentilerine rağmen sınırlı bir artışla %6.2 oldu. Son olarak, ABD'de tüketici güveni ise beklentilerin üzerinde bir iyileşmeyle, son 7 yılın en yüksek seviyesine ulaştı. Tüketici eğilimlerini ölçen Conference Board'un verilerine göre, tüketici güveni Temmuz'da Haziran'a göre 4.5 puanlık artışla 90.9'a yükseldi ve Ekim 2007'den bu yana kaydedilen en yüksek düzeye geldi. Açıklanan veriler, istihdam piyasasındaki toparlanmanın tüketicilerin ekonomiyeye olan güvenini olumlu etkilediğini ortaya koyarken, ekonominin üçte ikisini oluşturan tüketim harcamalarına da yansıtılarak önümüzdeki dönemde büyümeyi desteklemeyi devam edeceğini gösterdi.

Ekonomik veriler olumlu bir seyre işaret ederken, Aralık'tan bu yana tahvil alımlarını azaltan Fed'in politika uygulamalarında bir değişiklik yaratıp yaratmayacağı sorusu piyasalar açısından daha da önem kazanıyor. Temmuz faiz kararı toplantısında Fed ekonomiyi desteklemek ve faiz oranlarını düşük tutmak amacıyla başlattığı aylık tahvil alımlarını öngörüldüğü üzere 10 milyar dolar daha düşürerek 25 milyar dolara çekti. Gayri Safi Milli Hasıla'nın (GSMH) ikinci çeyrekte artmasını ve iş gücü piyasasındaki olumlu gelişmeleri ümit verici olarak nitelendiren Fed üyeleri, konut piyasasındaki iyileşmenin hala yavaş seyrettiğine, tüketici harcamalarının sınırlı olarak arttığına ve mali politikaların büyümeyi sınırladığına dikkat çekti. Toplantı sonrası yapılan açıklamada, enflasyonun Fed'in uzun dönemli hedefi olan %2'ye biraz daha yaklaştığı ve önceki açıklamalardan farklı olarak, bundan sonraki dönemde bu seviyenin altında seyretme olasılığının düştüğü belirtildi. Enflasyona yönelik duruşta potansiyel bir değişikliğin işaretini veren bu vurgu farklılığı önemli bulunurken, Fed'in ekonomiyi normalleştirmeye yönelik çıkış stratejisinin 16-17 Eylül'de gerçekleşecek toplantı sonrasında açıklanabileceği beklentileri daha da güçlendi.

AB'de ise deflasyon korkuları ve buna bağlı olası Avrupa Merkez Bankası reaksyonları yakından takip ediliyor. AB istatistik ofisi verilerine göre, Euro Böl-

ABD'de güçlü 2. çeyrek büyümesi, iyileşen tüketici güveni ve Temmuz'da beklentilerden düşük gelse de genel olarak olumlu seyreden işgücü verileri ekonomide toparlanmanın sürdüğünü ortaya koyuyor...

Fed Temmuz toplantısında enflasyona yönelik duruşta potansiyel bir değişikliğin işaretini verdi...

Piyasa Özeti

	07-07-14	05-08-14		
	KAPANIŞ	KAPANIŞ	AYLIK	YBY
	DEĞERİ	DEĞERİ	DEĞİŞİM	DEĞİŞİM
BIST - 100	78,951	80,642	2.14%	18.94%
DOW JONES	17,024	16,429	-3.49%	-0.89%
NIKKEI 225	15,379	15,320	-0.38%	-5.96%
DAX	9,906	9,190	-7.23%	-3.79%
FTSE 100	6,824	6,682	-2.07%	-0.99%
BOVESPA	53,802	56,202	4.46%	9.12%
A.B.D. 10 Yıllık Tahvil Faizi (%)	2.62	2.48	-5.12%	-52.30
BRENT PETROL	108.75	102.72	-5.54%	-7.04%
USD/TRY	2.1286	2.1518	1.09%	0.32%
EUR/USD	1.3604	1.3375	-1.68%	-2.69%
50:50 USD:EUR SEPET	2.5122	2.5149	0.11%	-1.25%
ALTIN	1,319.89	1,287.74	-2.44%	6.87%
MSCI Dünya	1,754.80	1,698.22	-3.22%	2.24%
MSCI GÜ	1,064.33	1,063.11	-0.11%	6.03%
MSCI Türkiye	1,134,001.9	1,160,401.7	2.33%	20.59%

Euro Bölgesi'nde deflasyon riski devam ediyor....

gesi Haziran enflasyonu yıllık bazda nihai %0.5 ile öncü veri ve beklentiler seviyesinde gerçekleşti. Enerji ve işlenmemiş gıda fiyatlarındaki değişimleri içermeyen çekirdek endeks de %0.8 ile yine beklentiler seviyesinde açıklandı. Öte yandan, Temmuz ayına yönelik ilk tahmin ise %0.4 ile daha da gerileme işaretleri verirken, çekirdek enflasyon %0.8 ile aynı düzeyde kaldı. Dolayısıyla AMB'nin %2'lik hedefinin çok altında seyreden veriler, henüz deflasyon riskinin tamamen ortadan kalkmadığını ortaya koyuyor. Ancak son dönemde Euro'nun zayıflaması AMB'nin yakın dönemde yeni gevşetici adımlar atmasına yönelik baskının kısmen hafifleyebileceğini gösteriyor.

