

## İçindekiler:

- 1 Özet Değerlendirme
- 2 İzlenecek Önemli Gelişmeler

### Türkiye Ekonomisi ve Piyasalar

- 2 Enflasyon
- 3 Sanayi Üretimi
- 4 Dış Ticaret
- 5 Merkezi Yönetim Bütçesi
- 6 Merkezi Yönetim Borç Stoku
- 6 Kamu Borç Stoku
- 7 Toplam Dış Borç Stoku
- 8 Piyasa Gelişmeleri

### Ekler

- 13 Hazine Finansmanı
- 14 Temel Ekonomik Tahminler

## 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](mailto:arastirma@ingbank.com.tr)

### **LÜTFEN ÖNEMLİ AÇIKLAMALAR İÇİN SON SAYFAYA BAKINIZ.**

Rapor Tarihi: 13 Aralık 2013

## Artan politik risk MB'yi reaksiyona zorluyor...

ABD'de başta işsizlik göstergeleri olmak üzere son dönemde açıklanan ekonomik verilerin güçlü bir toparlanmaya dair sinyaller vermesinin ardından Fed Aralık toplantısında tahvil alımlarını kısımaya yönelik ilk adımı atarak aylık miktarı 10 milyar dolar azaltımla 75 milyar dolara indirirken, gelecek toplantılarda bu eğilimin yavaş adımlarla süreceği ve alımların 2014'ün son çeyreğinde sona ereceği beklentilerini güçlendirdi. Euro Bölgesi'nde ise deflasyon ihtimaline karşı her türlü önlemi alacağına vurgu yapan AMB Başkanı büyümedeki toparlanma sürecinin güçlendiği ve mali göstergelerdeki iyileşmenin dikkat çektiği değerlendirmelerinden hareketle hemen bir faiz indirimine ihtiyaç olmadığını dikkat çekerken, Ocak toplantısının sonucu bu beklenti çerçevesinde gerçekleşti. Yurtiçinde ise 17 Aralık'tan bu yana güvenlik bürokrasisinde önemli görev değişiklikleri ile kabinede on yeni bakanın atanmasını da beraberinde getiren yolsuzluk iddialarına yönelik adli sürecin öne çıkardığı yükselen politik risk algısı bono piyasasında gösterge faizin çift basamaklı düzeylere yükselmesine, döviz piyasasında ise Dolar/TL'nin diğer gelişmekte olan para birimlerinden önemli ölçüde ayrışarak ciddi ölçüde değer kaybetmesine neden olurken, önümüzdeki dönemde seyrin nasıl olacağı ve gelişmelerin ekonomik performansa etkisinin ne boyutta gerçekleşeceğine dair sorular öne çıkmaya başladı. Bu şartlar altında politik belirsizliğin ne kadar süreceği, MB'nin olası reaksiyonu ve kullanabileceği politika araçları ile sermaye akımlarının etkilenme düzeyi ekonomik değişkenler üzerindeki etkinin düzeyini belirleyecektir. Söz konusu faktörlerden ilkiyle ilgili olarak, Mart sonunda yerel seçimlerin sonbahara doğru ise Cumhurbaşkanlığı seçimlerinin yapılacağı, erken genel seçimlerin bir ihtimal olarak telaffuz edilmeye başlandığı bir ortamda politik belirsizliğin bir süre daha gündemde kalabileceğini, ancak yerel seçimlerin ardından risk algısında kısmi bir iyileşmenin olabileceğini düşünüyoruz. Sermaye akımları tarafında, yabancı yatırımcıların iç borç stoku içerisindeki payı küresel dalgalanmaların da bir yansıması olarak Mayıs'tan bu yana 2 puanlık düşüşle %26.2'ye geldi. İç politik gelişmelerin risk iştahını olumsuz etkilediği, küresel likiditenin yönünün gelişmekte olan ülkelerden yavaş da olsa çıkış şeklinde olacağı düşünüldüğünde Türkiye'ye yönelik sermaye akımlarında oynaklığın süreceğini ancak çok sert hareketlerin gözlenmeyeceğini öngörüyoruz. Piyasalardaki seyrin etkileyebilecek üçüncü temel değişken olan MB'nin olası davranışlarına yönelik olarak ise, son vergi artışlarıyla enflasyon beklentilerindeki yukarı yönlü revizyonların öne çıktığı, kurdaki değer kaybının da enflasyon dinamiklerini olumsuz etkileyeceği bir ortamda beklentileri kontrol altına alma adına MB'nin koridorun üst bandında Ocak ve Şubat'ta 50 baz puanlık faiz artırımına gidebileceğini tahmin ediyoruz. Piyasalardaki son dalgalanmaların tüketici ve reel sektör güvenine olumsuz etkilerinin önümüzdeki dönemde daha net ortaya çıkacağı düşünüldüğünde 2014 yılı için büyümeye yönelik aşağı yönlü riskleri de dikkate alarak beklentimizi ilk etapta %3.8'den %3.6'ya, enflasyon beklentimizi ise önemli ölçüde yükselterek %7.5'e çekiyoruz. Ayrıca, döviz piyasasındaki baskının bir süre daha devam edeceğini; 2006, 2008-2009 ve 2011 dönemlerindeki dalgalanmalarda reel efektif döviz kurununun 100 seviyelerine kadar gerilediği hatırlandığında Dolar/TL'de 2.30'lara yakın seviyelerin olası olduğunu, ancak yılın ikinci yarısında kısmi bir değer kazancı gözlenebileceğini düşünüyoruz. Ek olarak, yükselen enflasyonun ve politik gelişmelerin bono piyasasında toparlanmayı erteleyeceğini, düşük büyüme ve yükselen faiz ortamında bankaların karlılık ve büyüme performanslarında 2013'le karşılaştırıldığında gerilemenin gözlenebileceğini, son olarak derecelendirme kuruluşlarının son açıklamalarının politik risk algısındaki değişiklikler ve olası yansımalarına bağlı olarak Türkiye'nin not görünümünde revizyonları da beraberinde getirebileceğini öngörüyoruz.

**Muhammet Mercan - Kıdemli Ekonomist**

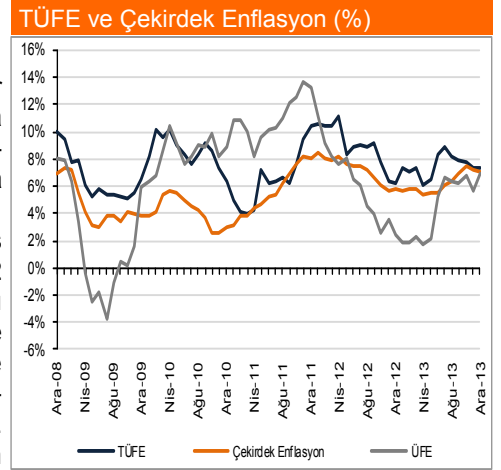
## Ocak ve Şubat ayında takip edilecek önemli gelişmeler:

- 14 Ocak: Kasım cari denge
- 15 Ocak: Ekim hane halkı işgücü istatistikleri
- 15 Ocak: Aralık Merkezi Yönetim bütçe gerçekleştirmeleri
- 21 Ocak: Ocak PPK toplantısı
- 27 Ocak: Ocak reel sektör güven endeksi, kapasite kullanım oranı
- 28 Ocak: Enflasyon Raporu
- 28 Ocak: Ocak tüketici güven endeksi
- 31 Aralık: Aralık dış ticaret dengesi
- 3 Şubat: Ocak TÜFE, ÜFE
- 10 Şubat: Aralık sanayi üretim endeksi

## EKONOMİK VERİLER

### Enflasyon:

Geçtiğimiz yılın son ayında TÜFE bir süredir dalgalı bir seyir izleyen gıda grubundaki yükseliş ve kur geçişkenliği nedeniyle yükselen ulaştırma fiyatlarının etkisiyle beklentilerin kısıtlı oranda üzerinde AA %0.46'lık bir artış kaydetti. Böylece Kasım'da %7.32 seviyesinde olan yılsonu enflasyonu 2013'ü %7.40'tan kapattı. ÜFE'de ise tahminimizin belirgin oranda üzerinde AA %1.11 artışın ardından yıllık rakam %6.97'ye geldi (Kasım:%5.67). Bu cephede aylık gerçekleşmeye en büyük katkı son aylarda olduğu gibi %0.59 puanla imalat grubundan gelirken, bu grubu %0.41 puan katkıyla tarım grubu takip etti.



