

İçindekiler:

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

Türkiye 2015'e olumlu bir başlangıç yapıyor...

Petrol fiyatlarında gözlenen sert düşüş, ABD Merkez Bankası'nın normalleşme adımlarının daha geç başlayabileceği ve daha yavaş seyredebileceği değerlendirmeleri yanında, Avrupa Merkez Bankası'nın farklı bir yol izleyerek Haziran sonrasında politika uygulamalarını daha da gevşetmesi yurtiçi piyasalarda Ekim'den bu yana olumlu bir seyrin hakim olmasını da beraberinde getirdi. Tahvil piyasasında faizler önemli ölçüde gerilerken, Nisan ve Ekim arasında genelde yatay seyreden reel efektif döviz kuru Kasım'da hızla yükselerek uzun vadeli ortalamasına yaklaştı. 2015'e girerken genelde bu olumlu hava korunurken, son olarak Avrupa Merkez Bankası'nın petrol fiyatındaki gelişmelerin orta vadede enflasyon trendlerine ilişkin daha geniş etkisinin değerlendirileceğine, gerekmesi durumunda uzun vadeli enflasyon risklerine karşı ek alışılmadık araçları kullanmanın gündeme gelebileceğine vurgu yapması dikkat çekti. Bankanın, halen uygulanan parasal tedbirlerin büyüklüğünün, hızının ve kompozisyonunun gelecek yıl değiştirebileceğini hatırlatması Euro Bölgesi ülke tahvillerinin alımını da içeren yeni bir parasal gevşeme sürecinin artık bir zaman sorunu olduğunu ortaya koyuyor. Dolayısıyla, Avrupa Merkez Bankası başta olmak üzere gelişmiş ülke merkez bankalarının adımları da halen devam eden olumlu havayı desteklemeye devam edecek gibi gözüküyor. Bu şartlar altında, Kasım'da yeniden %9'un üzerine çıkan yıllık enflasyonda, kurda istikrarlı bir seyir gözlemlendiği takdirde, 2015'in özellikle ilk yarısında gerek baz etkisi gerekse enerji fiyatlarındaki gerileme ve gıda fiyatlarında öngörülen normalleşmenin katkısıyla dikkate değer bir düşüş kaydedileceği anlaşılıyor. Beklentilerden iyi Kasım rakamının ardından 2014 sonu enflasyonunun %9'un altında kalabileceğini düşünüyoruz. 2015 tahminimizi ise %6.9'dan %6.4'e çekiyoruz. Petrol fiyatlarında Kasım'da güçlenen düşüşün de etkisiyle ING öngörüsünü 2015 için ortalama bazda 98.5 dolardan 90 dolara düşürdü. Dolayısıyla bu durum, cari dengede 2013 sonunda başlayan iyileşme eğiliminin 2015 içerisinde de süreceğini ortaya koyuyor. Bu çerçevede, cari açığın GSYH'ye oranına dair tahminimizi %5.8'den %5.1'e indiriyoruz. Yine de, ING'nin petrol fiyatlarının 2014'ü 80 dolar seviyesinde kapattıktan sonra özellikle 2015'in ikinci yarısında yükselerek 100 dolara yaklaşacağı beklentisi düşünüldüğünde, dış ticaret hadlerinde enerji fiyatlı kaynaklı iyileşmenin kalıcı olmayacağı sonucuna varılabilir. Gelecek yıllarla ilgili olarak ekonomik performans etkileyebilecek bir diğer gelişmede Haziran'daki genel seçimler öncesi politik risk algısının nasıl seyredeceği ile ilgili olacak gibi gözüküyor. Son günlerde %10'luk seçim barajının Anayasa Mahkemesi tarafından incelenerek anayasaya uygun bulunmadığı takdirde kaldırabileceğine dair değerlendirmeler ve böyle bir kararın 2015 seçimlerinde uygulanması durumunda partilerin oy oranları ve Meclis'teki milletvekili dağılımına olası etkileri gibi noktalar öne çıkıyor. Her ne kadar, böyle bir kararın ardından Parlamento'nun seçim barajına yönelik yasal düzenlemesinin ancak bir sonraki seçimde uygulanabileceği dolayısıyla Haziran seçimlerine aynı baraj düzeyinde gidilebileceğine dair yorumlar bulunsun da, son gelişmeler politik belirsizliğin önümüzdeki dönemde etkili olabileceğini düşündürüyor. Ayrıca, ABD Merkez Bankası'nın 2015'in geç bir döneminde politika faizini yükseltecek olması, bu değişime duyarlı olan Türkiye açısından yakından izlenmesi gereken bir diğer risk faktörü olarak önemini koruyor. Tüm bunlara ek olarak, Türkiye'nin yakın çevresinde etkili olan jeopolitik riskler ve özellikle Haziran 2014 sonrasında Irak'la olan ticarete gözlemlendiği üzere ihracat performansına yansımaları yakından takip edilmesi gereken bir diğer faktör olarak dikkat çekiyor. Dolayısıyla, MB'nin erken bir indirimin kredibilite kaybına neden olabileceğini ve küresel piyasalardaki dalgalanmalara duyarlılığın TL'nin performansını da olumsuz etkileyebileceğini dikkate alarak bir faiz indirimi yapmayacağını düşünüyoruz.