Küresel büyüme açısından önemli olan Çin'de ise ekonomi, hükümetin sağladığı desteklerin katkısıyla bu yılın 2. çeyreğinde %7.4 olan beklentilerin hafif üzerinde büyüdü. Çin'de açıklanan veriye göre, dünyanın ikinci büyük ekonomisi bu yılın ikinci çeyreğinde %7.5'lik büyüme kaydetti. Çin'de birinci çeyrekte büyüme %7.4 ile 18 ayın en düşük seviyesinde açıklanmıştı.

Döviz piyasası

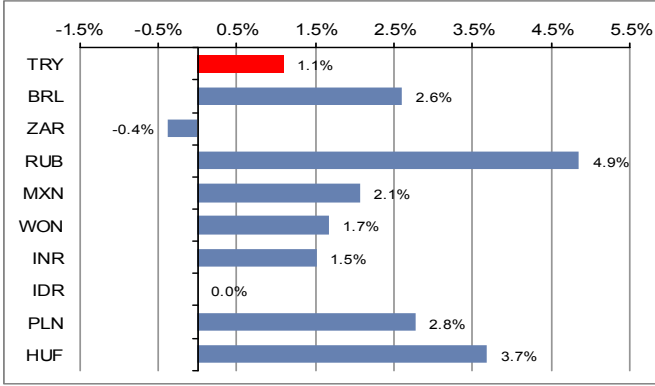
Dolar Temmuz ayında diğer para birimlerine karşı genel olarak güçlü bir seyir izledi....

AMB'nin 5 Haziran'da öngöründüğü gibi kapsamlı bir parasal gevşeme paketi açıklamasının Euro/Dolar paritesine yansıtacağı beklentilerine rağmen, ABD'de ilk açıklandığında %0.1 olan ilk çeyrek büyüme verisinin iki ayrı revizyonla aşağı çekilerek %-2.9'a indirilmesinin ardından halen devam eden destekleyici para politikasının korunacağı ve ilk faiz artırımının hemen gerçekleşmeyeceği öngörülerini AMB adımlarının etkisini dengelerken, Euro/Dolar paritesi Haziran boyunca 1.35-1.37 bandında dalgalandı. Temmuz başında ABD PCE enflasyonunda gözlenen yukarı yönlü hareket ve güçlü istihdam verileri ile 2. çeyrek büyüme rakamının beklentilerin çok üzerinde gelmesinin yanında AMB'nin uzun süre faiz arttırmayacağını iyice netleşmesi sonucu Dolar genel olarak güçlü bir seyir izledi ve Euro/Dolar paritesi 1.34 seviyelerinin altına geldi. Ancak Ağustos başında Temmuz ayı tarım dışı yeni istihdam verisinin 209 bin'le tahminlerin altında kalması ve işsizlik oranının küçük bir artış kaydetmesinin olumsuz etkisi gözlense de parite halen 1.33-1.34 bandında dalgalanıyor. Temmuz toplantısının ardından yapılan açıklamada Fed'in ekonomiye olan destekleyici müdahalesini sonlandırmaya karar verdiğinde çıkış stratejisinin tam istihdam ve %2 enflasyon hedefiyle uyumlu ve dengeli bir şekilde uygulanacağını belirtilmesi ve ekonomiyi normalleştirme stratejisinin muhtemelen Eylül'de açıklanmasının ardından takip eden dönemde faiz artışının fiyatlanmaya başlanacağı bir ortamda Dolar'ın Euro karşısındaki değer kazanma eğiliminin hızlanacağını ve yıl sonunda 1.28 seviyelerine gelebileceğini düşünüyoruz.

Euro/Dolar paritesi yıl sonunda 1.28 seviyelerine gelebilir....

