

İçindekiler:

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

Genel seçime dair beklentiler piyasa hareketlerine yansıyor ...

Amerikan Merkez Bankası (Fed)'nin ilk faiz artışının zamanlamasına dair beklentiler; Nisan'da öngörülere yakın gelse de Mart'ta önemli ölçüde zayıf kalan istihdam rakamları, ekonomik aktiviteyle ilgili ipucu veren çeşitli göstergelerin ivme kaybına işaret etmesi ve bu durumun ilk çeyrek büyümesi verisiyle de teyit edilmesi ile Dolar'da geçtiğimiz yazdan bu yana devam eden değerlenme sürecinin büyüme ve enflasyonu olumsuz etkileyebileceğine dair değerlendirmelerle Eylül ayına ya da verilerin seyrine göre bir ihtimal daha geç bir tarihe ötelenmiş gözüküyor. ABD tarafındaki bu gelişmelere ek olarak, yakın zamana kadar deflasyon endişelerinin ağır bastığı Euro Bölgesi'nde tüketici fiyatlarında dört aydır devam eden düşüşün Nisan'da sona ermesi de enerji fiyatları kaynaklı aşağı yönlü baskının yavaş yavaş etkisini kaybetmeye başladığını ortaya koyuyor. Küresel ölçekte tahvil faizlerinin özellikle son günlerde gelen satışlarla yükseliş eğilimi içerisinde olduğu bu ortamda; Avrupa Merkez Bankası'nın tahvil alım programının büyük bir miktarda tahvil talebi yaratacağı beklentisiyle geçtiğimiz aylarda önemli ölçüde gerileyen başta Almanya olmak üzere Euro Bölgesi ülkelerinin tahvil getirilerindeki yükselişin daha hızlı olması dikkat çekiyor. Öte yandan, tahvil faizlerindeki bu eğilim, önümüzdeki dönemde getiri oranlarındaki yukarı hareketin gelişmiş ülke merkez bankalarının politika uygulamalarına bağlı olarak muhtemelen yavaş da olsa devam edeceğini düşündürürken, başta TL olmak üzere küresel piyasalardaki risk iştahına duyarlı gelişmekte olan ülke para birimleri üzerinde de baskı yaratıyor. Türkiye'de Reel Efektif Kur Endeksi Nisan itibarıyla son 10 yıllık ortalamasının yaklaşık %8 altında seyretmekte, dolayısıyla uzun vadeli göstergeler açısından bakıldığında aşırı değerli gözükmemektedir. Benzer şekilde, endeksin son 10 yılda gördüğü en düşük değer olan Ocak 2014 rakamına ulaşmak için aşağı yönlü %6-7'lik bir marjın kalması da bu değerlendirmeyi teyit etmektedir. Yine de Haziran'daki genel seçimler öncesinde ve sonrasında siyasi gelişmelerin olası etkilerinin yakından takip edileceğini, ek olarak Fed'in politika faizini normalleştirme sürecine olan duyarlılığın TL'yi getirdiği şu anki düzeyi de dikkate alarak 2015 yıl sonu Dolar/TL tahminimizi 2.65'ten 2.70'e, 2016 için ise 2.75'ten 2.85'e çekiyoruz. Enflasyon tarafında ise Nisan'da yıllık manşet enflasyon rakamı Ocak sonrası beklentilerden önemli ölçüde farklılaşarak yeniden %8 seviyelerine yaklaşırken, TL'de son aylardaki değer kaybının fiyatlar üzerinde etkisi daha net gözleniyor. Yılın kalan dönemi için, beklendiği gibi baz etkisinin yıllık enflasyonun seyrinde belirleyici olmaya devam edeceği, Ağustos'a kadar olan dönemde düşürücü, sonrasında ise yükseltici etkiler gözlenmesinin olası olduğu anlaşılıyor. Son aylarda gıda fiyatlarındaki baskıdan olumsuz etkilenen aylık enflasyonun, benzer eğilimin sürmesi ve giyim tarafından gelen etki sonucu Nisan'da %1.63 ile beklentilerin çok üzerinde sürpriz yükselişi yanında kur tahminlerimizdeki yukarı yönlü revizyonu da dikkate alarak enflasyon tahminimizi bu yıl için %7.4'e, gelecek yıl için ise %6.7'e çekiyoruz. Nisan'da herhangi bir değişiklik yapmayan ve politika uygulamasına yönelik kararlarını enflasyon görünümündeki gelişmelere bağlayan MB açısından, ekonomik aktivitede son dönemde ivme kaybına işaret eden verilere rağmen, özellikle enflasyon görünümüne etkileri ile yüksek döviz pozisyon açığı taşıyan şirketler kesimine ve dolaylı olarak bankacılık sisteminin aktif kalitesine yansımaları da düşünüldüğünde TL'nin seyri büyük önem taşıyor. Son gelen verilerle yıl sonu enflasyonunun tahmin bandının üzerinde gerçekleşme ihtimalinin arttığı ve sıkışık likidite politikası uygulaması ve yüksek seyreden gecelik faiz oranlarına rağmen döviz piyasasında devam eden oynaklık düşünüldüğünde MB'nin TL'de istikrarı sağlama adına yılın ikinci yarısında koridorunun üst bandında sürpriz bir artış yapmasının, 2016'da ise politika faizinde en az 100 baz puanlık bir sıkılaştırma adımı atmasının ihtimal dahilinde olduğunu düşünüyoruz.