Çekirdek Enflasyon (I) = Gıda-ıçecek, enerji, alkollü içki-tütün, altın hariç TÜFE

Kaynak: TÜİK

Ara-13	Aylık	YBY	Yıllık
<b>TÜFE</b>	<b>0.46%</b>	<b>7.40%</b>	<b>7.40%</b>
Gıda-Alkolsüz İçki	1.46%	9.67%	9.67%
Ulaştırma	1.10%	9.77%	9.77%
Konut	0.89%	4.84%	4.84%
Ev Eşyası	0.19%	5.95%	5.95%
Giyim ve Ayakkabı	-2.58%	4.87%	4.87%
Lokanta ve Oteller	0.81%	9.86%	9.86%
Alkollü İçecek-Tütün	-2.66%	10.52%	10.52%
Haberleşme	-0.13%	1.20%	1.20%
Sağlık	0.78%	4.85%	4.85%
Eğitim	0.01%	10.05%	10.05%
<b>ÜFE</b>	<b>1.11%</b>	<b>6.97%</b>	<b>6.97%</b>
Tarım	2.49%	7.58%	7.58%
Sanayi	0.84%	6.85%	6.85%
İmalat	0.82%	8.45%	8.45%
<b>Özel Kapsamlı TÜFE</b>			
(G)	0.00%	6.99%	6.99%
(H)	0.04%	7.11%	7.11%
(I)	-0.11%	7.08%	7.08%
<b>FX Sepeti *</b>	<b>6.47%</b>	<b>22.32%</b>	<b>22.32%</b>
<b>USD/TRY*</b>	<b>5.84%</b>	<b>19.73%</b>	<b>19.73%</b>
<b>EUR/TRY*</b>	<b>7.08%</b>	<b>24.87%</b>	<b>24.87%</b>

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

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

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

*Kur geçişkenliğinin çekirdek enflasyon üzerindeki etkisinin önümüzdeki dönemde tekrar yükselmesini bekliyoruz...*

*TL üzerinde devam eden baskının enflasyon üzerindeki etkisini kısıtlamak amacıyla MB'nin sıkı duruşunu güçlendirebileceğini düşünüyoruz.*

TÜFE'deki artışın detaylarına baktığımızda tahminimizdeki sapmayı açıklayan en temel kalemin dalgalı seyrini koruyan ve AA%1.46 artarak manşet enflasyonu %0.35 puan yukarı çeken gıda grubu olduğunu görüyoruz. Bu rakam %0.3'lük aylık artış öngörümüzün ve %0.57'lik son 10 yılın aralık ayı ortalamasının belirgin oranda üzerinde bulunuyor. Bununla birlikte aylık enflasyona katkı sağlayan diğer bir grup da benzin, mazot ve lpg fiyatlarındaki değişimlerden dolayı AA%1.1 artarak %0.19'luk geçmiş 10 yıl ortalamasının üzerinde gelen ve manşet enflasyonu %0.19 puan yukarı çeken ulaştırma grubu oldu. Aylık gerçekleşmede dikkat çeken son grup ise %0.15'lik aylık katkı ile konut grubu oldu. Öte yandan geçen 10 yıl ortalamalarının belirgin oranda altında aylık gerilemeyle %0.17 ve %0.13 puanlık negatif katkı yapan giyim ile alkollü içecekler grupları manşet enflasyondaki artışı sınırladı.

Çekirdek enflasyon cephesinde ise AA sadece %0.04 artan H ve AA %0.11 gerileyen I endeksleri Kasım ayında oluştuğu gibi on yıllık tarihsel ortalamalarının (%0.09, %0.03) kısmen altında hareket etti ve yıllık enflasyonu sırasıyla %7.11 ve %7.08'e indirdi. Böylece Haziran'dan bu yana TL'deki değer kaybına paralel olarak devam eden ve Kasım ayında tersine dönen yukarı yönlü hareket yeni eğilimini korusa da, son dönemdeki politik gerilimin etkisiyle TL üzerinde devam eden baskının çekirdek enflasyonu tekrar etkileyebileceğini düşünüyoruz.

MB'nin belirsizlik aralığının üzerinde gelen yılsonu enflasyon rakamı Banka'nın Hükümete açıklayıcı bir mektup yazmasını gerektiriyor. Öte yandan son ÖTV artışlarının yıllık enflasyona yaklaşık %1.1 puanlık bir katkı yapacağı hesaba katıldığında ve Dolar/TL'nin yurtiçi gelişmelere bağlı olarak yüksek seviyesini koruduğu durumda 2014 yılında MB'nin sıkı para politikasını dozunu arttırarak devam ettireceğini düşünüyoruz.

**Muammer Kömürçüoğlu, [muammer.komurcuoglu@ingbank.com.tr](mailto:muammer.komurcuoglu@ingbank.com.tr)**

**Sanayi Üretimi:**

*Takvim etkisinden arındırılmış sanayi üretimi Ekim'deki zayıf performansın ardından Kasım'da YY %4.7 ile beklentilerin üzerinde büyüdü...*

*Sermaye ve ara malı üretimi yıllık performansı yukarı çeken en önemli 2 grup oldu...*

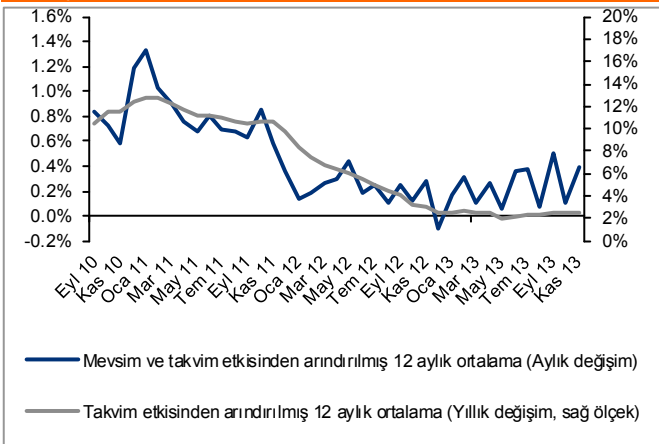
*Ekim ayında endeksteeki yıllık büyümeye negatif katkı yapan sektörlerin payı %12'ye geriledi...*

*Öncü göstergeler Aralık ayı sanayi üretiminde zayıflamaya işaret ediyor...*

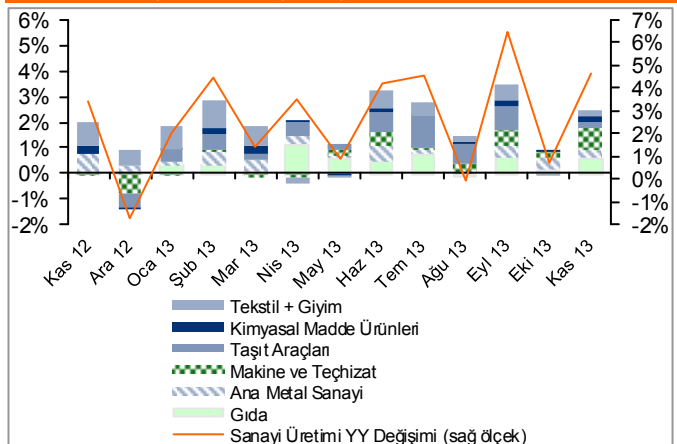
Ekim ayında beklentilerin altında YY 0.7'lik zayıf bir artış sonrasında sanayi üretimi Kasım'da %4.7'lik keskin bir büyümeyle %4'lük piyasa beklentisinin üzerinde ancak %4.8 tahminimize yakın gerçekleşti ve oynaklığın devam ettiğine işaret etti. Benzer şekilde, mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış endeks Ekim'deki daralma sonrasında tekrar artışa geçerek AA%2.9'luk belirgin bir büyüme sergiledi.

Geniş ekonomik sınıflamalara göre, yıllık büyümede en büyük katkısı %2 puanla sanayi üretiminde önemli bir ağırlığa sahip olan ve ekonomik performansın ana belirleyici unsurlarından olan ara malı üretimi yaptı. Bununla birlikte Ekim'deki sınırlı katkının ardından yatırım iştahının göstergesi sayılan sermaye malları üretimi Kasım'da toparlanarak %1.54 puan katkıyla ana endeksteeki değişimi yukarı çekti. Öte yandan, dayanıksız tüketim malları üretimi %0.80 puan katkı sağlasa da görünümün hala zayıf olduğunu gösteriyor. Benzer şekilde ana endekse kısıtlı katkı sağlayan dayanıklı tüketim malları grubu genel anlamda son çeyrekte tüketim cephesinde sınırlı bir büyümenin olabileceğini gösteriyor. Sonuç olarak, geniş ekonomik grupların sınıflandırmasına göre alt grupların tamamının 2012 ortasından bu yana ilk defa yıllık bazda artış göstermesi, özel sektör yatırımlarının artan katkısıyla 3. çeyrekte büyüme tarafındaki olumlu seyrin son çeyrekte kısmen ivme kaybetse de sürebileceğine işaret ediyor. Sektörel bazda bakıldığında ise yıllık bazda %4.7 büyüyen imalat sanayinin alt gruplarında, ihracata duyarlı olan makine ve ekipman, gıda ürünleri, otomotiv, tekstil ürünleri ve ana metal gruplarının sanayi üretimine yaptığı toplam katkının %2.3 puana ulaşması dış talepteki toparlanma işaretlerinin sürdüğünü ortaya koyuyor. Öte yandan, negatif katkı yapan grupların payının keskin düşüşle %12 seviyesine gelmesi Aralık ayındaki performansın genele yansıtıldığını gösteriyor.

Sonuç olarak, Ekim'deki zayıf performansın ardından Kasım'da görülen keskin yükseliş sanayi üretiminde 2013'te daha da öne çıkan dalgalı seyrin korunduğunu belirtiyor. Öte yandan kapasite kullanımındaki görece iyileşmeye rağmen, Aralık'ta PMI endeksinin 55'ten 53.5'e gerilemesi, reel sektör güven endeksinin aylık bazda %0.5 azalması ve tüketici güven endeksinin 75'e düşmesi sanayi üretiminde 2013'ün son ayında Kasım'a göre zayıflamaya neden olabilir. Ancak, politik risk algısındaki bozulmanın yarattığı dalgalanmaların tam yansımayaacağı dikkate alındığında 4. çeyrekte önceki üç aya göre kısmi ivme kaybına rağmen, büyümedeki gerilemenin sert olmayacağı söylenebilir.