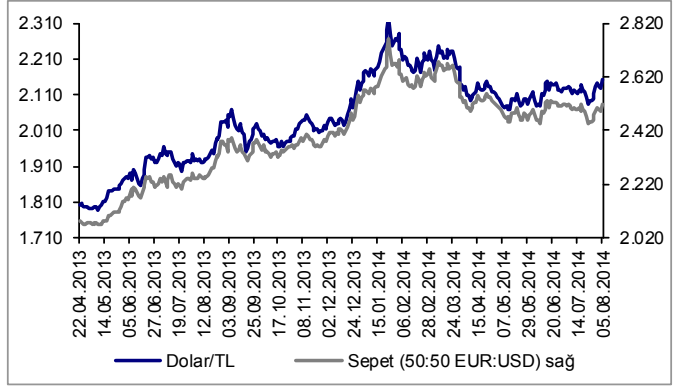
Yurtiçi döviz piyasasında ise, Haziran ortasında Irak'taki gelişmelerle birlikte

USD Değişimi, 7 Temmuz - 5 Ağustos



Kaynak: Reuters

Kur Gelişmeleri



Kaynak: Reuters

MB'nin Temmuz'daki 50 baz puanlık faiz indirimi kur üzerinde doğrudan bir etki yaratmadı...

jeopolitik risk algısının yeniden öne çıkması, Dolar/TL'yi hızla 2.14'e yaklaştırdı. Sonraki günlerde gerek Irak'taki gerginliğin Türkiye'yle ticaretin daha yoğun olduğu ülkenin kuzey kısmına yayılmaması gerekse yurtdışı haber akışının etkisiyle kur Temmuz ortasına kadar 2.12-2.14 bandında dalgalandı. Temmuz'un ikinci yarısında daha dalgalı bir seyir izleyen ve Fed Başkanı Yellen'in ABD Kongresi'nde yaptığı konuşmada erken bir sıkılaştırma olmayacağına dair değerlendirmelerle desteklenerek hızla 2.08'ler seviyesine gerileyen TL, özellikle bayram tatili sırasında Arjantin'in yeniden gündeme gelen borç ödeme sorunları, Ukrayna'yla ilgili gerilim, Rusya'ya yönelik yeni yaptırımlar, Mody's'e Ağustos başındaki kredi notu değerlendirmesinde olumsuz açıklamalar yapabileceği gibi faktörlerin etkisiyle hızla 2.15-2.16 seviyelerine ulaştı. MB'nin 50 baz puanlık faiz indiriminin döviz piyasasında önemli bir etkisi olmadı.

Ocak 2014'teki sert faiz artışının ardından rezervlerindeki azalma duran MB döviz alım ihalelerini kademeli olarak düşürmeye devam etti. En son Temmuz'da açıklanan kararlar günlük satış miktarı 10 milyon dolara çekilirken, Şubat-Mart-Nisan'da aylık bazda 1 milyar doların üzerinde döviz satan MB Haziran ve Temmuz'da 500 milyon doların altında satış gerçekleştirdi. Sermaye akımlarında bir hızlanma durumunda rezerv biriktirme yönünde hareket edeceğini söyleyen MB'nin bu çerçevede önümüzdeki dönemde döviz satış ihalelerine tamamen son vermesi ihtimal dahilinde bulunuyor. Bu gelişmelerin ardından 2014 genelinde ihaleler yoluyla toplam satış miktarı 7.0 milyar dolara (doğrudan satışlarla birlikte 10.2 milyar dolara) ulaştı.

İhracat reeskont kredilerinin 2014 başından bu yana döviz rezervlerine etkisi 6.8 milyar dolara ulaştı...

Öte yandan, Aralık ortasından sonra hızla gerileyen ve Şubat'ta 102 milyar dolarla kısa vadeli en düşük noktaya gerileyen MB döviz rezervleri 25 Temmuz'da 111.7 milyar dolara geldi ve yeniden 112.0 milyar dolarlık 2013 sonu değerini yakaladı. MB'nin net döviz pozisyonundaki iyileşme ise sadece ihracat reeskont kredilerinden kaynaklandığı için nispeten yavaş seyrediyor. Nitekim 2014 başından bu yana bu kalemden gelen etki toplamda 6.8 milyar dolara ulaşmış durumda. Ancak, net döviz pozisyonu halen tahmini 39.0 milyar dolarla yaklaşık 40 milyar dolar olan yılsonu düzeyinin hafif altında bulunuyor.

Mayıs sonundan itibaren dikkate değer ölçüde gerileyen yerleşiklerin döviz mevduatlarındaki bu eğilim Temmuz'da durdu.....