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: 11 Mayıs 2015

Mayıs aylarında takip edilecek önemli gelişmeler:

- 12 Mayıs: Mart ödemeler dengesi
- 15 Mayıs: Şubat hane halkı işgücü istatistikleri
- 15 Mayıs: Nisan Merkezi Yönetim bütçe gerçekleştirmeleri
- 15 Mayıs: Mayıs beklenti anketi
- 20 Mayıs: Mayıs PPK toplantısı
- 21 Mayıs: Mayıs tüketici güven endeksi
- 22 Mayıs: Mayıs reel sektör güven endeksi, kapasite kullanım oranı
- 29 Mayıs: Nisan dış ticaret dengesi
- 3 Haziran: Mayıs TÜFE, Yİ-ÜFE
- 8 Haziran: Nisan sanayi üretim endeksi
- 10 Haziran: 1. çeyrek GSYH verileri

Dolar'da geçtiğimiz yılın yaz aylarından bu yana devam eden yükseliş eğilimi önemli ölçüde ivme kaybetti...

Fed ABD'de ekonomik büyümenin "orta" veya "ılımlı" bir hızda ilerlediğini düşünüyor...

Euro Bölgesi'nde kırılma da olsa ekonomide ivmelenme işaretleri sürüyor...

Piyasalar

Küresel Gelişmeler

Mart ortasından bu yana gerek ABD Merkez Bankası (Fed)'nin ekonomide toparlanmanın durumuna yönelik daha temkinli bir duruş sergilerken, faizlerin seyrine yönelik tahminlerini de aşağı revize edip daha güvercin bir duruş sergilemesi, gerekse beklentilerin altında açıklanan Mart tarım dışı istihdam verisi Dolar'da geçtiğimiz yılın yaz aylarından bu yana devam eden yükseliş eğiliminin önemli ölçüde ivme kaybetmesine neden olmuştu.

Nisan sonunda gelen ilk çeyrek büyümesi ise Dolar'ın özellikle Euro'ya karşı Mayıs'ta önemli ölçüde değer kaybını da beraberinde getirdi. Buna göre, ABD'de GSYH büyümesi öncü veriye göre yılın ilk üç ayında %0.2'ye gerileyerek beklentilerin altında kaldı. Yapılan açıklamada, büyümedeki yavaşlamanın dolardaki değer artışı, olumsuz kış koşulları, liman grevleri ve enerji fiyatlarındaki düşüşten kaynaklandığı belirtildi. Çekirdek PCE ise aynı dönemde %0.9 ile yine beklentilerin altında arttı. ABD'de geçen yılın son çeyreğinde GSYH'deki büyüme %2.2, çekirdek PCE'deki artış ise %1.1 olarak açıklanmıştı.

İlk çeyrekte gözlenen bu yavaşlamaya rağmen Fed yaptığı değerlendirmede, ülkedeki ekonomik aktivitenin Şubat ortasından Mart ayı sonuna kadarki dönemde artmaya devam ettiğini, ancak güçlü dolar ve düşük petrol fiyatlarının imalat sektörüne zarar verdiğini belirtti. Fed'in ülke çapında ekonomik aktivite konusunda tespit ve değerlendirmelerin yer aldığı Beige Book raporunda ülkenin büyük bölümü için ekonomik büyümenin "orta" veya "ılımlı" bir hızda ilerlediği ifade edildi. Raporda petrol ve doğalgaz çıkartmaya yönelik yatırımların gerilediği ve ABD'nin birçok yöresinde bununla ilgili istihdamda azalma olduğu ifade edildi. Son açıklanan Nisan ayına dair istihdam rakamları ise beklentilere yakın gerçekleşirken, oldukça zayıf olan Mart rakamlarında aşağı yönlü revizyonlar yapıldı. Ek olarak, işsizlik oranı %5.5'ten %5.4'e gerilerken, ücret artışları hız kazansa da eğilimin halen oldukça yavaş seyretmesi de dikkat çekti.

Öte yandan, Euro Bölgesi'nde Mart'ta düşüş kaydeden perakende satışlar gibi bazı göstergeler genel olarak büyüme tarafındaki toparlanma sürecinin kırılma riskini ortaya koysa da, hizmetler PMI rakamının Mart'ta nihai 54.2'e yükselerek sektörün sekiz ayın en hızlı büyümesini kaydettiğini göstermesi, imalat PMI'nın Nisan'da nihai 52'ye gerilemesine rağmen 50 sınırının üzerinde kalması, sanayi üretiminin Şubat'ta %1.1 ile beklentilerin üzerinde seyretmesi dikkate alındığında ekonomide ivmelenme işaretlerinin sürdüğü söylenebilir. Yakın zamana kadar deflasyon endişelerinin ağır bastığı Euro Bölgesi'nde tüketici fiyatlarında dört aydır devam eden düşüşün Nisan'da sona ermesi de enerji fiyatları kaynaklı aşağı yönlü baskının yavaş yavaş etkisini kaybetmeye başladığını ortaya koyuyor. İyileşen makro görünüm, banka kredilerinde güçlenme işaretleri, Yunanistan'ın borç problemi konusunda bir uzlaşmaya ulaşılabileceğine dair olumlu algı yılın ikinci yarısında Avrupa Merkez Bankası (AMB) üzerinde tahvil alım programını sonlandırma baskılarını gündeme getirebilir.