**Sanayi Üretimi Endeksleri (%)**

Kaynak: TÜİK, İNG Bank

**Toplam Sanayide YY Büyümeye Katkıları (% puan)**

Kaynak: TÜİK, İNG

**Dış Ticaret:**

*Kasım dış ticaret açığı beklentilerin altında 7.2 milyar dolar geldi...*

*12 aylık kümülatif dış ticaret açığı 97 milyar dolar seviyesinde yatay seyretti...*

*Altın ticareti genel performanstaki olumsuz etkisini sürdürdü...*

*Altın hariç dış ticaret cephesindeki dengelenmenin önümüzdeki dönemde devam etmesini bekliyoruz...*

Kasım dış ticaret verilerine göre ithalat, enerji ithalatındaki YY daralmaya rağmen altındaki artış nedeniyle toplamda YY%2.2 büyüyerek 21.4 milyar dolar; ihracat ise kıymetli maden faslındaki sert düşüş sonucu YY%3.6'lık sınırlı bir büyüme ile 14.3 milyar dolar oldu. Böylece dış ticaret açığı 7.15 milyar dolar ile piyasa beklentisinin altına kalırken. 12 aylık birikimli dış ticaret açığı 97.0 milyar dolarla hemen hemen sabit kaldı. Ekim'deki gelişmelerin bir devamı şeklinde YY%62 gerileyen kıymetli maden (altın) ihracatı yanında YY%116 artan altın ithalatı nedeniyle kıymetli maden ticaretinde büyüyen dengesizliğe rağmen, diğer ithalat kalemlerindeki kontrollü seyrin ve ihracattaki güçlü performansın Kasım dış ticaret dengesinde belirleyici olduğunu gösteriyor. Son olarak mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış verilere göre Kasım'da ihracat Mayıs'tan bu yana en yüksek AA artışı kaydederken (%4.0), ithalat AA %0.9 daraldı.

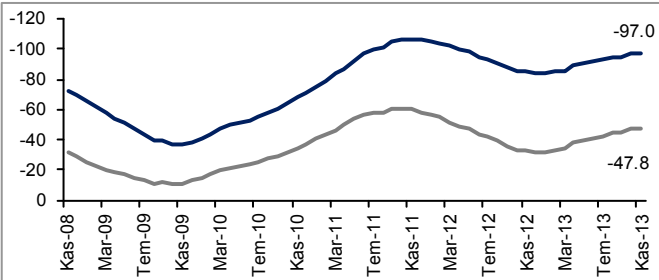
Geniş ekonomik gruplar sınıflamasına göre bakıldığında Kasım'da yatırım malları ve ara mallar gruplarının ithalat büyümesine katkıları bir önceki aya belirgin ölçüde gerilerken, tüketim malları YY 9.8'lik artışla toplam ithalatı %1.2 puan büyüttü ve 2013'ün tamamında ithalat genişlemesine yaptığı pozitif katkısını sürdürdü. En çok ihracat yapılan 20 fasla göre kıymetli metal grubundaki belirgin gerileme (%-5.4 puan katkı) ihracattaki yıllık performansı olumsuz etkilemeye devam etti. Aslında, bu kalem hariç bakıldığında ihracatın YY %9.9 büyüdüğü görülüyor. Benzer şekilde ithalat cephesinde de kıymetli maden ithalatındaki keskin artış toplam rakamı %2.6 puan aşağıya çeken enerji ithalatının olumsuz etkisini telafi etti. İthalatta öne çıkan diğer bir fasıl ise %1.3 puan katkıyla otomotiv grubu oldu. Ülke gruplarına göre ihracatta ise, ekonomide hala kırılğan da olsa devam eden toparlanmanın talebe olumlu etkisiyle AB ülkelerinin toplam içindeki payı Kasım'da da artmaya devam etti (%40'tan %44'e). Öte yandan, Orta Doğu ve K. Afrika ülkelerinin paylarındaki yıllık gerileme etkisini korudu (YY %1.7 puan).

Sonuç olarak, 12 aylık birikimli açıktaki aylık bazda önemli bir değişiklik görülmezken altın ticareti hariç bakıldığında %1.5 daralması bu grubun dış ticaret üzerindeki olumsuz etkisinin sürdüğünü gösteriyor. Ancak İran ile Batılı ülkeler arasında yapılan anlaşmanın Türkiye'nin dış ticaretine de olumlu yansıtılabileceğini düşünüyoruz. Önümüzdeki dönemde kıymetli metal faslı hariç dış ticaretteki dengelenmenin süreceği görüşümüzü koruyoruz.

**Dış Ticaret Özet Tablo**

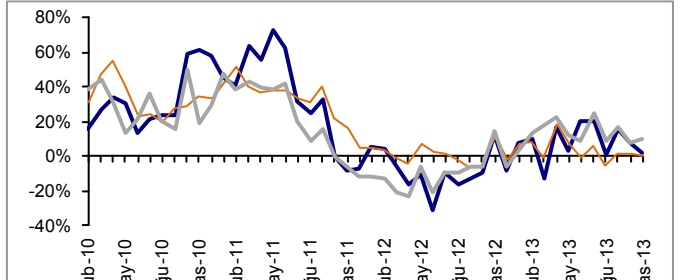
Milyar dolar	Oca-Ksm 12		Oca-Ksm 13		Değişim (YY%)
	Değer	Pay	Değer	Pay	
<b>İHRACAT</b>	<b>139.9</b>	<b>100.0</b>	<b>138.7</b>	<b>100.0</b>	-0.8%
<b>İTHALAT</b>	<b>216.7</b>	<b>100.0</b>	<b>228.5</b>	<b>100.0</b>	5.4%
Sermaye (Yatırım Malları)	30.6	14.1	33.0	14.4	7.8%
Ara (Ham madde) Malları	160.9	74.3	167.3	73.2	4.0%
Tüketim Malları	24.3	11.2	27.6	12.1	13.5%
Diğerleri	0.9	0.4	0.6	0.3	-32.2%
<b>İTHALAT</b>	<b>Oca-Ksm 12</b>	<b>2012</b>	<b>Oca-Ksm 13</b>	<b>YY puan</b>	
AB Ülkeleri (27)	36.9%	37.0%	36.6%	-0.3%	
Kuzey Afrika Ülkeleri	1.4%	1.4%	1.4%	0.0%	
Yakın ve Orta Doğu Ülke.	9.2%	9.1%	8.9%	-0.3%	
MENA Toplam	10.6%	10.4%	10.4%	-0.2%	
<b>İHRACAT</b>	<b>Oca-Ksm 12</b>	<b>2012</b>	<b>Oca-Ksm 13</b>	<b>YY puan</b>	
AB Ülkeleri (27)	38.9%	38.8%	41.7%	2.7%	
Kuzey Afrika Ülkeleri	9.3%	6.2%	6.6%	-2.7%	
Yakın ve Orta Doğu Ülke.	1.4%	27.8%	23.4%	22.0%	
MENA Toplam	10.7%	34.0%	29.9%	19.2%	

Kaynak : TÜİK

**Dış Ticaret Dengesi**

\*Dış ticaret dengesinden net mineral yakıt ve yağ ihracatı çıkarılarak bulunmuştur

Kaynak: TÜİK

**Mallara Göre İthalat**

Kaynak: TÜİK

**Merkezi Yönetim Bütçesi:**

*Merkezi yönetim bütçesi Kasım'da 5.4 milyar TL fazla verdi...*

*Gelir cephesinde görülen iyileşme önceki aylarda olduğu gibi aylık performansta etkili oldu...*

Merkezi yönetim bütçesi Kasım ayında geçen yılın aynı dönemindeki 5.4 milyar dolarlık fazlaya kıyasla iyileşme göstererek 6.4 milyar TL fazla verdi. Bu performansta gelirlerin yıllık bazda %11 artması ve faiz harcamalarının belirgin oranda daralması etkili oldu. Ancak, faiz dışı harcamaların yıllık bazda %17.4'lük keskin bir artış göstermesiyle faiz dışı fazlada 8.9 milyar TL'den 8.2 milyar TL'ye sınırlı bir gerileme görüldü. Öte yandan, yıl başından bu yana birikimli bütçe dengesinde geçen yılın aynı dönemindeki 13.3 milyar TL'lik açığın bu yıl sadece 1.3 milyar TL olması ve faiz dışı fazlanın YY%40 artması güçlü performansın devam ettiğini gösteriyor.

Gelir cephesindeki Ekim performansında önceki aylarda olduğu gibi vergi gelirlerinin %11 puanlık katkıyla temel belirleyici olduğu görülüyor. Vergi gelirlerinin detaylarına bakıldığında ise iyileşmenin ÖTV ve ithalat üzerinden alınan KDV'den kaynaklandığı anlaşılıyor (yıllık artışın %59'u). Bu da ekonomik büyümenin geçen yılın aynı dönemine kıyasla daha iyi durumda olduğuna işaret ediyor. Son olarak, %2.2 puanla gelir vergisinin katkısının Ekim ayına göre görece azalsa da devam ettiği dikkat çekiyor.

Giderler tarafında ise faiz dışı harcamaların Kasım'da yıllık bazda %17.4 arttığı ve bu artışın Ekim ayında olduğu gibi cari transferler kaleminden (sosyal güvenlik kurumlarına transfer) kaynaklandığı görülüyor. Öte yandan, Hazine iç borç ödemelerinin aylara göre farklı dağılım göstermesi nedeniyle faiz harcamalarında yıllık bazda %49 oranında belirgin bir gerileme oldu. Hazine'nin borç servisi tahminlerine göre Aralık'ta faiz ödemelerinde ılımlı bir seyir bekleniyor.

*Yıl başından bu yana gerçekleşme bütçe cephesindeki olumlu performansın sürdüğünü gösteriyor...*

Sonuç olarak bütçe cephesinde yıl sonuna doğru yaklaşılırken yılbaşından bu yana gerçekleşme Aralık ayında mevsimsellik nedeniyle muhtemelen büyük bir bütçe açığı olsa bile OVP'deki revize tahminlere ulaşılmada bir sorun olmayacağı gösteriyor (19.4 milyar TL bütçe açığı ve 31.1 milyar TL faiz dışı fazla).