Muhammet Mercan - Baş 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: 8 Aralık 2014

Aralık ve Ocak ayında takip edilecek önemli gelişmeler:

- 10 Aralık: 3. Çeyrek GSYH Büyümesi
- 10 Aralık: MB 2015 Para ve Kur Politikası
- 11 Aralık: Ekim ödemeler dengesi
- 15 Aralık: Eylül hane halkı işgücü istatistikleri
- 15 Aralık: Kasım Merkezi Yönetim bütçe gerçekleştirmeleri
- 24 Aralık: Aralık PPK toplantısı
- 26 Aralık: Aralık reel sektör güven endeksi, kapasite kullanım oranı
- 30 Aralık: Aralık tüketici güven endeksi
- 31 Aralık: Kasım dış ticaret dengesi
- 5 Ocak: Aralık TÜFE, Yİ-ÜFE

Ekonomik performansı zayıf seyreden ülkelerde alınan para politikası önlemleri dikkat çekiyor...

Çin Merkez Bankası, yavaşlayan ekonomiyi canlandırmak amacıyla faiz oranlarını düşürdü...

AMB yakın bir zamanda yeni parasal gevşeme adımlarının gelebileceğinin işaretlerini verdi...

Piyasalar

Küresel Gelişmeler

Küresel büyümede aşağı yönlü güncellemelerin öne çıktığı son dönemde gelişmiş ülke ekonomileri içinde ABD güçlenen performansı ile diğerlerinden ayrışırken, ekonomik performansı zayıf seyreden ülkelerde alınan politika önlemleri dikkat çekiyor. Bu çerçevede, Nisan'da satış vergisinde yapılan artış sonrasında ekonomik büyüme ve enflasyonun beklendiği ölçüde hız kazanamamasının ardından Japonya Merkez Bankası (BOJ) para politikasını beklenmedik bir biçimde daha da gevşeterek daha fazla tahvil ve diğer varlıklardan alacağını açıklamıştı. BOJ'un son adımlarını, Hükümet'in ekonominin desteklenmesi için harcamaların artırılmasına hazır olduğunu yönünde verdiği işaretler izlemişti.

Benzer şekilde Çin ekonomisi de yavaşlama işaretleri veren büyüme hızıyla küresel ekonominin görünümüne ilişkin endişeleri besliyor. Bu şartları dikkate alan Çin Merkez Bankası, borçlanma maliyetlerini aşağı çekmek ve yavaşlayan ekonomiyi canlandırmak amacıyla faiz oranlarını iki yıldan uzun bir sürenin ardından ilk defa düşürdü. Bir yıllık gösterge borç verme faizini 40 baz puan aşağı çekerek %5.6'ya getiren Merkez Bankası, bir yıllık gösterge mevduat faizini ise 25 baz puan azalttı. Faiz oranları alanındaki reformlarda ilerleme kaydedildiğini belirten banka, mevduat faizlerinin belirlenmesinde bankalara daha fazla serbestlik tanıdığını da açıkladı. Ek olarak, piyasada yakından izlenen kısa vadeli faiz oranı şirketler üzerindeki fonlama baskısının azaltılması çabaları kapsamında bu yıl dördüncü defa düşürüldü. İzlenen para politikalarının daha da gevşetileceği yönündeki beklentiler Çin'de ve küresel çapta borsalara destek sağlarken, yurtiçi tahvil getirileri ve Çin para birimi yuan üzerinde ise baskı oluştu.

Öte yandan, zayıf bir performans sergileyen Euro Bölgesi ekonomisini desteklemek amacıyla kararlar alan Avrupa Merkez Bankası (AMB) Aralık faiz toplantısında herhangi bir adım atmaya da, yakın bir zamanda yeni parasal gevşeme adımlarının gelebileceğinin işaretlerini verdi. Euro Bölgesi ekonomisine dair enflasyon ve büyüme için tahminlerini önemli ölçüde düşüren banka bu yıl % 0.8, 2015'te %1 ve 2016'da %1.5 büyüme bekliyor. Banka, ayrıca, tüketici fiyatlarının 2014'te %0.5, 2015'te %0.7 ve 2016'da %1.3 artış göstermesini öngörüyor. Büyümedeki kırılgan seyrin korunduğu ve enflasyonda aşağı yönlü baskıların öne çıktığı bir ortamda deflasyon endişeleri politika uygulamaları açısından belirleyici olurken, AMB mevcut parasal teşviğin etkilerini ve ilave teşviğe ihtiyaç duyulup duyulmadığını 2015 yılının başında değerlendireceğini söyledi. Bu bağlamda, son petrol fiyatı gelişmelerinin orta vadede enflasyon trendlerine ilişkin daha geniş etkisinin değerlendirileceğine, gerekmesi durumunda uzun süreli enflasyon risklerine karşı ek alışılmadık araçları kullanmanın gündeme gelebileceğine vurgu yapılması ve bu durumun tedbirlerin büyüklüğünün, hızının ve kompozisyonunun gelecek yıl değiştirebileceği anlamına geldiğinin hatırlatılması Euro Bölgesi ülke tahvillerinin alımını da içeren yeni bir parasal gevşeme sürecinin artık bir zaman sorunu olduğunu düşündürüyor.