Mart sonuna kadar güçlü artış eğiliminde olan, sonrasında ise nispeten yatay seyreden yurtiçi yerleşiklerin döviz mevduatları Mayıs sonundan itibaren Temmuz başına kadar dikkate değer ölçüde azaldı. Buna göre, 23 Mayıs itibariyle 143.8 milyar dolar düzeyinde seyreden bu kalemden 4 Temmuz'a kadar yaklaşık 8.6 milyar dolarlık düşüş gözlemlendi. Detaylı bir veri olmamakla birlikte bu değişimin bir kısmının iyileşen risk algısıyla birlikte yerleşiklerin döviz satışlarından, bir kısmının ise getiri cazibesini kaybeden bankaların yurtiçi yerleşiklerle yaptıkları para takası işlemlerinin azalmasından kaynaklandığı anlaşılıyor. Ancak Temmuz'un başından itibaren ortadan kalktığı, yerleşiklerin DTH'larında 3.8 milyar doları şirketlerin davranışlarından kaynaklanan toplam 4.8 milyar dolarlık bir artış gözleniyor. Önümüzdeki dönemde TL'ye yönelik risk algısının DTH hacminin değişimi üzerinde önemli rol oynayacağını düşünüyoruz.

Bono ve tahvil piyasası

Yerel seçimlerin ardından gerileme trendine giren tahvil piyasasındaki faiz oranları Ağustos başında hızla yükseldi...

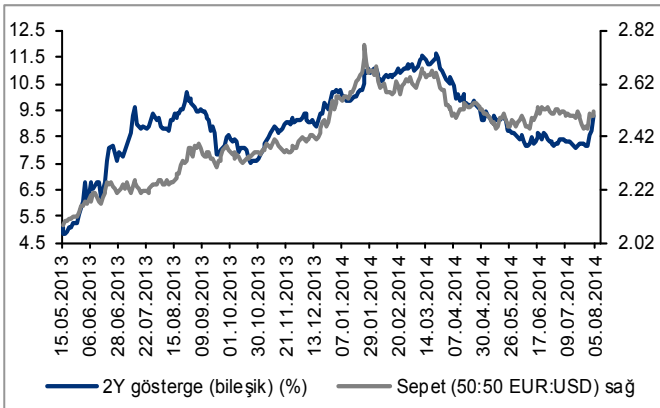
Secim sonrası dönemde artan yabancı yatırımcı iştahı ilk üç aydaki çıkışları karşıladı ve yılbaşından bu yana yabancı işlemleri artıya döndü...

AMB'nin Haziran toplantısındaki kararlarının likiditeyi arttıracığı düşüncesi ve bölge ülkelerinin tahvil getirileri üzerinde baskı oluşturması ihtimaliyle yatırımcıların gelişmekte olan ülke varlıklarına yönelmesi beklentisi yanında, ABD'nin politika faizinde yakın dönemde bir faiz indirimi yapmayacağı algısıyla küresel piyasalarda oynaklık önemli ölçüde düşmüştü. Ek olarak, MB'nin Mayıs'tan bu yana devam eden 175 baz puana ulaşan faiz indirimlerinin desteğiyle 2 yıllık gösterge tahvilin bileşik faizi Temmuz ortasında %8.11 ile Kasım 2013'ten bu yana en düşük seviyesine gerilemişti. Ancak, ABD'de 2.çeyrek büyümesinin % 4 ile öngörülerin üzerinde gerçekleşerek faiz artış sürecinin yakınlaştığı değerlendirilmelerini güçlendirerek ABD 10 yıllık faizlerini yukarı itmesi, bunun yanında Arjantin'in borcunu ödeme konusunda gelen olumsuz haberler ve jeopolitik gelişmeler Temmuz sonunda yurtiçi tahvil piyasasında da yansarak gösterge tahvil faizini %8.55 seviyesine yükseltti. Genel olarak bakıldığında ise Mayıs ayı ortalaması %8.99 olan 2 yıllık tahvil faizi Haziran ayında %8.37'ye, Temmuz'da ise %8.27'ye geriledi. Ağustos ayının ilk beş gününde ise ortalama % 9.12 oldu. Aynı dönem için 10 yıllık tahvil faizi ortalaması ise sırasıyla %9.27, %8.99, %8.93 ve %9.34 olarak gerçekleşti.

Mayıs 2013 sonrasında risk algısının bozulduğu, Aralık'ta ise politik gelişmelerin de bu eğilimi güçlendirdiği yurtdışında ise MB'nin Ocak sonundaki sert faiz artışıyla uygulamaya koyduğu sıkı para politikası ve Mart'tan itibaren iç ve dış belirsizliklerin azalması piyasaları olumlu etkiledi. Risk priminin yeniden gerilediği bu ortamda küresel likidite ortamının destekleyici etkisi ve döviz kurunda sağlanan istikrar ve oynaklıkta kayda değer gerileme MB'nin faiz indirim kararlarını da beraberinde getirdi. Manşet enflasyonun görece olarak yüksek seyrettiği bu ortamda para politikasındaki sıkı duruşun göstergesi olarak getiri eğrisinin şeklini yakından takip eden MB, özellikle 5 yıllık tahvil faiziyle ortalama fonlama maliyeti arasındaki farkın negatife yakın olmasına özen gösterdi. Öte yandan, Nisan ortalamasında 14 baz puan olan 2-10 yıllık gösterge tahvil faizleri arasındaki fark Mayıs ayında ortalama 33 baz puana, Haziran'da 61 baz puana, Temmuz'da ise 67 baz puana yükseldi. 2 ve 10 yıllık tahviller arasındaki getiri farkı son faiz indirimleriyle yükselse de, piyasa faizlerinin fonlama faizine göre değeri halen MB açısından sıkı duruşun korunduğuna işaret ediyor.