MERKEZİ BÜTÇE GERÇEKLEŞMESİ								
TL milyon	2012		2013		YY Değişim		Gerçekleşme Oranı	
	Kas	Oca-Kas	Kas	Oca-Kas	Kas	Oca-Kas	Oca-Kas 12	Oca-Kas 13
<b>HARCAMALAR</b>	<b>27,943</b>	<b>317,733</b>	<b>30,496</b>	<b>358,224</b>	<b>9.1%</b>	<b>12.7%</b>	<b>87.8%</b>	<b>88.7%</b>
<b>1-Faiz Hariç Harcama</b>	<b>24,478</b>	<b>271,012</b>	<b>28,738</b>	<b>310,219</b>	<b>17.4%</b>	<b>14.5%</b>	<b>86.5%</b>	<b>88.4%</b>
Personel Giderleri	7,423	80,900	8,206	89,963	10.5%	11.2%	93.6%	92.5%
Sosyal Gv. Kur. Devlet Primi	1,215	13,339	1,362	14,769	12.1%	10.7%	90.6%	88.0%
Mal ve Hizmet Alımları	3,021	26,001	3,581	27,894	18.5%	7.3%	79.0%	83.4%
Cari Transferler	9,084	116,305	11,165	134,134	22.9%	15.3%	89.8%	88.7%
Sosyal Güvenlik	3,444	3,124	4,959	8,631	44.0%	176.2%	4.9%	11.8%
Sermaye Giderleri	2,797	22,987	3,103	29,980	10.9%	30.4%	66.9%	89.5%
Sermaye Transferleri	363	3,312	727	5,614	100.3%	69.5%	55.1%	110.0%
Borç Verme	575	8,168	594	7,866	3.4%	-3.7%	85.6%	70.8%
<b>2-Faiz Harcamaları</b>	<b>3,465</b>	<b>46,721</b>	<b>1,758</b>	<b>48,005</b>	<b>-49.3%</b>	<b>2.7%</b>	<b>96.5%</b>	<b>90.6%</b>
<b>GELİRLER</b>	<b>33,362</b>	<b>304,399</b>	<b>36,918</b>	<b>356,983</b>	<b>10.7%</b>	<b>17.3%</b>	<b>91.6%</b>	<b>96.5%</b>
<b>Genel Bütçe Gelirleri</b>	<b>32,578</b>	<b>294,155</b>	<b>35,882</b>	<b>345,589</b>	<b>10.1%</b>	<b>17.5%</b>	<b>91.8%</b>	<b>95.7%</b>
Vergi Gelirleri	29,502	255,678	33,094	299,378	12.2%	17.1%	91.7%	94.2%
Teşebbüs ve Mülkiyet Gelirleri	563	13,435	554	12,853	-1.6%	-4.3%	96.1%	140.9%
Alınan Bağış ve Yardımlar ile Özel	81	1,540	138	1,669	70.1%	8.3%	93.2%	81.6%
Faizler, Paylar ve Cezalar	2,403	20,153	1,866	21,605	-22.4%	7.2%	88.7%	96.3%
Sermaye Gelirleri	20	2,025	226	9,897	1029.6%	388.7%	98.6%	106.6%
Alacaklardan Tahsilat	9	1,324	4	188	-52.0%	-85.8%	97.7%	65.7%
<b>Özel Bütçeli İdare Öz Gelir</b>	<b>661</b>	<b>8,011</b>	<b>891</b>	<b>8,925</b>	<b>34.7%</b>	<b>11.4%</b>	<b>83.3%</b>	<b>134.9%</b>
Düzen. Denet. Kur. Gelirleri	123	2,233	145	2,468	18.1%	10.5%	96.3%	105.4%
<b>BÜTÇE DENGESİ</b>	<b>5,419</b>	<b>-13,335</b>	<b>6,423</b>	<b>-1,241</b>	<b>18.5%</b>	<b>-90.7%</b>	<b>45.3%</b>	<b>3.7%</b>
<b>FAİZ DIŞI DENGİ</b>	<b>8,884</b>	<b>33,386</b>	<b>8,180</b>	<b>46,763</b>	<b>-7.9%</b>	<b>40.1%</b>	<b>175.7%</b>	<b>245.5%</b>

Kaynak Maliye Bakanlığı

**Muammer Kömürcüoğlu, [muammer.komurcuoglu@ingbank.com.tr](mailto:muammer.komurcuoglu@ingbank.com.tr)**

**Merkezi Yönetim Borç Stoku:**

Ekim'de merkezi yönetim borç stoku %0.5'lik aylık artışla 577.8 milyar TL'ye ulaştı...

Yurt dışı yerleşiklerin ellerinde bulundukları tahvillerin toplam iç borç içerisindeki payı Kasım'da da gerilemeye devam etti...

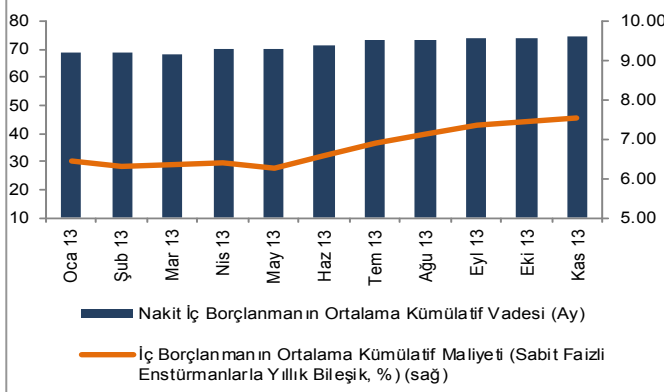
Ekim ayında sınırlı oranda gerileyen Merkezi Yönetim borç stoku Kasım ayında ise AA %0.5 artarak 577.8 milyar TL oldu. Kasım'da toplam borcun %70.2'sini oluşturan iç borç ise aylık bazda %0.4 daraldı. Öte yandan, Dolar cinsinden dış borç stokundaki aylık bazda %1.4'lik artışa karşın kurdaki yükselişin etkisiyle TL cinsi dış borç stokunda %2.6'lık bir artış oldu. Ek olarak, uluslararası tahvillerin dış borç içerisindeki payı Kasım'da aylık bazda yükselerek %65.1'e ulaştı. Toplam borç stokunun faiz yapısına göre dağılımında ise sabit faizli enstrümanların toplam içerisindeki payının %61.8'e yükseldiği gözlemlendi. 2012 sonu itibarıyla %23.2 seviyesinde bulunan yurtdışı yerleşiklerin iç borç stoku içindeki payı uluslararası piyasalardaki oynaklık nedeniyle yaşanan sermaye çıkışlarının yansımaları sonucu gerilemeye devam ederek Kasım'da %22.2 oldu.

Yılbaşından beri her ay düzenli olarak ihraç edilen beş ve on yıllık tahvillerle birlikte 2012'ye göre önemli bir yükseliş eğilimi gösteren iç borçlanmanın ortalama vadesi ise Kasım'da bu eğilimini koruyarak 74.5 ay oldu (2012: 74.3 ay). İç borçlanmanın ortalama faizi ise yükselişini sürdürerek birikimli olarak %7.56'ya yükseldi. Son olarak, Kasım sonu itibarıyla iç borç stokunun vadeye kalan gün sayısı 46.3 aya, toplam stokun süresi ise 65.7 aya geldi.

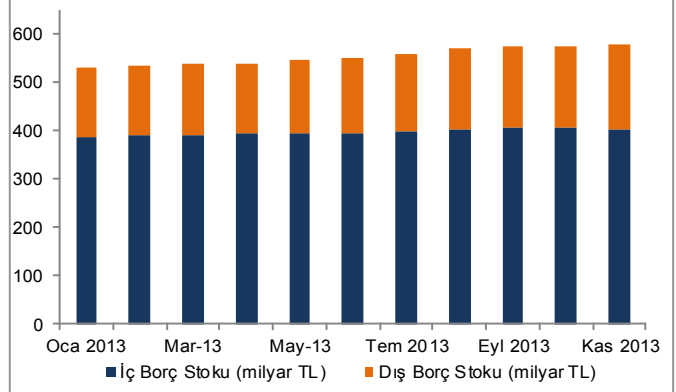
**İç Borç Stoku Alıcı Dağılımı**

	İç Borç Stoku Alıcı Dağılımı		
	2011	2012	Kas-13
<b>Bankacılık Kesimi</b>	<b>56.7</b>	<b>50.5</b>	<b>49.2</b>
Kamu bankaları	24.0	20.3	20.3
Özel bankalar	25.9	23.9	22.4
Yabancı bankalar	5.7	5.1	5.6
Kalk. Yat. Bankaları	1.1	1.2	1.0
<b>Banka dışı kesim</b>	<b>24.1</b>	<b>24.4</b>	<b>26.3</b>
Gerçek kişiler	1.6	0.7	0.7
Tüzel Kişiler	18.8	19.8	20.8
MKYF	3.8	3.9	4.8
<b>Yurtdışı yerleşikler</b>	<b>17.3</b>	<b>23.2</b>	<b>22.2</b>
<b>TCMB</b>	<b>2.0</b>	<b>1.9</b>	<b>2.3</b>
<b>TOPLAM</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

**İç Borçlanma Vade ve Faizi**

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

**Toplam Borç Stoku Dağılımı**

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

**Muammer Kömürcüoğlu, [muammer.komurcuoglu@ingbank.com.tr](mailto:muammer.komurcuoglu@ingbank.com.tr)**

**Kamu Borç Stoku:**

Net kamu borcu 2013 yılının üçüncü çeyreğinde 2012 sonuna göre %17.7 gerileyerek TL 198.0 milyar oldu. Brüt borç stokundaki artışa rağmen rezerv arttırıcı önlemlerle geçen yıl sonuna göre %34.0'lük keskin bir büyüme gösteren TCMB net varlıkları ve aynı dönemde %25.7 artan kamu net varlıkları net borç stokunun azalmasını sağladı. Öte yandan, yıl başından bu yana %10.4'lük bir büyüme kaydeden işsizlik sigortası fonu varlıkları da net borç stokundaki gerilemeye katkı sağladı. Böylece 2013 yılı üçüncü çeyreği itibarıyla net kamu borcunu GSYH'ye oranı 2012 yılındaki %17'den %13'e geldi.