Dünya büyümesi üzerinde belirleyici etkiye sahip Çin'de ise imalat PMI Nisan

Piyasa Özeti

	10-04-15	08-05-15		
	KAPANIŞ	KAPANIŞ	AYLIK	YBY
	DEĞERİ	DEĞERİ	DEĞİŞİM	DEĞİŞİM
BIST -100	82,646	84,060	1.71%	-1.94%
DOW JONES	18,058	18,191	0.74%	2.06%
NIKKEI 225	19,908	19,379	-2.65%	11.05%
DAX	12,375	11,710	-5.37%	19.42%
FTSE 100	7,090	7,047	-0.61%	7.32%
BOVESPA	54,214	57,149	5.41%	14.28%
US 10-YEAR BOND YIELD (%)	1.95	2.15	19.70	-2.40
USD/TRY	2.63	2.69	0.03	0.15
EUR/USD	1.06	1.12	5.67%	-7.39%
50:50 USD:EUR BASKET	2.7063	2.8552	5.50%	10.75%
BRENT OIL	56.67	63.52	12.09%	14.51%
VIX	12.5800	12.8600	2.23%	-33.02%
GOLD	1,207.65	1,187.65	-1.66%	0.35%
MSCI World	1,779.47	1,794.70	0.86%	4.97%
MSCI EM	1,034.59	1,034.94	0.03%	8.22%
MSCI Turkey	1,158,753.0	1,178,696.0	1.72%	-3.55%

Çin Merkez Bankası dünyanın en büyük ikinci ekonomisinde kredileri artıracak ve yavaşlayan ekonomik büyümeyi destekleyecek adımlar atıyor...

Piyasaların seyrinde temel belirleyici unsur yine Fed'in politika adımlarına dair açıklama ve beklentiler olacaktır...

Euro/Dolar paritesindeki yükselişte ABD'den gelen verilerin genellikle zayıf seyretmesi önemli rol oynarken, Euro Bölgesi'nde tüketici fiyatlarındaki düşüş sürecinin sona erdiğine dair işaretler de bu hareketi destekliyor...

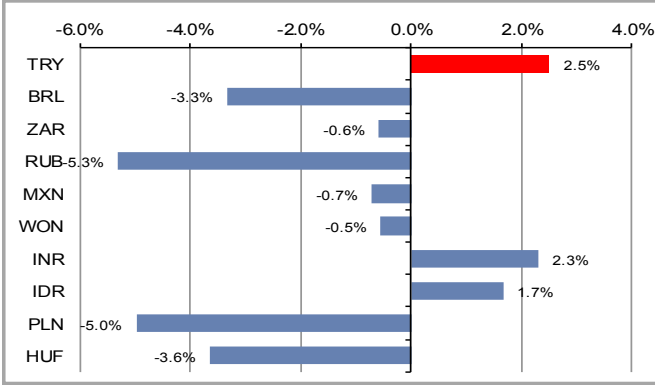
ayında yeni siparişlerdeki gerilemeye paralel olarak sektörün bir yıldır görülen en sert daralmayı kaydettiğine işaret etti ve ekonomideki yavaşlamanın önüne geçilmesi için yeni önlemler alınacağı beklentilerini destekledi. Çin Merkez Bankası'nın, bankaların zorunlu karşılıklarını azaltarak ve gösterge kredi ve mevduat faizlerini indirerek dünyanın en büyük ikinci ekonomisinde kredileri artıracak ve yavaşlayan ekonomik büyümeyi destekleyecek adımlar atması da ülkedeki politika yapıcıların güçlenen destekleyici duruşlarını ortaya koyuyor. Nitekim, Çin Merkez Bankası'nın diğer küresel merkez bankalarının tahvil alımlarına benzer şekilde ticari bankalardan varlık alımlarını içerecek bir niceliksel gevşeme programına başlayabileceğine dair haberler de kapsamlı bir parasal gevşeme sürecinin söz konusu olabileceğini düşündürüyor.

Sonuç olarak, Fed Haziran'ı tamamen ihtimal dışı bırakmasa da, zayıf ABD verilerinin ilk faiz artışının zamanını Eylül toplantısına, bazı değerlendirmelere göre ise 2016 başına erteleyebileceği değerlendirmeleri geçtiğimiz haftalarda piyasa hareketlerine olumlu yansıdı. Önümüzdeki dönemde piyasaların seyrinde temel belirleyici unsur yine veri akışına daha duyarlı hale gelen Fed'in politika adımlarına dair açıklama ve beklentiler olacaktır.

Döviz piyasası

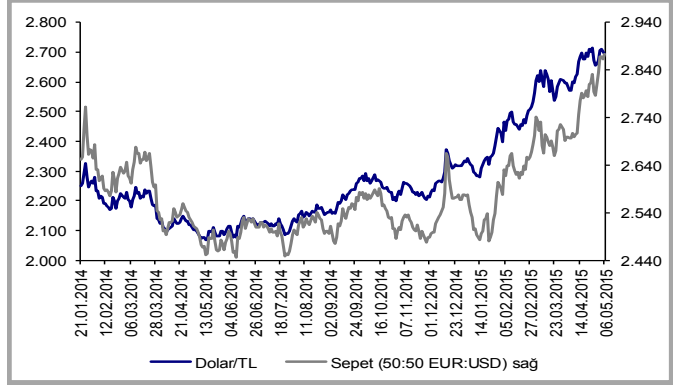
Son haftalarda küresel döviz piyasasında Euro Dolar karşı değer kazanırken, gelişmekte olan para birimlerinde zayıflama eğilimi dikkat çekiyor. Euro/Dolar paritesindeki bu harekette ABD'den gelen verilerin genellikle zayıf seyretmesi ve özellikle ilk çeyrek büyüme rakamının beklentilerin altında gerçekleşmesi önemli rol oynarken, Euro Bölgesi'nde tüketici fiyatlarındaki düşüş sürecinin sona erdiğine dair işaretler de bu hareketi destekliyor. Öte yandan, normal şartlar altında, Fed'in faiz artışını yakın bir zamanda yapmayabileceğine dair beklentilerin güçlenmesi gelişmekte olan ülke para birimlerini destekleyici bir ortam yaratması beklenirdi. Ancak Euro Bölgesi tahvil faizlerinde gözlenen yükseliş getiri oranlarının önümüzdeki dönemde yavaş da olsa artma eğiliminde olacağına dair değerlendirmelere destek sağlarken, gelişmekte olan ülke para birimleri üzerinde baskıyı da artırıcı etki yapmaktadır. Bu çerçevede, Euro/Dolar paritesi Mart ortasında 1.05'in altına kadar geriledikten ve Nisan'da genelde 1.05-1.10 bandında seyrettikten sonra geçtiğimiz ayın son haftasından itibaren hızla yükselerek 1.12-1.13 seviyelerine ulaştı. Gelişmekte olan para birimleri ise TL bir kenara bırakıldığında Dolar'ın Euro'ya karşı nispeten istikrarlı olduğu Mart ortası ve Nisan sonu arasında genelde değer kazandı. Ancak, Euro'daki artışın hızlanması, özellikle Mayıs başından itibaren Gelişmekte Olan Ülkelerde kurların baskı altında kalmasını da beraberinde getirdi. Beklen-