Nitekim küresel talepteki genel ivme kaybı petrol fiyatlarını da aşağı çekmeye devam ediyor. Arz tarafında son olarak, Petrol İhraç Eden Ülkeler (OPEC)'in,

Piyasa Özeti

	10-11-14	05-12-14		
	KAPANIŞ	KAPANIŞ	AYLIK	YBY
	DEĞERİ	DEĞERİ	DEĞİŞİM	DEĞİŞİM
BIST - 100	77,743	85,240	9.64%	25.72%
DOW JONES	17,614	17,959	1.96%	8.34%
NIKKEI 225	16,781	17,920	6.79%	10.00%
DAX	9,352	10,087	7.86%	5.60%
FTSE 100	6,611	6,743	1.99%	-0.09%
BOVESPA	52,725	51,993	-1.39%	0.94%
A.B.D. 10 Yıllık Tahvil Faizi (%)	2.36	2.31	-5.20	-69.90
BRENT PETROL	83.15	68.25	-17.92%	-38.24%
USD/TRY	2.2582	2.2598	0.07%	5.35%
EUR/USD	1.2420	1.2285	-1.09%	-10.62%
50:50 USD:EUR SEPET	2.5314	2.5180	-0.53%	-1.13%
ALTIN	1,150.13	1,191.64	3.61%	-1.10%
MSCI Dünya	1,714.60	1,738.52	1.40%	4.66%
MSCI Gelişmekte Olan Ülkeler	997.66	985.68	-1.20%	-1.70%
MSCI Türkiye	1,104,687.0	1,216,419.0	10.11%	26.41%

OPEC'in üretimde değişikliğe gitmeyeceği açıklamasının ardından petrol fiyatları hızla geriledi...

Suudi Arabistan'ın başını çektiği Körfez bölgesi petrol üreticilerinin istediği doğrultuda, üretimde değişikliğe gitmeme kararı da aşağı yönlü baskıyı daha da güçlendirdi. Açıklamaların ardından Brent petrolün varil fiyatı Eylül 2010'dan bu yana en düşük seviyeye geriledi. OPEC üyesi ülkeler, dünya petrol üretiminin üçte birini gerçekleştiriyor.

ABD'de ise gayri safi yurtiçi hasılanın (GSYH) bu yılın üçüncü çeyreğinde kaydettiği büyüme, daha önce açıklanan %3.5 seviyesinden %3.9'a revize edildi ve beklentilerin üzerinde açıklandı. Aynı dönemde çekirdek kişisel tüketim harcamalarındaki (PCE) artış %1.4 ile beklentiler seviyesinde açıklandı. Dolayısıyla, zamanlama henüz net olmamakla birlikte Fed'in 2015 içerisinde başlaması öngörülen faiz artış sürecinin beklendiği gibi gerçekleşeceği değerlendirmeleri önemini koruyor.

Döviz piyasası

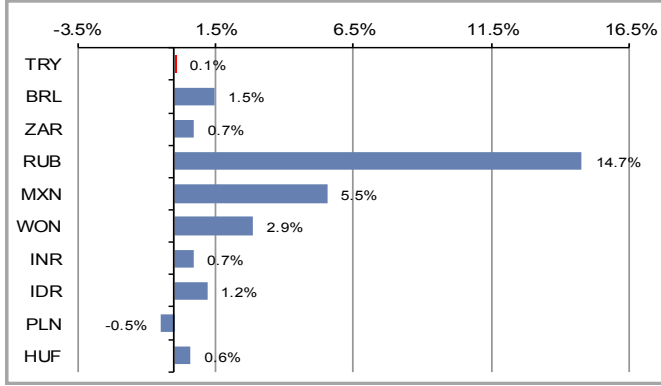
Euro/Dolar paritesinde 1.20'lerin altındaki seviyelerin görülme ihtimali güçleniyor...

Son dönemdeki veri akışı ve küresel merkez bankalarının para politikası kararları ABD Doları'nda bir süreden beri devam eden değerlenme eğiliminin sürmesini destekliyor. Bu çerçevede, iki gelişmiş ekonomideki büyüme performansının ve paralel olarak ABD ve Avrupa Merkez Bankalarının politika uygulamalarının önemli ölçüde farklılaşması Mayıs 2014 sonrasında Doları hızla güçlendirirken, Euro/Dolar paritesini Kasım başına doğru 1.24 seviyelerine kadar aşağı çekti. Kasım ayı boyunca genelde 1.23-1.25 bandında hareket eden parite Aralık başında yapılan AMB faiz toplantısında 2015 başında yeni parasal gevşeme adımlarının geleceği değerlendirmeleriyle 1.23 seviyesini aşağı yönde geçti. Dolayısıyla, Euro Bölgesi'nde AMB'nin 2015 başlarında ABD'dekine benzer kamu menkul kıymet alımlarını da içeren bir niceliksel gevşemeye gideceği değerlendirmeleri neredeyse kesinlik boyutuna ulaşırken, Dolar'da özellikle Euro'ya karşı güçlü seyrin devam edeceği hatta Euro/Dolar paritesinde 1.20'lerin altında, daha düşük seviyelerin görülebileceği anlaşılıyor.

TL petrol fiyatlarındaki sert düşüşün de katkısıyla diğer gelişmekte olan ülke para birimlerinden genelde pozitif ayrıştı...