*AB tanımlı kamu borcu-GSYH oranı 2013'ün üçüncü çeyreğinde %36.4 oldu...*

Ek olarak, uluslararası karşılaştırma açısından önemli bir gösterge olan AB tanımlı kamu borç stokunun milli gelire oranı %36.4 ile hem önceki çeyreğe hem de geçen yıl sonunu değerine kıyasla artış kaydetti. (2012:%36.2, 2Ç2013: %35.9)

	TL Milyar			GSYH Oran	
	2012	3Ç13	YbY Değişim	2012	3Ç13
<b>AB Tanımlı Borç Stoku</b>	512.2	552.7	7.9%	36.2%	36.4%
<b>Kamu Net Toplam Borç Stoku</b>	240.6	198.0	-17.7%	17.0%	13.0%

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

\*2013 üçüncü çeyrek itibariyle dört çeyreklik kümülatif GSYH kullanılmıştır.

### **Toplam Dış Borç Stoku:**

*Brüt dış borcun GSYH'e oranı bu yılın üçüncü çeyreği itibariyle %45.3'e yükseldi...*

Türkiye'nin brüt dış borç stoku 2013 yılı üçüncü çeyreği itibariyle 2012 yılı sonuna göre %10 artarak 372.7 milyar dolara ulaşırken, brüt borç stokunun son dört çeyreklik toplam GSYH'ye oranı %45.3'e yükseldi. Bu oran 2012 yılı sonunda %43.1 seviyesindeydi. İlk üç çeyrekte toplam dış borç stokundaki artışın %82'si özel sektör borçlarından kaynaklandı. Yılbaşından bu yana borcunu 27.6 milyar dolar büyüten özel sektördeki bu eğilim genel olarak kısa vadeli borçlardan kaynaklandı (toplam artışın %69'u).

*İlk üç çeyrekte dış borç stokundaki artış kısa vadeli ve özel sektör kaynaklı...*

2012 sonu itibariyle %29.8 seviyesinde olan kısa vadeli borcun toplam içerisindeki payı bu yılın üçüncü çeyreği itibariyle belirgin bir yükselişe %33.6'ya geldi. Türkiye brüt dış borç stokunun borçlulara göre dağılımında %68.5 ile en büyük paya sahip özel sektörü ise %30.0 ile kamu takip etti. Son olarak üçüncü çeyrekte yurtdışına yapılan tahvil ihraçlarına bakıldığında, özel sektörün yurt dışına ihraçlarındaki artışın devam ettiği ve yurt dışındaki tahvil stokunun 2012 sonundaki seviyesine kıyasla %55.7 artarak 18.4 milyara çıktığı gözlemlendi. Böylece uluslararası tahvil stoku içerisinde özel sektör tahvillerinin payı 2013 yılının üçüncü çeyreği itibariyle %24.9'a ulaştı.

Öte yandan aynı dönemde kamunun dış tahvil stoku %4'lük artış kaydederken, kamu ve özel sektörün yurtdışı piyasalarda ihraç edilmiş toplam tahvil stoku 2013 yılı üçüncü çeyreği itibariyle yılbaşından bu yana %13.6 artarak 73.9 milyar dolara erişti.

	(milyar USD)			GSYH Oran	
	2012	3Ç13	YbY Değişim	2012	3Ç13
<b>Türkiye Brüt Dış Borç Stoku</b>	<b>338.8</b>	<b>372.7</b>	<b>10.0%</b>	<b>43.1%</b>	<b>45.3%</b>
Kamu	104.0	111.7	7.4%	13.2%	13.6%
Kısa vade	11.0	16.6	50.4%	1.4%	2.0%
Uzun Vade	93.0	95.1	2.3%	11.8%	11.6%
TCMB	7.1	5.6	-20.3%	0.9%	0.7%
Özel Sektör	227.6	0.3	-99.9%	29.0%	0.0%
Kısa Vade	88.5	107.6	21.6%	11.3%	13.1%
Uzun Vade	139.1	147.6	6.1%	17.7%	17.9%
<b>Türkiye Net Dış Borç Stoku</b>	<b>190.2</b>	<b>214.4</b>	<b>12.7%</b>	<b>24.2%</b>	<b>26.0%</b>

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

	Aralık sonu değeri	Aylık %	Yılbaşından %
BIST	67801.73	-10.49	-13.31
DOW JONES	16576.66	3.05	26.50
S&P 500	1848.36	2.36	29.60
NIKKEI	16291.31	4.02	56.72
DAX	9552.16	1.56	25.49
SHANGAI	2115.98	-4.71	-6.75
BOVESPA	51507.16	-1.86	-15.50

Kaynak: Reuters

*Fed Aralık toplantısında niceliksel genişlemede beklenen yavaşlatmayı başlattı...*

*AMB beklendiği üzere politika faizini değiştirmede....*

*Japonya açıklanan veriler ekonomik büyüde toparlanmaya işaret ediyor...*

*Son PMI verisi Çin'de büyümenin devam ettiğine işaret etti...*

### **Piyasalardaki Gelişmeler:**

18 Aralıktaki faiz kararı toplantısında Fed, uzun süredir beklenen ve piyasalarda ciddi oynaklığa neden olan niceliksel genişlemenin seyrine yönelik belirsizliği sona erdirdi ve 85 milyar dolarlık varlık tahvil alım programında Ocak ayı itibarıyla başlamak üzere 10 milyar dolarlık bir kesintiye gitti. Toplantı öncesindeki dönemde açıklanan olumlu verilerle olası bir değişikliğin gerçekleşebileceği yönünde büyük ölçüde hazır olan piyasalarda 10 milyar dolarlık azaltma beklentilerin üzerinde olsa da büyük ölçüde olumlu karşılanırken, Fed'in istihdam ve ekonomik aktivitede görülen iyileşmenin ABD ekonomisinde devam eden güçlenmeyi desteklediğini belirtmesi mevcut programda başlayan kısıtlanmanın halihazırdaki toparlanma eğilimini sınırlandırmayacağı şeklinde algılandı. Ayrıca, alınan kararın bir kısıtlama olduğu ancak sıkılaştırma olmadığı tekrarlanırken, faiz oranlarının uzun süre boyunca mevcut düşük seviyesinde tutulacağı görüşü de yinelendi. Takip eden dönemde Noel tatili dönemine girilmesiyle piyasalarda büyük hareketlenmeler görülmezken, ABD ekonomisinde açıklanan verilerinin genelini beklentilerin üzerinde gelmeye devam etmesi ekonomideki toparlanmanın sürdüğü ve varlık alım programındaki azaltmaya gitmenin bu süreçte olumsuz etki yaratmayacağı yönündeki görüşleri destekledi. Son olarak, kısa süre önce açıklanan Aralık ayı faiz kararı toplantı tutanaklarında üyelerin çoğunluğunun alım programının sınırlandırılması konusunda ihtiyatlı bir tutumu benimsemesi gerektiğini ve önümüzdeki dönemde olası azaltmalarda önceden belirlenmiş bir miktarın olmaması gerektiğini belirtmesi yeni yılda da açıklanacak olan verilere bağlı duyarlılığın süreceğini ortaya koyuyor.

Euro Bölgesi'nde ise geçtiğimiz yılın sonunda doğru Başkan Draghi'nin bir röportajında krizin henüz sona ermediğini ancak mali cephede iyileşme ve daha olumlu bir büyüme görünümü gibi birçok olumlu sinyalin alındığını dolayısıyla mevcut durumda politika faizlerinde daha fazla indirmeye gidilmesine ihtiyaç duyulmadığını belirtmesi olumlu hava yarattı. Öte yandan, öngörülenin altında gelen Aralık ayı enflasyon verisi Avrupa'da deflasyon riskinin özellikle çevre ülkelerde henüz sona ermediğini gösterdi. Aralık bileşik PMI endeksinin 52.1'e çıkması ise Kasım perakende verisinin beklenenden daha güçlü gelmesi ve aynı döneme ait işsizlik rakamının %12.1'de yatay seyretmesi ekonomideki toparlanmanın yeni bir faiz indirimi gereksiz kıldığı yönündeki görüşleri güçlendirdi. Nitekim 9 Ocaktaki toplantısında önceden sinyali verildiği üzere Avrupa Merkez Bankası (AMB) politika faizinde bir değişikliğe gitmezken, Başkan Draghi ekonomiye gereken desteğin verileceği konusundaki görüşünü yineledi.

Benzer şekilde, İngiltere Merkez Bankası da politika faizini beklendiği gibi %0.5'te, varlık alım programının büyüklüğünü ise 375 milyar sterlinde bıraktı. Öte yandan, ekonomik büyümenin olumlu seyrettiği, konut fiyatlarının yükselmeye devam ettiği ve işsizlik oranının öngörülenden daha hızlı gerilediği ülkelerde gözler konut piyasasına yönelik alınacak makro-ihiyati tedbirlere çevrildi.

Asya tarafında ise Başbakan Abe'nin görevde olduğu bir yıldan bu yana, ülkede ihracat artış eğilimine geri döndü. Son açıklanan Tankan anketi ekonomide görülen toparlanmanın beklenenden daha hızlı olduğuna işaret etti. Bununla birlikte, yıllık enflasyonun Kasım'da son 5 yılın en yüksek seviyesine çıkması ekonomiyi desteklemek adına alınan önlemlerin etkili olmaya başladığı yorumlarını destekledi.

Son olarak geçen yıl geniş bir reform paketi açıklayan Çin'de Aralık ayında merkez bankasının gölge bankacılığı kontrol altına almak amacıyla piyasaya verdiği likiditeyi kısmasıyla kısa vadeli faiz oranlarında keskin bir yükseliş kaydedildi. Bu politikanın geçen yıl Haziran ayına benzer bir kredi krizi yaratmasından korkulurken, takip eden dönemde likiditenin sağlanmasıyla endişeler sona erdi. Öte yandan Aralık ayı imalat PMI verisi Aralık ayında Kasım'daki 50.8 seviyesinden 50.5'e gerilese de endeksin son beş aydır 50 seviyesinin üzerinde seyretmesi Ağustos ayından bu yana ekonomik toparlanmanın devam ettiğini gösteriyor.