USD Değişimi, 10 Nisan - 8 Mayıs



Kaynak: Reuters

Kur Gelişmeleri



Kaynak: Reuters

Reel Efektif Kur Endeksi'nin geldiği düzey, öngörülme bir risk algısı ortaya çıkmadığı takdirde, kurda aşağı yönlü kontrolsüz bir düşüş hareketi ihtimalinin sınırlı olduğunu düşündürüyor...

Döviz piyasasındaki dalgalanmanın sürdüğü bir ortamda MB finansal istikrarı destekleme adına makro ihtiyari adımlar atıyor...

tiler açısından bakıldığında Euro/Dolar paritesindeki bu sürecin geçici olacağı, ABD'de ekonomik verilerin ikinci çeyrekte yeniden toparlanmasıyla birlikte güçlü Dolar eğilimine döneceği değerlendirilmelidir.

Yurtiçinde ise, TL genel olarak zayıf seyrini sürdürüyor. Ocak sonundan bu yana devam eden ve MB'ye yönelik siyasi eleştiriler yanında küresel piyasalarda gözlenen oynaklığa paralel olarak Dolar/TL 2.70 seviyelerine ulaştı. Aynı dönemde 50:50 Dolar:Euro sepeti ise yılın ilk günlerinde 2.50'nin altını gördükten sonra genelde yukarı yönlü seyrini koruyarak 2.85 seviyesini aştı. Bu çerçevede, Reel Efektif Kur Endeksi Nisan itibarıyla son 10 yıllık ortalamasının %8 altında seyretmekte, dolayısıyla uzun vadeli göstergeler açısından bakıldığında aşırı değerli gözükmemektedir. Benzer şekilde, endeksin son 10 yılda gördüğü en düşük değer olan Ocak 2014 rakamına ulaşmak için aşağı yönlü %6-7'lik bir marjın kalması bu değerlendirmeyi teyit etmektedir. Haziran'daki genel seçimler öncesinde siyasi gelişmelerin olası etkilerinin yakından takip edileceği, ek olarak küresel sermaye hareketlerine duyarlı olan TL'nin değişen risk iştahına paralel olarak baskı altında kalacağı söylenebilir. Ancak Reel Efektif Kur Endeksi'nin geldiği düzey öngörülme bir risk algısı ortaya çıkmadığı takdirde kurda aşağı yönlü kontrolsüz bir düşüş hareketi ihtimalinin sınırlı olduğunu düşündürüyor.

Döviz piyasasındaki dalgalanmanın sürdüğü bir ortamda finansal istikrarı destekleme adına akro ihtiyari adımlar atılacağı sinyalini veren MB bu çerçevede Nisan PPK toplantısında bir hafta vadeli döviz depo faiz oranlarını Dolar için %4.5'ten %4'e, Euro için ise %2.5'ten %2'ye indirdi. Bankalar tarafından uzun süreden beri kullanılmayan bu döviz fonlama aracı için faiz indiriminin ardından yine de maliyetin yüksek kalmaya devam etmesi alınan kararın önümüzdeki dönemde ciddi bir etki yaratmayacağını, ancak döviz likiditesinde önemli bir sıkışıklık olduğu takdirde MB'nin bankaları bu kanaldan da fonlamaya hazır olduğunu ortaya koyuyor. Öte yandan bir diğer adımla MB, TL zorunlu karşılıklara ödenen faiz oranlarında 50 baz puan artırıma gidilmesine karar verdi. Ekim 2014'te zorunlu karşılıklara faiz ödemeye başlanmasının ardından gelen bu ilk değişiklik sermaye akımlarının zayıf/çıkış yönünde olduğu dönemlerde rezerv opsiyon mekanizmasının daha etkin çalışabilmesi adına TL fonlamasının görece maliyetinin düşürülmesini hedefliyor. Son olarak, MB'nin benzer bir adımla YP munzam karşılıklar için de faiz ödemeye başlaması da; Amerikan Merkez Bankası'nın faiz artış süreci yaklaşırken, bankaların aracılık maliyetini aşağı çekmeye yönelik olumlu bir adım olarak değerlendirilebilir.

Bono ve tahvil piyasası

TL'nin Dolara ve 50:50 Euro:Dolar sepetine karşı geçtiğimiz haftalarda yeniden hızlanan ve sene başından bu yana sırasıyla %16 ve %11'e ulaşan değer kaybı yanında, enflasyon beklentilerinde gözlenen artış eğilimini de dikkate alan MB, beklendiği gibi Nisan toplantısında 1 haftalık repo faizini %7.50'de bıraktı. Faiz koridorunun alt ve üst sınırlarını oluşturan gecelik borç alma ve gecelik

Gecelik faizleri yüksek tutan ve ortalama fonlama maliyetini %8.3 seviyelerine çeken MB temkinli politika uygulamasının süreceğini işaret ediyor...