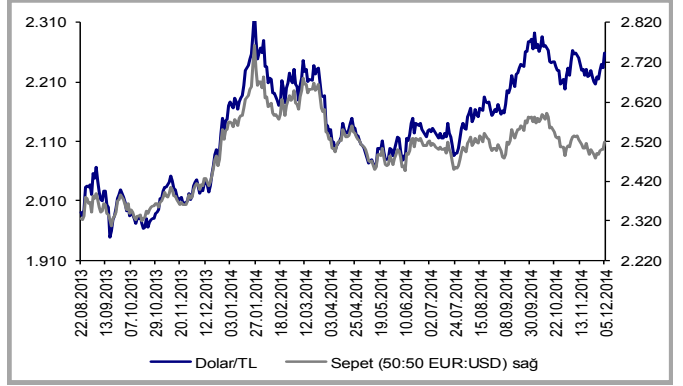
Yurtiçi döviz piyasasında ise, Ekim başında 2.30 seviyelerinde olan Dolar/TL sonraki günlerde genelde emtia fiyatlarında, özelde ise petrol fiyatlarında aşağı yönlü güçlü hareket sonucu, Haziran'da 115 dolar civarında varil fiyatının son dönemde 70 dolar seviyelerine gelmesinin de katkısıyla, diğer gelişmekte olan ülke para birimlerinden genelde pozitif ayrıştı. Ancak, ABD verilerinin genel olarak güçlü eğilimini sürdürdüğü bu dönemde ABD Merkez Bankası'nın sıkılaştırıcı para politikalarına dair beklentilere ve zamanlamasıyla ilgili değerlendirmelere yönelik duyarlılığını koruyan ve gelişmekte olan ülkelere yönelik risk iştahından da etkilenen Dolar/TL Ekim sonundan bu yana 2.20-2.27 bandında dalgalandı. Kasım sonunda 2.21 seviyelerinden bulunan TL son açıklanan güç-

USD Değişimi, 10 Kasım - 5 Aralık



Kaynak: Reuters

Kur Gelişmeleri



Kaynak: Reuters

lü ABD istihdam verisinin etkisiyle yeniden hızla yükselerek 2.27'yi aştı.

Eylül'de döviz piyasasındaki sert dalgalanmaları gözleyen ve ihale yoluyla günlük döviz satışını 10 milyon dolardan 40 milyon dolara çeken MB son dönemde döviz piyasasında görece sakin hareketin etkisiyle günlük miktarı Kasım sonunda azaltarak 20 milyon dolara indirdi. Ancak, TL'de yeniden hızlanan yukarı eğilimin ardından 8 Aralık itibariyle miktarı yeniden 40 milyar dolara çıkardı. Dolayısıyla aylık döviz satış miktarı Kasım'da 820 milyon dolar olarak gerçekleşti. Sonuç olarak, MB 2014'te direkt müdahalelerle birlikte toplamda 12.4 milyar dolar satış (sadece ihalelerle 9.2 milyar dolar) yapıldı. Öte yandan, MB döviz rezervleri Mayıs ayından itibaren ihracat reeskont kredileri kanalıyla net rezerv biriktirmeye başlanılmasıyla 28 Kasım itibariyle 113 milyar dolar seviyelerine döndü. Haziran sonundan beri döviz rezervleri genelde 111-113 milyar dolar aralığında dalgalanırken, net döviz pozisyonu Aralık başında tahmini 41.0 milyar dolara yakın bir seviyede gerçekleşti.

Son olarak MB, Türk bankalarının TL münzam karşılık tutma maliyetinin politika faizine olan duyarlılığını azaltarak özellikle döviz likiditesinin sıkışık olduğu dönemlerde yeterince etkili çalışmayan Rezerv Opsiyon Mekanizmasının otomatik dengeleyici özelliğini güçlendirmek ve çekirdek yükümlülükleri desteklemek amacıyla TL karşılıklara faiz ödeme kararı almıştı. 27 Kasım'da yayınlanan finansal istikrar raporunda bir adım daha ileri gidilerek, finansal istikrarı desteklemek için, çekirdek dışı yükümlülüklerde vadenin uzamasını teşvik etmek ve döviz rezervlerinin kısa vadeli dış borçları karşılama oranını iyileştirmek için zorunlu karşılık oranlarında ve rezerv opsiyon katsayılarında önümüzdeki dönemde yeni ayarlamalar yapılabileceği açıklandı.

Sistemde döviz kuru hareketleri üzerinde önemli rol oynayan yurtiçi yerleşiklerin döviz mevduatları ise Ekim başı ile Kasım ortası arasında toplamda 6.4 milyar dolar artışla tarihi yüksek düzeye ulaştıktan sonra Kasım'ın ikinci yarısında TL'deki olumlu seyrinde katkısıyla yaklaşık 1 milyar dolar geriledi ve 28 Kasım itibariyle 144.2 milyar dolar oldu.

Bono ve tahvil piyasası

Enflasyonun özellikle gıda fiyatlarının baskısıyla iki basamaklı düzeye yakınsamasının ardından Eylül'de ve Ekim'de tedbirli bir duruş benimseyen MB, beklendiği gibi Kasım'da da bir değişiklik yapmadı ve politika faizini %8.25'te bıraktı. Ayrıca piyasa koşullarında bozulma olduğu takdirde likiditeyi sıkılaştırarak kısa vadeli faiz oranlarını yeniden yükseltebileceği üst sınırı oluşturan gecelik borç verme faizi %11.25'te kaldı. MB'nin sakin duruşu sürse de, enflasyon dinamikleri önümüzdeki dönemde görünümde daha olumlu bir seyrin hakim olacağı beklentilerinin destekliyor. Nitekim, TL'deki uzun dönemli değer kaybının yansımalarının azalması ve bunun sonucu olarak yavaş bir iyileşme eğiliminde olan çekirdek göstergelere rağmen, son aylarda gıda fiyatları kaynaklı fiyat baskısı sonucu yüksek seyreden enflasyon Kasım'da %0.18 ile beklentilerin

2014'te MB'nin döviz satışı 12.4 milyar dolara ulaştı...