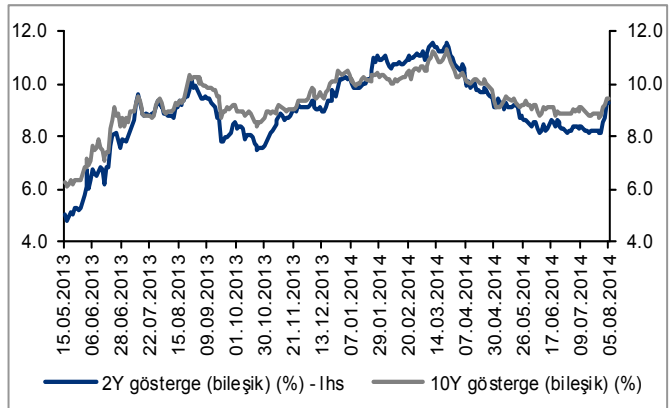
Bono ve tahvil piyasasında yabancı alımlarına bakıldığında, siyasi gerilimin ve küresel piyasalardaki dalgalanmaların yoğun olduğu yerel seçimlere kadar olan dönemde gözlenen yabancı çıkışları yerel seçimlerin ardından tersine döndü. Buna göre, Nisan başından 25 Temmuz'a kadar 4.9 milyar dolarlık giriş (repo işlemleri hariç 3.5 milyar dolar) kaydedildi. Bu gelişmelerin ardından, tahvil piyasasında yıl başından bu yana görülen toplam giriş sadece 2.0 milyar dolarla (repo hariç 1.8 milyar dolar) oldukça sınırlı bir düzeyde kaldı. Ek olarak yurtdışı yerleşiklerin devlet iç borçlanma senetleri içindeki payı son girişlerin de etkisiyle 25 Temmuz itibarıyla %25.8'e geldi. Mayıs 2013 sonundaki %28.2 ile karşı-

Gösterge Faiz ve Kur



Kaynak: Reuters

Vadelerine Göre Gösterge Faiz



Kaynak: Reuters

laştırıldığında, bu rakam, son dönemde gözlenen girişlerin Mayıs2013-Mart-2014 arasındaki genel çıkış sürecinde gözlenen yabancı satışlarının altında kaldığını ortaya koyuyor. Son olarak, DİBS'lerin vade dağılımına bakıldığında 1 yıldan kısa vadeli borç senetlerinin toplam içerisindeki payında görülen gerilemenin genel olarak devam ettiği ve bu oranın 25 Temmuz'da %18.6'ya gerilediği dikkat çekiyor. Genel olarak bakıldığında, Mayıs sonunda kısmen toparlanmış gibi gözükken yabancı iştahı önümüzdeki dönemde AMB'nin adımları ve Cumhurbaşkanlığı seçimi sonrası politik ortama yönelik beklentiler tarafından belirlenecektir.

Hazine Temmuz'la birlikte yıllık borçlanma hedefinin %69'unu tamamladı....

Temmuz ayında, 14.8 milyar TL'lik iç borç servisine karşılık düzenlediği 6 ihale ile birlikte 11.5 milyar TL (hedef: 11.5 milyar TL) borçlanan Hazine, Ağustos ayında 5 ihaleyle 9.0 milyar TL (8.5 milyar TL piyasadan, 0.5 milyar TL kamudan) borçlanmayı planlanıyor. Ağustos başında gerçekleşen ilk 4 ihalede talep oldukça yüksek gelirken, 7.9 milyar TL'lik borçlanma gerçekleştirildi. Öte yandan, Temmuz gerçekleştirmeleri ile yıllık borçlanma hedefinin %69'u tamamlanırken, ortalama borçlanma maliyeti Temmuz'da (değişken faizli tahvil borçlanmaları hariç) %8.94, kümülatif yıllık maliyet ise (değişken faizli tahvil borçlanmaları hariç) %10.03 oldu (2013 nakit borçlanma maliyeti: %7.88). Son olarak, yılın ilk yedi ayında Hazine'nin iç borç çevrim oranı %84.5'lik yıllık hedefin bir miktar altında %82.5 düzeyinde seyrediyor.

Görünüm:

Enflasyon görünümü ve sermaye akımlarının durumuna bağlı olarak MB'nin faiz indirimine devam etmesi Dolar/TL üzerindeki baskıyı arttırabilir....