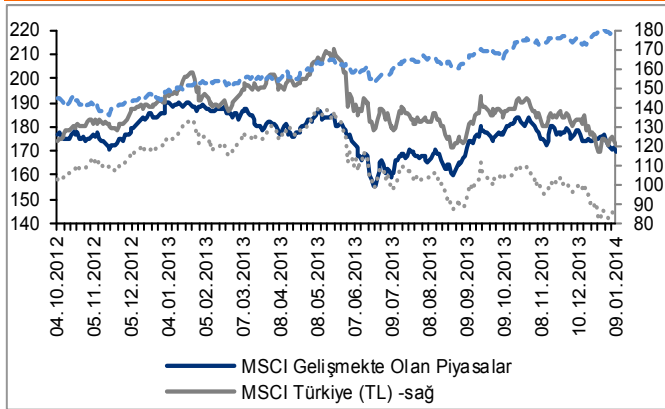
*Fed'in niceliksel genişletmede yavaşlatma kararını almasına rağmen Euro güçlü duruşunu sürdürüyor...*

*Artan siyasi gerilim Türkiye'nin gelişmekte olan ülkelerden ayrışmasına neden oldu...*

Fed kararı sonrasında genel olarak Dolar karşısında değer kaybetmesi beklenen Euro, Başkan Draghi'nin faiz oranlarında bir azaltmaya ihtiyaç olmadığına yönelik açıklamasının da katkısıyla Aralık'ta kısmen değer kazandı. 2014 yılına gerilemeye başlayan Euro/Dolar paritesi takip eden dönemde dar bantta dalgalı bir seyir izlese de, Euro'nun genel anlamda güçlü konumunu koruduğu söylenebilir. Ancak, tahvil alım programında kısıtlamanın devam etmesi beklenen 2014 yılında Doların güçlü bir yükseliş eğilimine girebileceğini düşünüyoruz.

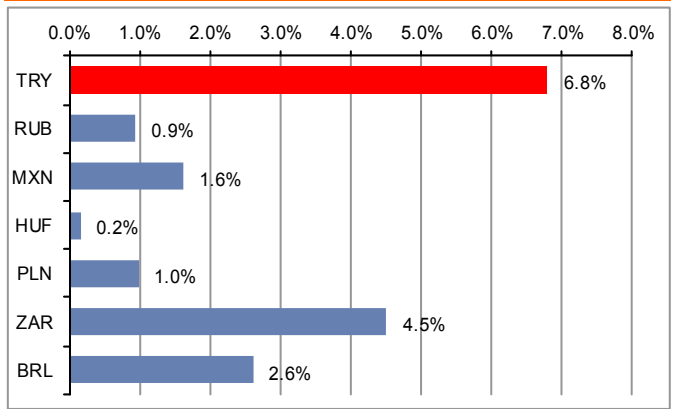
MSCI Gelişmekte Olan Piyasalar Endeksi 18 Aralık'taki Fed toplantısından sonra niceliksel genişlemenin seyrine yönelik belirsizliğin sona ermesiyle yıl sonuna kadar yükseliş eğiliminde oldu ve bu dönemde %1 değer kazandı. MSCI Türkiye endeksi ise 17 Aralık'ta başlayan adli süreç ve takip eden dönemde artan politik gerilim nedeniyle Gelişmekte Olan Ülkeler'den olumsuz yönde ayrılarak bahsedilen dönemde %4.7 değer kaybetti. Öte yandan kurdaki keskin yükselişin etkisiyle dolar cinsi endekste görülen gerileme %9.2 ile daha keskin oldu. Yıl başından bu yana gelişmeye baktığımızda ise %2.4 değer kaybeden MSCI Türkiye endeksinin aynı dönemde %2.9 düşen gelişmekte olan piyasalar endeksinde benzer hareket ettiğini ve kayıplarını sürdürdüğünü görüyoruz. MSCI Dünya endeksinde ise geçen yılın sonuna kadar olan dönemde görülen yükselişin daha belirgin olduğu, yılbaşından bu yana kaydedilen gerilemenin ise sınırlı kaldığı anlaşılıyor.

MSCI Endeksleri, 2008=100



Kaynak: Reuters

USD Değişimi, 13 Aralık - 9 Ocak



Kaynak: Reuters

*MB'nin parasal sıkılaştırmanın dozunu daha da arttırmasıyla ortalama fonlama maliyeti yükselişini sürdürdü...*

Geçen yılın son PPK toplantısında faiz oranlarında bir değişikliğe gitmeyen MB, Kasım ayındaki önlemlerine ek olarak %4.5'ten sağladığı haftalık fonlama imkanının miktarını azaltırken, piyasa yapıcısı bankaların %6.75'ten kullandığı borçlanmayı da 23 milyar TL'den 6.5 milyar TL'ye indirerek para politikasında devam eden sıkılaştırma sürecini daha da kuvvetlendirmiş oldu. Ayrıca, Kasım'da %4.5 olan haftalık repo faizinin artık politika faizi olmadığını belirten MB, %7.75 düzeyine yakın tutacağını söylediği bankalar arası repo piyasası faizinin yanında, ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti adına bir alt sınır vererek öngörülebilirliği de arttırmış oldu. Öte yandan 2014 yılına ait Para ve Kur Politikası raporunda MB TL üzerindeki baskının ve piyasalardaki oynaklığın devam edeceği varsayımıyla "öngörülebilirlik" politikasını daha güçlü bir şekilde uygulama yaklaşımının korunacağını vurguladı. MB'nin parasal sıkılaştırmanın dozunu arttırmasıyla Kasım ortalamasında %6.51 olan ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti, Aralık ayında %6.84'e, Ocak ayının ilk 9 gününde ise %7.13'e ulaştı.

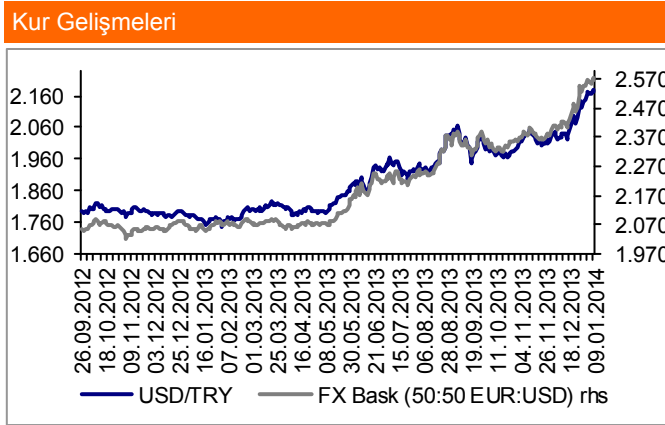
Döviz piyasasına yönelik oynaklığın azaltılmasını da amaçlayan MB, 24 Aralık'tan Ocak sonuna kadar toplamında 6 milyar dolara yakın döviz satışının yapılacağını açıkladı. Özellikle Aralık sonunda yoğunlaşan döviz satışlarının da etkisiyle (Aralık'tan bu yana toplamında: 5.3 milyar dolar) Kasım sonunda 114.3 milyar dolar düzeyinde olan MB döviz rezervleri 8 Ocak itibarıyla 110 milyar dolara geriledi. Bankaların rezerv opsiyon kullanımlarındaki değişim ve ihracat reeskont kredilerinin katkısı ise rezervlerde görülen bu düşüşü bir miktar sınırladı.

*Yurtiçindeki gelişmelerin yansımasıyla TL üzerindeki baskı devam ediyor...*

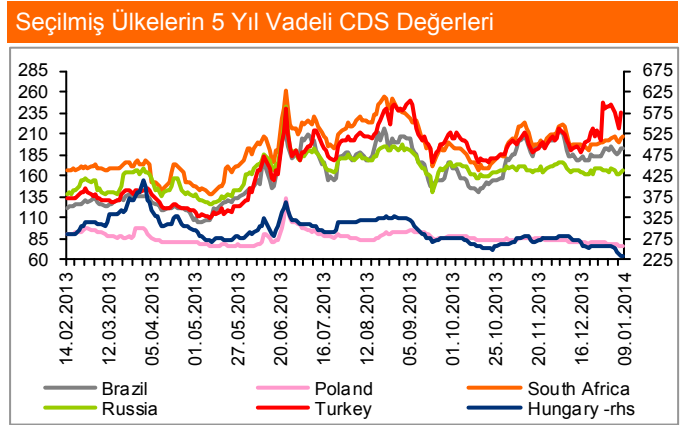
*Önümüzdeki günlerde CDS primlerindeki volatilitenin süreceğini düşünüyoruz...*

17 Aralıkta başlayan politik gerilimin yurtiçi piyasalara yansımasıyla gelişmekte olan diğer ülkelerden belirgin oranda ayrıışan TL üzerindeki baskı MB'nin parasal sıkılaştırmanın dozunu arttırmasına ve döviz satım ihalelerinde sattığı miktarı arttırmasına rağmen devam etti. Geçtiğimiz yılı 2.1450 seviyesinden kapatan Dolar/TL yıl başından buyana da yukarı yönlü seyrine devam etti ve tarihi yüksek seviyelerini yineledi. Siyasi gelişmelerin yansımasıyla 2.16-2.19 seviyesi arasında dalgalı bir seyir izleyen ve son günlerde yurtdışındaki gelişmelere daha duyarlı hale gelen kurda mevcut eğilimin bir süre daha devam edebileceğini düşünüyoruz. Öte yandan, benzer şekilde hareket eden 50:50 Dolar:Euro sepeti, 18 Aralıktaki 2.43 seviyesinden 2.57 seviyesine ulaştı.