MB zorunlu karşılık oranlarında ve rezerv opsiyon katsayılarında ayarlamalar yapılabileceği sinyalini verdi ...

Yerleşiklerin DTH'ları Kasım sonunda 144.2 milyar dolar düzeyinde bulunuyor...

MB politika faizini değiştirmeyerek sıkı duruşunu korudu...

Kasım'da baz etkisiyle yükselse de enflasyon dinamikleri olumlu seyrini korudu...

Önümüzdeki dönemde olası bir gevşemenin öncelikle likidite yoluyla sağlanacağını düşünüyoruz...

Ekim başından bu yana bono piyasası faizlerinde aşağı yönlü güçlü bir seyir hakim...

Ekim başından bu yana bono piyasasında yabancı alımları dikkat çekiyor...

altında kaldı. Çekirdek enflasyonda ise AA sırasıyla %0.67 ve %0.62 artan H ve I endekslerinde yıllık enflasyon Temmuz ve Ekim arasındaki düşüş eğiliminin ardından Kasım'da sırasıyla %9.89 ve %9.03 ile hemen hemen değişmeden kaldı.

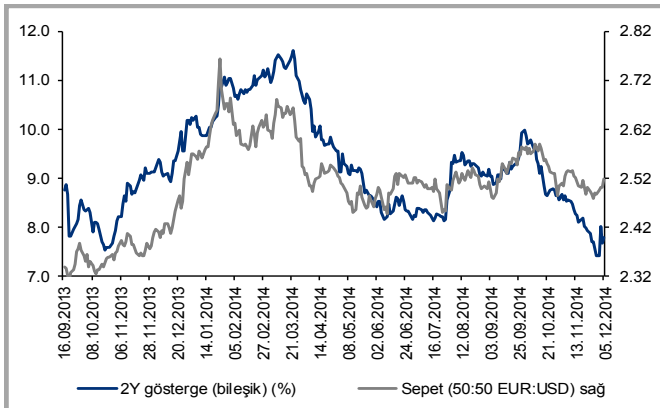
Özetle, Kasım'da yeniden %9'un üzerine çıkan yıllık enflasyonun, kurda istikrarlı bir seyir gözlendiği takdirde, 2015'in özellikle ilk yarısında gerek baz etkisi gerekse enerji fiyatlarındaki gerileme ve gıda fiyatlarında öngörülen normalleşmenin katkısıyla dikkate değer bir düşüş kaydedeceği anlaşılıyor. Bu olumlu görünüme rağmen temkinli duruşunu sürdüren MB, döviz piyasasındaki gelişmeleri de yakından takip ederek gecelik faizleri yüksek düzeyde tutuyor. Her ne kadar piyasalar bir faiz indirimine odaklansa da, önümüzdeki dönemde olası bir gevşemenin öncelikle likidite yoluyla sağlanacağını, sonrasında enflasyonun seyrinin ve küresel merkez bankalarının davranışlarının MB'nin politika faizine yönelik kararlarında belirleyici olacağı söylenebilir.

Bono ve tahvil piyasasında ise Eylül sonunda çift basamaklı düzeyde olan 2 yıllık gösterge tahvil faizi Ekim'de gerek ABD Merkez Bankası duruşunun tahmin edilenden daha güvercin olduğuna dair değerlendirmeler, gerekse olumlu Ekim enflasyonu ve genel olarak enflasyon görünümünün bir iyileşme süreci içerisinde olduğu algısıyla hızlı bir toparlanma kaydetmişti. Bu eğilim genel olarak Kasım ayında da korundu ve petrol fiyatlarındaki sert düşüşün enflasyonun gerilemesine önemli katkı sağlayacağı beklentileriyle faiz getirili menkul kıymetlere yönelik alım iştahı sonucu getiri eğrisi önemli ölçüde aşağı kaydı ve 10 yıllık tahvil faizlerinde Eylül sonundan bu yana düşüş 200 baz puanına ulaşırken, 2 yıllık tahvil faizlerinde gerileme Aralık başında 230 baz puanı buldu. Dolayısıyla, getiri eğrisinin kısa vadeli tarafında düşüş daha hızlı olurken, buna bağlı olarak MB'nin sıkı duruşunun da katkısıyla negatif olan 2 ve 10 yıllık tahvil getirileri arasındaki fark son günlerde hızla pozitif döndü ve eğrinin eğimi dikleşti. Merkez Bankası daha önce uzun vadeli faizlerde kalıcı bir düşüş olduğu takdirde getiri eğrisini yatay tutma amacına paralel olarak politika faizinde değişikliğe gidebileceği sinyalini vermişti. Dolayısıyla, 10 yıllık faizlerin Eylül sonunda çift basamaklı düzeylerden %8'in altına gerilemesi önümüzdeki dönemde politika faizinde değişiklik ihtimalinin güçlendiğini düşündürüyor.

Tahvil piyasasında Ekim başından itibaren yeniden ivmelenen yabancı girişi sonucu yabancıların 3 Ekim ve 28 Kasım arasındaki toplam alımları repo hariç 3 milyar dolara ulaştı. Buna paralel olarak yıl başından bu yana görülen toplam yabancı girişi ise Kasım sonu itibarıyla repo hariç 2.1 milyar dolar (repo dahil 1.4 milyar dolar) oldu. Ek olarak, yurtdışı yerleşiklerin devlet iç borçlanma senetleri içindeki payı son girişlerin de etkisiyle aynı tarihte %26.2'ye ulaştı.