Yılın üçüncü enflasyon raporunda halen %8.3 olan yılsonu ve %7.3 ile %6.7 düzeyinde seyreden 12 ve 24 aylık enflasyon beklentilerinden önemli ölçüde farklılaşan olumlu bir enflasyon görünümü ortaya kondu. Gıda fiyatlarındaki sapmayla ilgili arz yönlü riskleri azaltacak önlemler öneren ve TL'de Mayıs 2013 ve 2014 başı arası değer kaybına rağmen elektrik fiyatlarında yapılabilecek olası düzenlemelerle ilgili sınırlı risk algısına sahip olan MB'nin bu duruşu toplamda 175 puana ulaşan faiz indirim sürecinin sona erdiğine dair herhangi bir işaret vermedi. Dolayısıyla MB, kur gelişmeleri, risk göstergeleri ve enflasyon beklentilerindeki seyre göre politika faizinde (1 haftalık repo oranı) "ölçülü ve kademeli" bir indirim olabileceği eğilimini korudu. Özellikle yerel seçimler sonrasında iç belirsizliğin büyük ölçüde azalmasıyla ve gelişmekte olan ülkelere yönelik risk iştahındaki artışın desteğiyle son dönemde güçlü bir seyir izleyen Dolar/TL üzerinde enflasyon görünümü ve sermaye akımlarının durumuna bağlı olarak MB'nin faiz indirimine devam etmesi baskıyı arttırabilir. Öte yandan, küresel Merkez Bankalarının olası adımları sonrasında sermaye akımlarındaki seyrin TL'ye yansımaları, diğer tarafta ise Cumhurbaşkanlığı seçimi arifesinde iç politikaya yönelik gelişmeler ve sonrasında Başbakan Erdoğan Cumhurbaşkanlığı seçildiği takdirde iktidar partisinin yeni yönetiminin ve hükümetin nasıl oluşturulacağına dair yansımalar döviz piyasasında etkili olacaktır. Tüm bu gelişmeler ışığında önümüzdeki dönemde Dolar/TL'nin kademeli olarak yükseliş eğilimine geri dönebileceğini ve yılın sonunda 2.20 seviyelerinin görülebileceğini düşünüyoruz. MB'nin politika faiz indirimi sonrasında aşağı yönlü hareketini hızlandıran gösterge tahvil getirisinin ise yılın kalanında %8.5-%9.0 bandında seyredebileceğini tahmin ediyoruz .

HAZİNE İÇ BORÇ İHALELERİ													
2013						Toplam Satış Miktarı		139,970.21		Piyasa Çevrim Oranı		84.50%	
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	04.06.2014	27.03.2019	3.29	8.40	8.57	1,524.3	1,670.4	821.3	900.0	2,345.6	2,570.4	
	TUFEX	04.06.2014	08.05.2024	9.22	1.83	1.84	940.8	995.7	752.1	796.0	1,693.0	1,791.7	
	DT	04.06.2014	24.02.2016	3.70	8.29	8.47	1,932.1	2,060.8	0.0	0.0	1,932.1	2,060.8	
	DT	04.06.2014	19.05.2021	2.83	10.53	10.80	2,535.7	1,097.5	0.0	1,420.0	2,535.7	2,517.5	
	DT	04.06.2014	20.03.2024	2.64	8.89	9.09	1,463.4	1,631.7	538.1	600.0	2,001.5	2,231.7	
	DT	11.03.2014	19.08.2015	3.24	8.44	8.37	1,059.2	962.3	0.0	0.0	1,059.2	962.3	
Temmuz	DT	16.07.2014	10.07.2019	2.98	8.45	8.62	2,000.6	2,004.9	825.2	827.0	2,825.9	2,831.9	
	TUFEX	16.07.2014	08.05.2024	10.10	1.73	1.74	736.3	798.8	797.3	865.0	1,533.6	1,663.8	
	DT	16.07.2014	13.07.2016	3.03	8.07	8.23	2,234.4	2,239.7	0.0	0.0	2,234.4	2,239.7	
	DT	16.07.2014	19.05.2021	5.48	10.66	10.94	1,047.7	1,046.0	1,001.6	1,000.0	2,049.3	2,046.0	
	DT	16.07.2014	20.03.2024	4.80	8.78	8.97	1,146.7	1,300.5	552.8	627.0	1,699.6	1,927.5	
	DT	23.07.2014	19.08.2015	2.58	8.36	8.33	856.5	785.7	0.0	0.0	856.5	785.7	
Ocak-Temmuz 2014						Toplam Satış Miktarı		90,667.5		Piyasa Çevrim Oranı		82.52%	

* TÜFEye endeksli tahviller için reel faiz verilmiştir.