MB'nin 2015 enflasyon tahminindeki yükselişte ortalama petrol fiyatlarındaki yukarı yönlü revizyon ve TL cinsinden ithalat fiyatlarında yapılan güncelleme belirleyici oldu...

MB'ye göre, para politikası uygulaması, makro ihtiyati politika kararları ve maliye politikasındaki ihtiyatlı tutum enflasyon görünümüne destek oluyor...

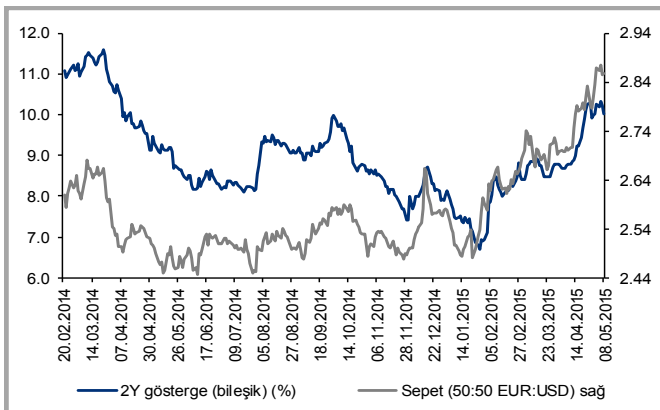
fonlama oranlarını da sırasıyla %7.25 ve %10.75'te tuttu. Ek olarak, piyasa yapıcılarının gecelik fonlama oranı da %10.25'te kaldı. Kararın ardından bono piyasasında faizlerde yükseliş gözlenirken, TL Dolar'a ve döviz sepetine karşı değer kaybetti. Sonuç olarak, küresel piyasalarda değişen risk iştahının döviz piyasasında yansımalarına oldukça duyarlı olan, bu nedenle de halen bankalar arası piyasada gecelik repo faizlerinin üst bant seviyesinde oluşmasını sağlayan ve ortalama fonlama maliyetini %8.3 seviyelerine çeken MB temkinli politika uygulamasının süreceğini işaret etti.

Öte yandan, Ocak enflasyon raporunda 2015 için tahmin aralığını %4.1-%6.9 olarak açıklayan ve enflasyon öngörüsünü Ekim'e göre başta petrol olmak üzere emtia fiyatlarındaki seyrin katkısıyla düşürerek %5.5'e çeken MB yılın ikinci enflasyon raporunda beklentisini %6.8'e revize ederken, tahmin aralığını ise %5.6-8.0% olarak belirledi. Bu yıl için enflasyon öngörüsünü önemli ölçüde piyasa beklentisine yaklaştıran bu değişiklikte, 2015 ortalama petrol fiyatlarının yukarı yönlü bir güncellemeyle 55 dolardan 60 dolara çekilmesi ve son dönemde TL'deki değer kaybının da etkisiyle TL cinsinden ithalat fiyatlarında yapılan güncelleme belirleyici oldu. Öte yandan, 2016 için ortalama petrol fiyatlarının 67 dolar civarında olacağını (önceki 64 dolar) öngören ve TL'deki zayıflığın ithalat fiyatlarına gecikmeli etkilerini de dikkate alan banka enflasyon tahminini %5'ten %5.5'e yükseltirken, tahmin aralığını ise %3.7-%7.3 olarak açıkladı. Ayrıca MB, orta vadede enflasyonun %5 düzeyinde istikrar kazanacağı görüşünü tekrarladı. Ek olarak MB, olumsuz hava koşullarının da katkısıyla yılın ilk üç ayında beklenmedik ölçüde hızlı yükselen ve yıllık bazda %14'ü aşan gıda enflasyonuna dair daha olumlu bir tablo çizdi. Bu çerçevede, gıda fiyatlarında önümüzdeki dönemde işlenmemiş gıda kaynaklı bir düzeltme olacağı öngörüsünden hareketle bu yılın tamamındaki artışın uzun dönemli seviyeye yaklaşacağını ve %9 olacağını öngördü. Yılın kalan dönemi için, beklendiği gibi baz etkisinin yıllık enflasyonun seyrinde belirleyici olmaya devam edeceği, Ağustos'a kadar olan dönemde düşürücü, sonrasında ise yükseltici etkiler gözlenmesinin olası olduğu anlaşıyor.

Öte yandan MB, temkinli politika uygulamasının, makro ihtiyati politika kararlarının ve maliye politikasındaki ihtiyatlı tutumun enflasyon görünümünde olumlu seyre destek olduğu değerlendirildi. Ayrıca, para politikasında temkinli duruş gereğine dikkat çekilirken, bu çerçevede, sıkı politikanın bir göstergesi olarak uzun süreden beri benimsenen enflasyon görünümünde belirgin bir iyileşme sağlanana kadar getiri eğrisinin yataya yakın tutulacağı vurgusu korunuyor. Ocak sonrasında hızla yükselen faizlerdeki bu seyre bağlı olarak, 2 ve 10 yıllık tahvillerin getirisi %10.0 ve %9.3 seviyelerine gelmiş bulunuyor. Kısa tarafta yükselişin daha sert olmasının da etkisiyle getiri eğrisi de daha dik negatif eğimli görünüme sahip olmaya devam ediyor.