Türkiye'nin olumsuz ayrıışması, TL piyasasında olduğu gibi CDS primlerinde de belirgin olarak gözlemlendi ve endeks 18 Aralıktan yıl sonuna kadarki dönemde 43 baz puan artarak Ağustos 2013'te görülen yüksek seviyelere geri döndü (27 Aralık: 247). Yıl başından itibaren politik tansiyonun kısmen azalmasıyla bir miktar gerileyen Türkiye'nin CDS primi diğer ülkelere benzer bir eğilim sergilemeye başlasa da, geçen yılın son 2 haftasındaki kayda değer kaybı henüz telafi edilmedi. Önümüzdeki dönemde bu cephede politik riskin yansımasına bağlı olarak dalgalı bir seyrin yaşanacağını düşünüyoruz.



Kaynak: Reuters



Kaynak: Reuters

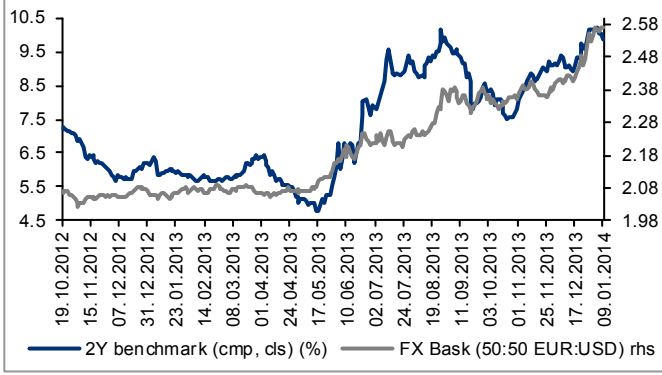
*Tahvil piyasasında genel eğilim halen çıkış yönünde*

*Getiri eğrisindeki yataylaşma eğilimi Ocak ayında da devam etti...*

Aralık ayının ilk haftasında tahvil piyasasında görülen kuvvetli girişin ardından uluslararası piyasalarda görülen oynaklık ve yurtiçindeki politik gelişmeler nedeniyle ay genelinde tahvil piyasasından yaklaşık 1.4 milyar dolarlık bir çıkış görülürken, hisse senedindeki sermaye çıkışı 340 milyon dolarla daha sınırlı oldu. Öte yandan, 2014 yılının ilk haftasında özellikle 10 yıllıklara duyulan ilgiyle tahvil piyasasında 0.9 milyar dolarlık güçlü bir giriş görülse de piyasalarda dalgalanmanın başladığı Mayıs sonundan bu yana tahvil piyasasındaki toplam hareket -3.8 milyar dolar ile halen çıkış yönünde olmaya devam ediyor. Benzer şekilde, Mayıs ortasında yabancıların tuttuğu yurtiçi bono/tahvil ile hisse senedi stoklarının piyasa değeri sırasıyla 82.3 milyar dolar ve 71.8 milyar dolar olan tarihi yüksek düzeylerden fiyat değişikliklerinin de katkısıyla 3 Ocak itibariyle tahvil piyasasında 51.5 milyar dolara, hisse senedinde ise 54.6 milyar dolara geriledi.

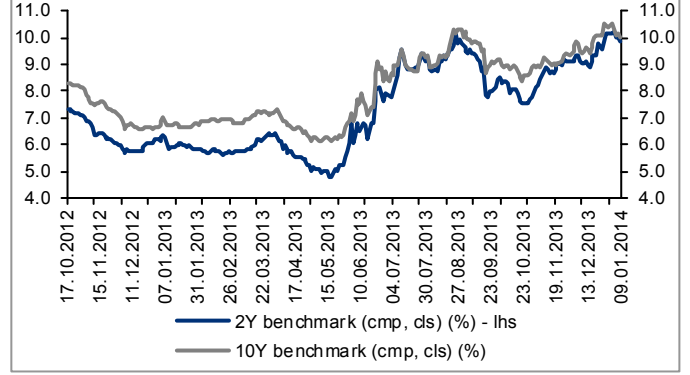
MB'nin sıkılaştırması sonucunda Kasım ayı itibariyle yukarı yönlü hareket etmeye başlayan tahvil faizleri, Aralık ayında da bu eğilimini korurken, geçen yılın son iki haftasında politik haberlerin etkisiyle yükselişini hızlandırdı ve 2 yıllık gösterge tahvilin bileşik faizi yılın son günlerinde Ağustos ayından bu yana ilk defa tekrar çift hanelere ulaştı. Ay ortalamasında ise 2 ve 10 yıllık gösterge tahviller için sırasıyla %9.24 ve %9.80'e yükseldi (Kasım: %8.68 ve %9.13). Daha dalgalı bir seyrin yaşandığı Ocak ayının ilk 9 gününde ise ortalamadaki artış devam etti (sırasıyla %9.83 ve %10.01). Öte yandan, Aralık ayı genelinde yatay halini koruyan getiri eğrisi Ocak ayı itibariyle MB'nin TL'de değer kaybını önlemek adına faizlerde artışa gidebileceği yönündeki beklentilerin artmasıyla daha da yataylaştı. Kasım ortalamasında 45 baz puan olan 2-10 yıllık gösterge tahvil faizleri arasındaki fark Aralıkta 56, Ocak ayının ilk 9 gününde ise 18 baz puan oldu.

## Gösterge Faiz ve Kur



Kaynak: Reuters

## Vadelerine Göre Gösterge Faiz



Kaynak: Reuters

*Yurtiçindeki politik gelişmeler 2014 yılının ilk yarısında piyasaların seyrini belirleyecek*

*BDDK haftalık verilerine göre 2013'te bankacılık sektörü toplam kredilerindeki YY büyüme kur etkisinden arındırılmış %23.9 oldu...*

2013 yılı borçlanma programını başarıyla sonlandıran Hazine Ocak-Şubat-Mart borçlanma programına göre Ocak ayında 12.1 milyar TL iç borç servisinin 10.6 milyar TL'lik kısmını 5 ihale ile birlikte (6.9 milyar TL piyasadan, 3.7 milyar TL kamudan) sağlamayı planlıyor

**Görünüm:**

Son Fed toplantısı sonrasında tahvil alım programına yönelik uzun süren zamanlama ve miktar belirsizliğinin çözülmesiyle uluslararası piyasalardaki oynaklık sona ererken Aralık ortasında başlayan politik gerilim TL ve tahvil piyasası üzerinde büyük baskı oluşturdu. Yerel seçimlerin gerçekleşeceği Mart ayına kadar siyasi gelişmelerin yansımalarıyla Dolar/TL'deki yukarı yönlü hareket devam edebileceğini düşünüyoruz. Bu durumun son dönemde öngörülebilirliğini ve parasal sıkılaştırmanın dozunu önemli ölçüde arttıran MB'yi borç verme faizinde bir artışa yönlendirmesi olası görünüyor. Olası bir faiz artışı ve siyasi tansiyonun azalmaya başlamasıyla son günlerde değer kaybeden TL'nin yılın ikinci yarısında görece toparlanmaya başlayabileceğini ve yıl sonunda 2.10 seviyelerine gelebileceğini tahmin ediyoruz. Benzer şekilde yılın ilk çeyreğinde çift hanelerde seyretmesini beklediğimiz 2 yıllık tahvil faizlerinin takip eden dönemde gevşemeye başlayarak yıl sonunda %9 seviyelerinde gelebileceğini öngörüyoruz.

**Diğer önemli gelişmeler:**

BDDK haftalık verilerine göre bankacılık sektörü toplam kredilerinde kur etkisinden arındırılmış yıllık artış %23.9 ile 2013 yılını MB'nin %15'lik referans hedefinin üzerinde kapatırken, yaz aylarından sonra büyüme hızında görülen ivme kaybı genel olarak Aralık'ta da devam etti. Tüketici kredileri ve kurumsal krediler bu yıl içerisinde büyümeye önemli katkı yaparken, son alınan BDDK kararların özellikle kredi kartları üzerinde etkisi olacağını, bu durumun 2014 yılına da yansıtacağını düşünüyoruz.

Fonlama tarafında ise, toplam mevduatlarda 2013 yılında büyüme %24.2 olurken, bu artışta TL'de görülen değer kaybına bağlı olarak YP cinsi mevduatların TL değerinin artması önemli rol oynadı. Öte yandan Mayıs ayında %3'ü gören takipteki alacaklar oranı 2013'ü %2.65 seviyesinden kapattı.

## Bankacılık Sektörü Kredi ve Mevduat Hacmi

	Toplam Krediler	TL Krediler	YP Krediler	Toplam Mevduat	TL Mevduat	YP Mevduat
	TL milyon	TL milyon	\$ milyon	TL milyon	TL milyon	\$ milyon
28-Ara-12	800,069	589,004	118,403	816,808	534,544	158,344
03-May-13	854,052	635,608	121,750	845,133	549,411	164,821
05-Tem-13	930,318	677,276	129,937	883,407	575,607	158,057
02-Ağu-13	947,197	692,697	130,828	904,284	577,730	167,868
29-Ağu-13	974,687	704,539	133,006	932,480	579,233	173,919
06-Eyl-13	977,308	705,090	131,953	940,150	583,034	173,105
27-Eyl-13	995,572	722,194	134,391	955,045	596,112	176,449
04-Eki-13	989,725	719,893	135,159	942,205	589,642	176,599
25-Eki-13	993,492	722,492	136,503	949,531	592,223	179,977
01-Kas-13	998,900	725,947	136,048	953,624	594,384	179,056
29-Kas-13	1,019,023	740,883	137,871	963,809	593,403	183,606
27-Ara-13	1,058,192	756,988	139,420	1,014,604	617,009	184,038
Yılbaşından bu yana değişim	32.3%	28.5%	17.8%	24.2%	15.4%	16.2%
Bir önceki yılın aynı ayına göre değişim	32.3%	28.5%	17.8%	24.2%	15.4%	16.2%