İç borçlanma programı -Ağustos 2014 ayı ihale takvimi

Vade	Senet türü	İhale tarihi	Valör tarihi	İtfa tarihi
5 Yıl (1799 Gün)	TL cinsi sabit kuponlu Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç)	04.08.2014	06.08.2014	10.07.2019
7 yıl (2478 gün)	TL cinsi değişken faizli Devlet Tahvili-6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç)	04.08.2014	06.08.2014	19.05.2021
2 yıl (707 gün)	TL cinsi sabit kuponlu Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç)	05.08.2014	06.08.2014	13.07.2016
10 yıl (3640 gün)	TL cinsi sabit kuponlu Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (ilk ihraç)	05.08.2014	06.08.2014	24.07.2024
12 Ay (371 Gün)	TL cinsi kuponsuz Devlet Tahvili (yeniden ihraç)	12.08.2014	13.08.2014	19.08.2015

İç borçlanma programı -Eylül 2014 ayı ihale takvimi

Vade	Senet türü	İhale tarihi	Valör tarihi	İtfa tarihi
14 Ay (427 Gün)	TL cinsi kuponsuz Devlet Tahvili (ilk ihraç)	16.09.2014	17.09.2014	18.11.2015
5 yıl (1750 gün)	TL cinsi sabit kuponlu Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç)	22.09.2014	24.09.2014	10.07.2019
7 yıl (2548 gün)	TL cinsi değişken faizli Devlet Tahvili-6 ayda bir kupon ödemeli (ilk ihraç)	22.09.2014	24.09.2014	15.09.2021
2 yıl (658 gün)	TL cinsi sabit kuponlu Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç)	23.09.2014	24.09.2014	13.07.2016
10 yıl (3591 gün)	TL cinsi sabit kuponlu Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç)	23.09.2014	24.09.2014	24.07.2024

İç borçlanma programı -Ekim 2014 ayı ihale takvimi

Vade	Senet türü	İhale tarihi	Valör tarihi	İtfa tarihi
5 Yıl (1743 Gün)	TL cinsi sabit kuponlu Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç)	29.09.2014	01.10.2014	10.07.2019
10 yıl (3640 gün)	TL cinsi TÜFE'ye endeksli Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (ilk ihraç)	29.09.2014	01.10.2014	18.09.2024
2 yıl (651 gün)	TL cinsi sabit kuponlu Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç)	30.09.2014	01.10.2014	13.07.2016
10 yıl (3584 gün)	TL cinsi sabit kuponlu Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç)	30.09.2014	01.10.2014	24.07.2024
13 Ay (392 Gün)	TL cinsi kuponsuz Devlet Tahvili (yeniden ihraç)	21.10.2014	22.10.2014	18.11.2015

İç Borç Ödemelerinin Alıcılara Göre Dağılımı

Milyon TL	Piyasa	Kamu Kuruluşları	TOPLAM
Ağustos 2014 İç Borç Ödemeleri			
06.08.2014	10,231	311	10,542
13.08.2014	370	41	410
20.08.2014	524	75	599
27.08.2014	491	106	597
TOPLAM	11,616	533	12,148
Eylül 2014 İç Borç Ödemeleri			
03.09.2014	143	34	176
10.09.2014	473	107	580
17.09.2014	945	391	1,336
24.09.2014	9,762	1,199	10,960
TOPLAM	11,322	1,730	13,052
Ekim 2014 İç Borç Ödemeleri			
01.10.2014	12,171	170	12,341
08.10.2014	1,003	237	1,239
15.10.2014	638	0	638
29.10.2014	587	172	760
TOPLAM	14,398	579	14,978

EK B:

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014T	2015T	2016T
Ekonomik Aktivite											
Reel GSYH (% Yılda Yıla – YY)	6.9	4.7	0.7	-4.8	9.2	8.8	2.1	4.0	3.4	4.0	4.5
Özel tüketim (% YY)	4.6	5.5	-0.3	-2.3	6.7	7.7	-0.5	4.6	3.0	4.6	5.2
Kamu tüketimi (% YY)	8.4	6.5	1.7	7.8	2.0	4.7	6.1	5.9	2.9	3.0	2.8
Yatırım (%YY)	13.3	3.1	-6.2	-19.0	30.5	18.0	-2.7	4.3	2.5	6.6	9.0
Sanayi üretimi (%YY)	7.7	6.9	-0.9	-10.4	12.4	9.7	2.5	3.0	4.3	5.0	5.6
Yıl sonu işsizlik oranı (%)	10.2	10.3	11.0	14.0	11.1	9.1	8.4	9.0	9.6	9.4	9.1
Nominal GSYH (TL milyar)	758	843	951	953	1,099	1,297	1,417	1,562	1,772	1,973	2,190
Nominal GSYH (EUR milyar)	421	474	501	442	552	558	615	608	608	738	854
Nominal GSYH (US\$ milyar)	526	649	742	617	732	774	786	820	817	909	1074
Kişi başına GSYH (US\$)	7,643	9,221	10,376	8,559	10,022	10,466	10,504	10,722	10,568	11,632	13,605
Fiyatlar											
TÜFE (ortalama %YY)	9.6	8.8	10.4	6.3	8.6	6.5	8.9	7.5	8.9	6.8	6.1
TÜFE (yıl sonu %YY)	9.65	8.39	10.06	6.5	6.4	10.4	6.2	7.4	8.9	6.6	5.7
ÜFE (ortalama %YY) – 2003 öncesi TEFE	9.3	6.3	12.7	1.2	8.5	11.1	6.1	4.5	10.6	7.3	6.3
Kamu Dengesi (GSYH %)											
Konsolide bütçe dengesi	-0.6	-1.6	-1.8	-5.5	-3.6	-1.4	-2.1	-1.2	-2.4	-2.2	-2.1
Faiz dışı denge	5.4	4.1	3.5	0.1	0.8	1.9	1.3	2.0	0.5	0.5	0.5
Toplam kamu borcu	46.5	39.9	40.0	46.1	42.3	39.2	36.2	35.0	34.6	34.1	33.6
Dış Denge*											
İhracat (US\$ milyar)	94	115	141	110	121	143	163	163	176	192	212
İthalat (US\$ milyar)	135	162	194	134	177	233	229	243	242	269	302
Dış ticaret dengesi (US\$ milyar)	-41	-47	-53	-25	-56	-89	-65	-80	-66	-77	-90
Dış ticaret dengesi (GSYH %)	-7.8	-7.2	-7.1	-4.0	-7.7	-11.5	-8.3	-9.8	-8.1	-8.4	-8.4
Cari denge (US\$ milyar)	-32	-38	-42	-12	-45	-75	-48	-65	-47	-55	-68
Cari denge (GSYH %)	-6.1	-5.9	-5.6	-2.0	-6.2	-9.7	-6.2	-7.9	-5.7	-6.1	-6.4
Net doğrudan yatırım (US\$ milyar)	19.3	19.9	17.0	7.1	7.6	13.7	9.2	9.8	8.3	9.9	11.9
Net doğrudan yatırım (GSYH %)	3.7	3.1	2.3	1.2	1.0	1.8	1.2	1.2	1.0	1.1	1.1
Cari açık + net doğrudan yatırım (GSYH %)	-2.5	-2.9	-3.3	-0.8	-5.2	-7.9	-5.0	-6.7	-4.7	-5.0	-5.2
İhracat hacmi - miktar (%YY)	12	11	6	-7	11	6	16	-1	7	6	7
İthalat hacmi - miktar (%YY)	8	13	-1	-13	18	13	1	8	-2	8	9
Döviz rezervleri (altın hariç, US\$ milyar)	61	73	71	71	81	78	100	113	119	126	135
İthalatı karşılama oranı (ay)	5.4	5.4	4.4	6.3	5.5	4.0	5.2	5.6	5.9	5.6	5.4
Borç Göstergeleri											
Brüt dış borç stoku (US\$ milyar)	208	250	281	269	292	304	338	388	423	464	517
Brüt dış borç stoku (GSYH %)	40	39	38	44	40	39	43	47	52	51	48
Brüt dış borç stoku (İhracat %)	223	217	200	246	241	212	207	238	240	242	244
Toplam dış borç servisi (US\$ milyar)	40	49	54	59	56	51	53	55	69	79	72
Toplam dış borç servisi (GSYH %)	8	8	7	10	8	7	7	7	8	9	7
Toplam dış borç servisi (İhracat %)	43	42	38	54	46	36	32	34	39	41	34
Faiz ve Kurlar											
Merkez Bankası politika faizi (%) yılsonu	17.50	15.75	15.00	6.50	6.50	5.75	5.50	4.50	8.25	7.25	6.75
Geniş para arzı (%YY)	23.4	15.4	27.5	12.9	19.0	11.5	10.3	23.2	14.5	12.3	12.0
3 aylık TL faiz oranı (%) ortalama	16.6	17.3	17.6	10.2	7.4	8.5	8.7	6.9	9.6	7.9	7.0
USD/TL yıl sonu	1.41	1.16	1.51	1.51	1.55	1.91	1.78	2.13	2.20	2.10	2.00
USD/TL ortalama	1.43	1.30	1.29	1.55	1.50	1.67	1.79	1.93	2.17	2.17	2.04

ING Bank Ekonomik Araştırmalar Grubu

Muhammet Mercan Kıdemli Ekonomist + 90 212 329 0751 muhammet.mercan@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.