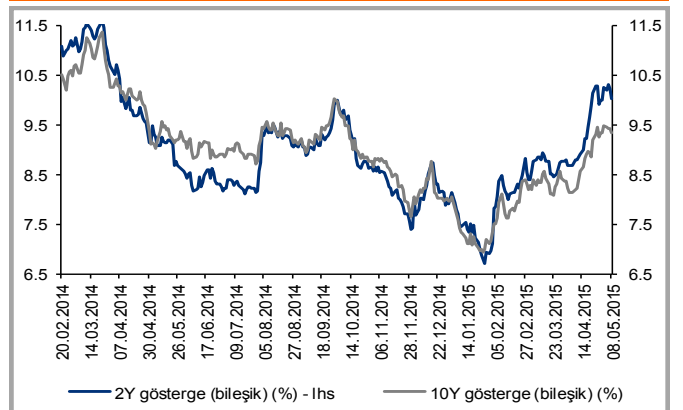
Tahvil piyasasında portföy akımları zayıf eğilimini Nisan'da da korurken, 3-30 Nisan arasında repo dahil 1.1 milyar dolarlık (repo hariç 0.1 milyar dolar) sınırlı

Gösterge Faiz ve Kur



Kaynak: Reuters

Vadelerine Göre Gösterge Faiz



Kaynak: Reuters

Döviz piyasasındaki oynaklık, politik belirsizlik ve ekonomik verilerdeki zayıflık yabancı yatırımcıların TL varlıklara ilgisini olumsuz etkiliyor...

bir çıkış oldu. Buna paralel olarak, son 12 ayda toplam yabancı girişi ise repo dahil 2.0 milyar dolar (repo hariç 1.1 milyar dolar) oldu. Bu gelişmede, döviz piyasasındaki oynaklık, politik belirsizlik ve ekonomik verilerde dikkat çeken zayıflama işaretleri belirleyici oldu. Hisse senedi piyasasında ise yabancı yatırımcılar Nisan'da 0.6 milyar dolarlık, son 12 ayda ise 1.7 milyar dolarlık alım yaptı.

Nisan'da 13.3 milyar TL'lik itfaya karşılık altı ihaleyle 11.2 milyar TL'lik (7.0 milyar TL piyasadan, 4.2 milyar TL kamudan) borçlanma öngören Hazine net 11.9 milyar TL'lik satış yaptı. Mayıs'ta 11.9 milyar TL'lik itfaya karşılık altı ihaleyle 9.0 milyar TL'lik (8.4 milyar TL piyasadan, 0.6 milyar TL kamudan) borçlanma planlanıyor. Ortalama borçlanma maliyeti ise Mart'ta %8.2'den Nisan'da %9.7'ye yükseldi. Yılın ilk dört ayında 2015'teki borçlanma ihtiyacının %46'sını karşılayan Hazine'nin iç borç çevrim oranı ise %86.2 oldu.

Görünüm:

Son aylarda gıda fiyatlarındaki yukarı yönlü hareketten olumsuz etkilenen aylık enflasyon, benzer eğilimin sürmesi ve giyim tarafından gelen etki sonucu Nisan'da %1.63 ile beklentilerin önemli ölçüde üstünde gerçekleşti. Kurdaki yükselişin görünümü bozucu etkilerinin endişe yarattığı ve düşüş sürecindeki zorluklara işaret ettiği enflasyon tarafında, bu verinin ardından yıllık rakam dikkate değer bir yükselişle %7.91 oldu. Bu şartlar altında, yeni kurulan Gıda Komitesi'nin gıda kaynaklı enflasyon baskısının kontrol altına alınması konusunda atacağı adımlar daha da önem kazanmış bulunuyor. Öte yandan, Nisan'da herhangi bir değişiklik yapmayan ve politika uygulamasına yönelik kararlarını enflasyon görünümündeki gelişmelere bağlayan MB açısından gerek son gelen rakam gerekse beklentilerde dikkat çeken bozulma Mayıs'ta da bir değişiklik yapmama ihtimalini destekliyor. Piyasalardaki oynaklığı da dikkate alarak daha tedbirli bir tavır takınan MB'nin son dönemdeki likiditeyi sıkılaştırıcı uygulamalarının süreceğini ve gecelik faizlerin yüksek kalacağını söyleyebiliriz. Bu şartlar altında, önümüzdeki dönemde, küresel piyasalardaki hareketlerle seçim öncesi siyasi değerlendirmelere bağlı olarak Dolar/TL kurundaki oynaklığın sürebileceğini tahmin ediyoruz. Ek olarak, para piyasasındaki yüksek faiz düzeyi yanında, enflasyonun tahmin edilenden daha yüksek seyrettiği düşünüldüğünde tahvil faizlerinde baskının kurdaki hareketlere bağlı olarak etkili olmaya devam edeceğini düşünüyoruz.

Son gelen enflasyon rakamı ve beklentilerde dikkat çeken bozulma MB'nin Mayıs'ta faizlerde bir değişiklik yapmama ihtimalini destekliyor...