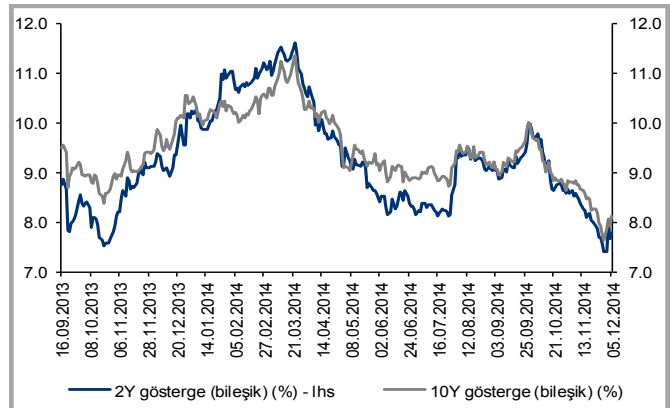
Kasım ayında, 5.7 milyar TL'lik iç borç servisine karşılık düzenlediği 3 ihaleyle net 5.7 milyar TL (hedef: 5.5 milyar TL) borçlanan Hazine, itfasının az olduğu Aralık'ta sadece 1 ihaleyle 1.2 milyar TL (0.8 milyar TL piyasadan, 0.5 milyar TL kamudan) borçlanmayı planlıyor. Kasım gerçekleştirmeleri ile yıllık borçlan-

Gösterge Faiz ve Kur



Kaynak: Reuters

Vadelerine Göre Gösterge Faiz



Kaynak: Reuters

ma hedefinin %98'i tamamlanırken, ortalama borçlanma maliyeti Kasım'da (değişken faizli tahvil borçlanmaları hariç) %8.28, kümülatif yıllık maliyet ise (değişken faizli tahvil borçlanmaları hariç) %9.73 oldu. Son olarak, Hazine'nin iç borç çevrim oranı %81.6'lık yıllık revize tahminin bir miktar altında %80.7 düzeyinde seyrediyor .

Görünüm:

Bono ve tahvil piyasasında faiz oranlarında son dönemdeki seyir Merkez Bankası'nın bir faiz indirimi için beklentilerin güçlendiğini ortaya koyuyor. Ancak koridorun üst bandında bir faiz indiriminin oynaklığın arttığı dönemlerde kısa vadeli faizlerin yükselebileceği üst sınırı aşağı çekerek bankanın esnekliğini azaltabileceğini düşünüyoruz. Öte yandan, politika faizinde bir indirim ve buna paralel olarak böyle bir durumda neredeyse koridorun alt bandına düşeceği için bu sınırı oluşturan gecelik borçlanma oranında teknik bir ayarlama daha uygun gözüküyor. Piyasalardaki olumlu görünüme rağmen temkinli duruşunu sürdüreceğini belirten MB gecelik faizleri halen yüksek tutmaya devam ediyor. Dolayısıyla, önümüzdeki dönemde olası bir gevşemenin önce likidite yoluyla sağlanacağını, sonrasında enflasyonun seyrinin ve küresel merkez bankalarının davranışlarının MB'nin politika faizine yönelik kararlarında belirleyici olacağını düşünüyoruz. Ancak, enflasyon görünümünde önemli bir iyileşme sağlanana kadar sıkı duruşunu sürdüreceği vurgusunu sürdüren MB'nin yıllık enflasyonun yüksek düzeyini koruduğu bu ortamda, erken bir indirimin kredibilite kaybına neden olabileceği ve küresel piyasalardaki dalgalanmalara duyarlılığın bir sonucu olarak TL'nin performansını da olumsuz etkileyebileceğini de dikkate alarak böyle bir adım atmayacağını düşünüyoruz. Bu şartlar altında, son dönemde hızlı bir gerileme kaydeden uzun vadeli faizlerde %8'in altına hareketlerin kalıcı olmayabileceğini düşünüyoruz. Döviz piyasasında ise emtia fiyatlarındaki düşüşle son dönemde pozitif ayrışsa da gelişmekte olan ülkelere yönelik risk algısı değişikliklerinden etkilenen TL'nin yıl sonunu 2.20-2.25 aralığında kapatacağını tahmin ediyoruz

Enflasyonun seyrinin ve küresel merkez bankalarının davranışlarının MB'nin politika faizine yönelik kararlarında belirleyici olacağını düşünüyoruz...