HAZİNE İÇ BORÇ İHALELERİ												
2014						Toplam Satış Miktarı				126,793		
						Piyasa Çevrim Oranı				80.8%		
SATIŞ MİKTARI (TRYmilyon)												
	İHRAÇ TARİHİ	VADE TARİHİ	İHALE-TALEP/SATIŞ	FAİZ ORANI		PIYASA		KAMU KURUM.		TOPLAM		
				BASİT	BİLEŞİK	NOM	NET	NOM	NET	NOM	NET	
ŞUBAT	DT	11.02.2015	05.02.2020	2.42	7.83	7.99	2,458.8	2,415.5	628.1	617.0	3,086.9	3,032.5
	TUFEX	11.02.2015	18.09.2024	3.79	1.94	1.95	2,266.8	2,345.2	758.8	785.0	3,025.5	3,130.2
	DT	11.02.2015	16.11.2016	1.93	8.17	8.34	1,546.2	1,575.8	196.2	200.0	1,742.4	1,775.8
	FRN	11.02.2015	19.05.2021	3.00	9.05	9.26	754.3	754.1	500.2	500.0	1,254.5	1,254.1
	DT	11.02.2015	24.07.2024	2.02	7.76	7.91	2,013.5	2,182.6	461.3	500.0	2,474.8	2,682.6
	DT	18.02.2015	13.04.2016	3.39	8.44	8.39	582.6	530.9	409.3	373.0	991.9	903.9
Mart	DT	25.03.2015	05.02.2020	1.63	8.08	8.25	1,519.9	1,491.4	965.1	947.0	2,485.1	2,438.4
	DT	25.03.2015	12.03.2025	2.00	7.98	8.14	1,556.0	1,558.1	499.3	500.0	2,055.4	2,058.1
Nisan	DT	08.04.2015	08.06.2016	2.74	9.10	9.03	624.8	564.5	209.2	189.0	834.0	753.5
	DT	29.04.2015	05.02.2020	1.22	9.72	9.95	1,843.3	1,711.1	1,174.2	1,090.0	3,017.5	2,801.1
	TUFEX	29.04.2015	16.04.2025	1.87	2.28	2.29	1,854.1	1,808.5	1,066.2	1,040.0	2,920.3	2,848.5
	DT	29.04.2015	16.11.2016	6.15	9.71	9.95	1,120.5	1,137.1	640.5	650.0	1,761.1	1,787.1
	FRN	29.04.2015	20.04.2022	1.50	9.11	9.31	808.5	765.4	597.9	566.0	1,406.4	1,331.4
	DT	29.04.2015	12.03.2025	2.58	9.21	9.43	2,065.9	1,920.9	537.7	500.0	2,603.6	2,420.9
Ocak - Nisan 2015						Toplam Satış Miktarı				40,575		
						Piyasa Çevrim Oranı				86.2%		

* TÜFEye endeksli tahviller için reel faiz verilmiştir.

İç borçlanma programı -Mayıs 2015 ayı ihale takvimi

Vade	Senet türü	İhale tarihi	Valör tarihi	İtfa tarihi
5 Yıl (1729 Gün)	TL cinsi sabit kuponlu Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç)	11-05-2015	13-05-2015	05-02-2020
10 yıl (3626 gün)	TL cinsi TÜFE'ye endeksli Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç)	11-05-2015	13-05-2015	16-04-2025
2 yıl (553 gün)	TL cinsi sabit kuponlu Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç)	12-05-2015	13-05-2015	16-11-2016
7 yıl (2534 gün)	TL cinsi değişken faizli Devlet Tahvili-6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç)	12-05-2015	13-05-2015	20-04-2022
10 yıl (3591 gün)	TL cinsi sabit kuponlu Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç)	12-05-2015	13-05-2015	12-03-2025
7 ay (210 gün)	TL cinsi kuponsuz Devlet Tahvili (yeniden ihraç)	18-05-2015	20-05-2015	16-12-2025

İç borçlanma programı -Haziran 2015 ayı ihale takvimi

Vade	Senet türü	İhale tarihi	Valör tarihi	İtfa tarihi
5 Yıl (1694 Gün)	TL cinsi sabit kuponlu Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç)	15-06-2015	17-06-2015	05-02-2020
10 yıl (3591 gün)	TL cinsi TÜFE'ye endeksli Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç)	15-06-2015	17-06-2015	16-04-2025
2 yıl (728 gün)	TL cinsi sabit kuponlu Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (ilk ihraç)	16-06-2015	17-06-2015	14-06-2017
10 yıl (3556 gün)	TL cinsi sabit kuponlu Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç)	16-06-2015	17-06-2015	12-03-2025
6 ay (175 gün)	TL cinsi kuponsuz Devlet Tahvili (yeniden ihraç)	23-06-2015	24-06-2015	16-12-2015

İç borçlanma programı -Temmuz 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)	13-07-2015	15-07-2015	08-07-2020
2 yıl (700 gün)	TL cinsi sabit kuponlu Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç)	14-07-2015	15-07-2015	14-06-2017
10 yıl (3528 gün)	TL cinsi sabit kuponlu Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç)	14-07-2015	15-07-2015	12-03-2025

İç Borç Ödemelerinin Alıcılara Göre Dağılımı

Milyon TL	Piyasa	Kamu Kuruluşları	TOPLAM
Mayıs 2015 İç Borç Ödemeleri			
06.05.2015	99	71	170
13.05.2015	9,380	154	9,534
20.05.2015	1,130	544	1,674
27.05.2015	359	198	557
TOPLAM	10,969	966	11,935
Haziran 2015 İç Borç Ödemeleri			
17.06.2015	7,468	1,472	8,940
24.06.2015	473	70	543
TOPLAM	7,941	1,542	9,483
Temmuz 2015 İç Borç Ödemeleri			
01.04.2015	135	0	135
08.04.2015	114	30	144
10.04.2015	3,535	748	4,283
15.04.2015	1,223	191	1,414
29.04.2015	683	247	930
TOPLAM	5,690	1,215	6,905

EK B:

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015T	2016T	2017T
Ekonomik Aktivite											
Reel GSYH (% Yıllan Yıla – YY)	4.7	0.7	-4.8	9.2	8.8	2.1	4.2	2.9	3.3	3.7	4.0
Özel tüketim (% YY)	5.5	-0.3	-2.3	6.7	7.7	-0.5	5.1	1.3	3.0	4.2	4.5
Kamu tüketimi (% YY)	6.5	1.7	7.8	2.0	4.7	6.1	6.5	4.6	3.2	1.5	1.0
Yatırım (%YY)	3.1	-6.2	-19.0	30.5	18.0	-2.7	4.4	-1.3	2.4	4.0	4.3
Sanayi üretimi (%YY)	6.9	-0.9	-10.4	12.4	9.6	2.4	3.5	3.5	4.0	4.6	4.8
Yıl sonu işsizlik oranı (%)	9.2	10.0	13.1	11.1	9.1	8.4	9.0	9.9	9.9	9.8	9.6
Nominal GSYH (TL milyar)	843	951	953	1,099	1,298	1,417	1,567	1,750	1,919	2,120	2,344
Nominal GSYH (EUR milyar)	474	501	442	552	559	615	610	604	680	823	791
Nominal GSYH (US\$ milyar)	649	742	617	732	774	786	820	798	714	761	807
Kişi başına GSYH (US\$)	9,240	10,438	8,559	10,022	10,466	10,504	10,696	10,268	9,133	9,639	10,120
Fiyatlar											
TÜFE (ortalama %YY)	8.8	10.4	6.3	8.6	6.5	8.9	7.5	8.9	7.2	6.5	6.2
TÜFE (yıl sonu %YY)	8.39	10.06	6.5	6.4	10.4	6.2	7.4	8.2	7.4	6.7	6.1
ÜFE (ortalama %YY) – 2003 öncesi TEFE	6.3	12.7	1.2	8.5	11.1	6.1	4.5	10.2	5.0	6.6	5.8
Kamu Dengesi (GSYH %)											
Konsolide bütçe dengesi	-1.6	-1.8	-5.5	-3.6	-1.4	-2.1	-1.2	-1.3	-1.8	-1.6	-1.2
Faiz dışı denge	4.1	3.5	0.1	0.8	1.9	1.3	2.0	1.6	1.1	1.2	1.4
Toplam kamu borcu	39.9	40.0	46.0	42.3	39.1	36.2	36.1	33.5	32.4	31.2	29.8
Dış Denge*											
İhracat (US\$ milyar)	115	141	110	121	143	163	163	171	172	184	199
İthalat (US\$ milyar)	162	194	134	177	233	229	244	235	225	246	267
Dış ticaret dengesi (US\$ milyar)	-47	-53	-25	-56	-89	-65	-80	-64	-53	-62	-68
Dış ticaret dengesi (GSYH %)	-7.2	-7.1	-4.0	-7.7	-11.5	-8.3	-9.8	-8.0	-7.5	-8.1	-8.4
Cari denge (US\$ milyar)	-38	-40	-12	-45	-75	-48	-65	-46	-35	-43	-49
Cari denge (GSYH %)	-5.8	-5.4	-2.0	-6.2	-9.7	-6.2	-7.9	-5.8	-4.9	-5.7	-6.0
Net doğrudan yatırım (US\$ milyar)	19.9	17.2	7.1	7.6	13.7	9.2	9.2	5.5	6.6	7.4	8.3
Net doğrudan yatırım (GSYH %)	3.1	2.3	1.2	1.0	1.8	1.2	1.1	0.7	0.9	1.0	1.0
Cari açık + net doğrudan yatırım (GSYH %)	-2.7	-3.1	-0.8	-5.2	-7.9	-5.0	-6.8	-5.1	-4.0	-4.7	-5.0
İhracat hacmi - miktar (%YY)	12	7	-8	11	6	16	-1	5	3	4	5
İthalat hacmi - miktar (%YY)	13	-1	-13	18	13	1	8	-1	2	4	6
Döviz rezervleri (altın hariç, US\$ milyar)	72	70	71	81	78	102	110	108	109	113	119
İthalatı karşılama oranı (ay)	5.3	4.3	6.3	5.5	4.0	5.3	5.4	5.5	5.8	5.5	5.4
Borç Göstergeleri											
Brüt dış borç stoku (US\$ milyar)	250	281	269	292	304	339	389	402	410	420	432
Brüt dış borç stoku (GSYH %)	39	38	44	40	39	43	47	50	57	55	54
Brüt dış borç stoku (İhracat %)	217	200	245	241	212	208	238	236	239	229	217
Toplam dış borç servisi (US\$ milyar)	49	54	59	56	51	53	55	49	42	52	56
Toplam dış borç servisi (GSYH %)	8	7	10	8	7	7	7	6	6	7	7
Toplam dış borç servisi (İhracat %)	42	38	54	46	36	32	34	29	25	28	28
Faiz ve Kurlar											
Merkez Bankası politika faizi (%) yılsonu	15.75	15.00	6.50	6.50	5.75	5.50	4.50	8.25	7.50	8.50	8.50
Geniş para arzı (%YY)	15.4	27.5	12.9	19.0	11.5	12.9	22.8	11.2	10.7	11.4	11.6
3 aylık TL faiz oranı (%) ortalama	17.3	17.6	10.2	7.4	8.5	8.7	6.9	10.1	10.2	10.0	9.9
USD/TL yıl sonu	1.16	1.51	1.51	1.55	1.91	1.78	2.13	2.32	2.70	2.85	2.95
USD/TL ortalama	1.30	1.29	1.55	1.50	1.67	1.79	1.93	2.19	2.69	2.79	2.90
EUR/TL yıl sonu	1.71	2.14	2.16	2.05	2.46	2.35	2.94	2.82	2.57	2.71	3.25
EUR/TL ortalama	1.78	1.90	2.15	1.99	2.32	2.30	2.57	2.90	2.82	2.58	2.96
EUR/USD yıl sonu	1.46	1.40	1.43	1.34	1.29	1.32	1.38	1.22	0.95	0.95	1.10
EUR/USD ortalama	1.37	1.47	1.39	1.33	1.39	1.29	1.33	1.32	1.05	0.93	1.02

ING Bank Ekonomik Araştırmalar Grubu

Muhammet Mercan Bař 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.