HAZİNE İÇ BORÇ İHALELERİ																
2013											Toplam Satış Miktarı		139,970			
											Piyasa Çevrim Oranı		84.50%			
											SATIŞ MİKTARI (TRYmilyon)				TOPLAM	
	İHRAÇ TARİHİ	VADE TARİHİ	İHALE-TALEP/SATIŞ	FAİZ ORANI		PİYASA		KAMU KURUM.		TOPLAM						
				BASİT	BİLEŞİK	NOM	NET	NOM	NET	NOM	NET					
Eylül	DT	17.09.2014	18.11.2015	3.11	9.30	9.22	1,300.3	1,172.4	364.9	329.0	1,665.2	1,501.4				
	DT	24.09.2014	15.09.2021	6.22	10.82	11.11	1,331.4	1,346.4	1,040.3	1,052.0	2,371.7	2,398.4				
	DT	24.09.2014	10.07.2019	3.18	9.13	9.33	1,661.1	1,648.1	1,259.8	1,250.0	2,920.9	2,898.1				
	DT	24.09.2014	13.07.2016	1.97	9.10	9.31	1,563.8	1,565.0	0.0	0.0	1,563.8	1,565.0				
	DT	24.09.2014	24.07.2024	2.40	9.27	9.49	2,053.6	2,042.6	502.7	500.0	2,556.3	2,542.6				
Ekim	DT	01.10.2014	10.07.2019	2.21	9.69	9.92	2,090.8	2,034.5	133.6	130.0	2,224.4	2,164.5				
	TUFEX	01.10.2014	18.09.2024	2.06	2.07	2.08	2,641.0	2,625.5	0.0	0.0	2,641.0	2,625.5				
	DT	01.10.2014	13.07.2016	3.54	9.77	10.01	1,606.2	1,593.3	100.8	100.0	1,707.0	1,693.3				
	DT	01.10.2014	24.07.2024	2.67	9.71	9.95	2,005.0	1,942.8	0.0	0.0	2,005.0	1,942.8				
	DT	22.10.2014	18.11.2015	2.99	8.83	8.80	1,075.9	982.4	0.0	0.0	1,075.9	982.4				
Kasım	DT	19.11.2014	10.07.2019	4.26	8.10	8.26	963.4	1,006.2	1,289.9	1,347.4	2,253.3	2,353.6				
	DT	19.11.2014	16.11.2016	2.89	7.88	8.04	1,008.6	1,014.5	242.6	244.0	1,251.2	1,258.5				
	DT	19.11.2014	24.07.2024	3.62	8.27	8.44	978.9	1,051.0	931.3	1,000.0	1,910.2	2,051.0				
Ocak-Kasım 2014								Toplam Satış Miktarı		125,703						
								Piyasa Çevrim Oranı		80.67%						

* TÜFEye endeksli tahviller için reel faiz verilmiştir.

İç borçlanma programı -Aralık 2014 ayı ihale takvimi

Vade	Senet türü	İhale tarihi	Valör tarihi	İtfa tarihi
12 Ay (364 Gün)	TL cinsi kuponsuz Devlet Tahvili	16-12-2014	17-12-2014	16-12-2015

İç borçlanma programı -Ocak 2015 ayı ihale takvimi

Vade	Senet türü	İhale tarihi	Valör tarihi	İtfa tarihi
5 Yıl (1645 Gün)	TL cinsi sabit kuponlu Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç)	05-01-2015	07-01-2015	10-07-2019
10 yıl (3542 gün)	TL cinsi TÜFE'ye endeksli Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç)	05-01-2015	07-01-2015	18-09-2024
2 yıl (679 gün)	TL cinsi sabit kuponlu Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç)	06-01-2015	07-01-2015	16-11-2016
6 yıl (2324 gün)	TL cinsi sabit kuponlu Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç)	06-01-2015	07-01-2015	19-05-2021
10 yıl (3486 gün)	TL cinsi TÜFE'ye endeksli Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç)	06-01-2015	07-01-2015	24-07-2024
11 Ay (336 Gün)	TL cinsi kuponsuz Devlet Tahvili (yeniden ihraç)	13-01-2015	14-01-2015	16-12-2015

İç borçlanma programı -Şubat 2015 ayı ihale takvimi

Vade	Senet türü	İhale tarihi	Valör tarihi	İtfa tarihi
5 Yıl (1820 Gün)	TL cinsi sabit kuponlu Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (ilk ihraç)	09-02-2015	11-02-2015	05-02-2020
10 yıl (3507 gün)	TL cinsi TÜFE'ye endeksli Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç)	09-02-2015	11-02-2015	18-09-2024
2 yıl (644 gün)	TL cinsi sabit kuponlu Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç)	10-02-2015	11-02-2015	16-11-2016
6 yıl (2289 gün)	TL cinsi sabit kuponlu Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç)	10-02-2015	11-02-2015	19-05-2021
10 yıl (3451 gün)	TL cinsi TÜFE'ye endeksli Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç)	10-02-2015	11-02-2015	24-07-2024
15 Ay (420 Gün)	TL cinsi kuponsuz Devlet Tahvili (ilk ihraç)	17-02-2015	18-02-2015	13-04-2016

Aralık 2014 İç Borç Ödemeleri

17.12.2014	356	70	426
24.12.2014	473	70	543
31.12.2014	153	0	153
TOPLAM	982	140	1,122

Ocak 2015 İç Borç Ödemeleri

07.01.2015	7,655	1,274	8,929
14.01.2015	806	198	1,004
21.01.2015	1,250	197	1,446
28.01.2015	689	249	938
TOPLAM	10,400	1,918	12,317

Şubat 2015 İç Borç Ödemeleri

04.02.2015	312	65	377
11.02.2015	11,388	1,477	12,865
18.02.2015	2,054	61	2,115
25.02.2015	598	107	705
TOPLAM	14,352	1,709	16,061

EK B:

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014T	2015T	2016T
Ekonomik Aktivite											
Reel GSYH (% Yıllan Yıla – YY)	6.9	4.7	0.7	-4.8	9.2	8.8	2.1	4.1	3.1	3.9	4.2
Özel tüketim (% YY)	4.6	5.5	-0.3	-2.3	6.7	7.7	-0.5	5.1	2.5	3.7	4.7
Kamu tüketimi (% YY)	8.4	6.5	1.7	7.8	2.0	4.7	6.1	6.2	3.9	3.9	2.4
Yatırım (%YY)	13.3	3.1	-6.2	-19.0	30.5	18.0	-2.7	4.2	-1.5	4.6	7.5
Sanayi üretimi (%YY)	7.7	6.9	-0.9	-10.4	12.4	9.6	2.5	3.4	4.0	4.8	5.3
Yıl sonu işsizlik oranı (%)	9.0	9.2	10.0	13.1	11.1	9.1	8.4	9.0	9.7	9.4	9.1
Nominal GSYH (TL milyar)	758	843	951	953	1,099	1,298	1,417	1,565	1,759	1,932	2,128
Nominal GSYH (EUR milyar)	421	474	501	442	552	559	615	610	609	720	844
Nominal GSYH (US\$ milyar)	526	649	742	617	732	774	786	820	805	836	885
Kişi başına GSYH (US\$)	7,586	9,240	10,438	8,559	10,022	10,466	10,504	10,722	10,406	10,703	11,208
Fiyatlar											
TÜFE (ortalama %YY)	9.6	8.8	10.4	6.3	8.6	6.5	8.9	7.5	8.9	6.4	6.3
TÜFE (yıl sonu %YY)	9.65	8.39	10.06	6.5	6.4	10.4	6.2	7.4	8.8	6.4	6.2
ÜFE (ortalama %YY) – 2003 öncesi TEFE	9.8	6.3	12.7	1.2	8.5	11.1	6.1	4.5	10.4	5.6	6.1
Kamu Dengesi (GSYH %)											
Konsolide bütçe dengesi	-0.6	-1.6	-1.8	-5.5	-3.6	-1.4	-2.1	-1.2	-1.5	-2.0	-1.8
Faiz dışı denge	5.4	4.1	3.5	0.1	0.8	1.9	1.3	2.0	1.3	0.8	1.0
Toplam kamu borcu	46.5	39.9	40.0	46.0	42.3	39.1	36.2	36.2	34.8	34.0	33.0
Dış Denge*											
İhracat (US\$ milyar)	94	115	141	110	121	143	163	163	174	188	206
İthalat (US\$ milyar)	135	162	194	134	177	233	229	244	238	251	277
Dış ticaret dengesi (US\$ milyar)	-41	-47	-53	-25	-56	-89	-65	-80	-63	-63	-71
Dış ticaret dengesi (GSYH %)	-7.8	-7.2	-7.1	-4.0	-7.7	-11.5	-8.3	-9.8	-7.9	-7.5	-8.0
Cari denge (US\$ milyar)	-32	-38	-40	-12	-45	-75	-48	-65	-44	-43	-50
Cari denge (GSYH %)	-6.0	-5.8	-5.4	-2.0	-6.2	-9.7	-6.2	-7.9	-5.5	-5.1	-5.6
Net doğrudan yatırım (US\$ milyar)	19.3	19.9	17.2	7.1	7.6	13.7	9.2	9.2	6.8	8.1	9.7
Net doğrudan yatırım (GSYH %)	3.7	3.1	2.3	1.2	1.0	1.8	1.2	1.1	0.8	1.0	1.1
Cari açık + net doğrudan yatırım (GSYH %)	-2.4	-2.7	-3.1	-0.8	-5.2	-7.9	-5.0	-6.8	-4.7	-4.2	-4.5
İhracat hacmi - miktar (%YY)	12	12	7	-8	11	6	16	-1	7	8	9
İthalat hacmi - miktar (%YY)	8	13	-1	-13	18	13	1	8	-1	6	8
Döviz rezervleri (altın hariç, US\$ milyar)	58	72	70	71	81	78	102	110	114	120	130
İthalatı karşılama oranı (ay)	5.2	5.3	4.3	6.3	5.5	4.0	5.3	5.4	5.8	5.7	5.6
Borç Göstergeleri											
Brüt dış borç stoku (US\$ milyar)	208	250	281	269	292	304	339	389	410	424	442
Brüt dış borç stoku (GSYH %)	40	39	38	44	40	39	43	47	51	51	50
Brüt dış borç stoku (İhracat %)	223	217	199	245	241	212	208	238	236	225	215
Toplam dış borç servisi (US\$ milyar)	40	49	54	59	56	51	53	55	47	71	55
Toplam dış borç servisi (GSYH %)	8	8	7	10	8	7	7	7	6	9	6
Toplam dış borç servisi (İhracat %)	43	42	38	54	46	36	32	34	27	38	27
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	8.25	7.50
Geniş para arzı (%YY)	23.4	15.4	27.5	12.9	19.0	11.5	12.9	22.8	13.4	10.9	11.1
3 aylık TL faiz oranı (%) ortalama	16.6	17.3	17.6	10.2	7.4	8.5	8.7	6.9	10.0	8.8	8.0
USD/TL yıl sonu	1.41	1.16	1.51	1.51	1.55	1.91	1.78	2.13	2.23	2.35	2.45
USD/TL ortalama	1.43	1.30	1.29	1.55	1.50	1.67	1.79	1.93	2.19	2.31	2.40
EUR/TL yıl sonu	1.86	1.71	2.14	2.16	2.05	2.46	2.35	2.94	2.72	2.59	2.45
EUR/TL ortalama	1.80	1.78	1.90	2.15	1.99	2.32	2.30	2.57	2.89	2.68	2.52
EUR/USD yıl sonu	1.32	1.46	1.40	1.43	1.34	1.29	1.32	1.38	1.22	1.10	1.00
EUR/USD ortalama	1.26	1.37	1.47	1.39	1.33	1.39	1.29	1.33	1.32	1.16	1.05

ING Bank Ekonomik Araştırmalar Grubu

Muhammet Mercan Baş 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.