Kaynak: BDDK

HAZİNE İÇ BORÇ İHALELERİ												
										Toplam Satış Miktarı		101,700.62
2012										Piyasa Çevrim Oranı		83.11%
SATIŞ MİKTARI (TRYmilyon)												
	İHRAÇ TARİHİ	VADE TARİHİ	İHALE-TALEP/SATIŞ	FAİZ ORANI		PİYASA		KAMU KURUM.		TOPLAM		
				BASİT	BİLEŞİK	NOM	NET	NOM	NET	NOM	NET	
ARALIK	DT	04.12.2013	14.11.2018	2.43	8.97	9.17	903.60	900.46	1185.12	1181.00	2088.73	2081.46
	FRN	04.12.2013	11.11.2020	8.86	8.58	8.77	1287.12	1263.01	1228.00	1205.00	2515.12	2468.01
	DT	04.12.2013	07.10.2015	4.23	8.92	9.12	929.45	931.48	848.14	850.00	1777.59	1781.48
	DT	04.12.2013	27.09.2023	1.74	9.26	9.47	1123.51	1105.68	304.84	300.00	1428.35	1405.68
Ocak -Aralık 2013								Toplam Satış Miktarı		139,970.21		
								Piyasa Çevrim Oranı		83.75%		

## İç borçlanma programı - Ocak 2014 ayı ihale takvimi

Vade	Senet türü	İhale tarihi	Valör tarihi	İtfa tarihi
14 Ay (427 Gün)	TL cinsi kuponuz Devlet Tahvili (ilk ihraç)	21.01.2014	22.01.2014	25.03.2015
5 Yıl (1750 Gün)	TL cinsi sabit kuponlu Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç)	27.01.2014	29.01.2014	14.11.2018
10 yıl (3750 gün)	TL cinsi TÜFE'ye endeksli Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç)	27.01.2014	29.01.2014	08.11.2023
2 Yıl (616 Gün)	TL cinsi sabit kuponlu Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç)	28.01.2014	29.01.2014	07.10.2015
10 yıl (3528 gün)	TL cinsi sabit kuponlu Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç)	28.01.2014	29.01.2014	27.09.2023

## İç borçlanma programı - Şubat 2014 ayı ihale takvimi

Vade	Senet türü	İhale tarihi	Valör tarihi	İtfa tarihi
13 Ay (399 Gün)	TL cinsi kuponuz Devlet Tahvili (yeniden ihraç)	18.02.2014	19.02.2014	25.03.2015
5 Yıl (1722 Gün)	TL cinsi sabit kuponlu Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç)	24.02.2014	26.02.2014	14.11.2018
5 yıl (1820 gün)	TL cinsi TÜFE'ye endeksli Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (ilk ihraç)	24.02.2014	26.02.2014	20.02.2019
2 Yıl (728 Gün)	TL cinsi sabit kuponlu Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (ilk ihraç)	25.02.2014	26.02.2014	24.02.2016
7 yıl (2450 gün)	TL cinsi değişken faizli Devlet Tahvili-6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç)	25.02.2014	26.02.2014	11.11.2020
10 yıl (3500 gün)	TL cinsi sabit kuponlu Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç)	25.02.2014	26.02.2014	27.09.2023

## İç Borç Ödemelerinin Alıcılara Göre Dağılımı

Milyon TL	Piyasa	Kamu Kuruluşları	TOPLAM
Aralık 2013 İç Borç Ödemeleri			
04.12.2013	6,717	4,221	10,938
18.12.2013	356	70	426
25.12.2013	473	70	543
<b>TOPLAM</b>	<b>7,546</b>	<b>4,361</b>	<b>11,907</b>
Ocak 2014 İç Borç Ödemeleri			
01.01.2014	366	83	449
08.01.2014	369	74	443
15.01.2014	381	81	462
22.01.2014	1,147	173	1,320
29.01.2014	7,227	2,231	9,457
<b>TOPLAM</b>	<b>9,490</b>	<b>2,642</b>	<b>12,132</b>

Kaynak: Hazine

**EK B:**

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013T	2014T	2015T
<b>Ekonomik Aktivite</b>										
Reel GSYH (% - YY)	6.9	4.7	0.7	-4.8	9.2	8.8	2.2	3.9	3.6	4.3
Özel tüketim (% YY)	4.6	5.5	-0.3	-2.3	6.7	7.7	-0.7	4.6	3.4	4.3
Kamu tüketimi (% YY)	8.4	6.5	1.7	7.8	2.0	4.7	5.7	4.5	3.0	3.3
Yatırım (%YY)	13.3	3.1	-6.2	-19.0	30.5	18.0	-2.5	4.7	6.9	9.0
Sanayi üretimi (%YY)	7.7	6.9	-0.9	-10.4	12.4	9.7	2.5	4.2	4.0	4.8
İşsizlik oranı (%)	10.2	10.3	11.0	14.0	11.9	9.8	9.2	9.7	9.6	9.2
Nominal GSYH (TL milyar)	758	843	951	953	1,099	1,297	1,417	1,582	1,759	1,944
Nominal GSYH (EUR milyar)	421	474	501	442	552	558	615	616	630	771
Nominal GSYH (US\$ milyar)	526	649	742	617	732	774	786	821	815	926
Kişi başına GSYH (US\$)	7,586	9,240	10,438	8,559	10,022	10,466	10,504	10,734	10,540	11,843
<b>Fiyatlar</b>										
TÜFE (ortalama %YY)	9.6	8.8	10.4	6.3	8.6	6.5	8.9	7.5	7.2	6.3
TÜFE (yıl sonu %YY)	9.65	8.39	10.06	6.5	6.4	10.4	6.2	7.4	7.5	6.1
ÜFE (ortalama %YY)	9.3	6.3	12.7	1.2	8.5	11.1	6.1	4.5	7.4	5.5
<b>Kamu Dengesi (GSYH %)</b>										
Konsolide bütçe dengesi	-0.6	-1.6	-1.8	-5.5	-3.6	-1.4	-2.1	-1.2	-2.1	-1.8
Faiz dışı denge	5.4	4.1	3.5	0.1	0.8	1.9	1.3	2.0	0.8	1.0
Toplam kamu borcu	46.5	39.9	40.0	46.1	42.3	39.2	36.1	35.0	34.2	33.2
<b>Dış Denge*</b>										
İhracat (US\$ milyar)	93.6	115.4	140.8	109.6	120.9	143.4	163.2	161.3	179.2	196.5
İthalat (US\$ milyar)	134.7	162.2	193.8	134.5	177.3	232.5	228.6	241.1	250.5	274.0
Dış ticaret dengesi (US\$ milyar)	-41.1	-46.9	-53.0	-24.9	-56.4	-89.1	-65.3	-79.7	-71.2	-77.5
Dış ticaret dengesi (GSYH %)	-7.8	-7.2	-7.1	-4.0	-7.7	-11.5	-8.3	-9.7	-8.7	-8.4
Cari denge (US\$ milyar)	-31.8	-37.8	-40.4	-12.2	-45.4	-75.1	-47.7	-59.2	-55.0	-60.5
Cari denge (GSYH %)	-6.0	-5.8	-5.4	-2.0	-6.2	-9.7	-6.1	-7.2	-6.8	-6.5
Net doğrudan yatırım (US\$ milyar)	19.3	19.9	17.2	7.1	7.6	13.7	8.5	8.0	9.4	10.3
Net doğrudan yatırım (GSYH %)	3.7	3.1	2.3	1.2	1.0	1.8	1.1	1.0	1.1	1.1
Cari açık + net doğrudan yat. (GSYH %)	-2.4	-2.7	-3.1	-0.8	-5.2	-7.9	-5.0	-6.2	-5.6	-5.4
İhracat hacmi - miktar (%YY)	12	11	6	-7	6	6	18	1	10	5
İthalat hacmi - miktar (%YY)	8	13	-1	-13	21	12	0	5	5	6
Döviz rezervleri (altın hariç, US\$ milyar)	60.9	73.3	71.0	70.7	80.7	78.5	99.9	112.7	110.0	120.0
İthalatı karşılama oranı (ay)	5.4	5.4	4.4	6.3	5.5	4.0	5.2	5.6	5.3	5.3
<b>Borç Göstergeleri</b>										
Brüt dış borç stoku (US\$ milyar)	208	250	281	269	292	304	337	385	426	473
Brüt dış borç stoku (GSYH %)	40	39	38	44	40	39	43	47	52	51
Brüt dış borç stoku (İhracat %)	223	217	200	246	241	212	206	238	238	241
Toplam dış borç servisi (US\$ milyar)	40.1	48.7	53.8	58.9	55.8	50.7	52.4	69.1	86.9	67.4
Toplam dış borç servisi (GSYH %)	8	8	7	10	8	7	7	8.4	10.7	7.3
Toplam dış borç servisi (İhracat %)	43	42	38	54	46	35	32	42.8	48.5	34.3
<b>Faiz ve Kurlar</b>										
Merkez Bankası gecelik borç verme faizi (%) yıl-sonu	22.50	20.00	17.50	9.00	9.00	12.50	9.00	7.75	8.75	8.75
Geniş para arzı (%YY)	23.4	15.4	27.5	12.9	19.0	11.5	10.3	23.2	12.7	12.0
3 aylık TL faiz oranı (%) ortalama	16.6	17.3	17.6	10.2	7.4	8.5	8.7	6.9	8.2	7.1
USD/TRY yıl sonu	1.41	1.16	1.51	1.51	1.55	1.91	1.78	2.13	2.10	2.10
USD/TRY ortalama	1.43	1.30	1.29	1.55	1.50	1.67	1.79	1.93	2.16	2.10
EUR/TRY yıl sonu	1.86	1.71	2.14	2.16	2.05	2.46	2.35	2.94	2.52	2.52
EUR/TRY ortalama	1.80	1.78	1.90	2.15	1.99	2.32	2.30	2.57	2.79	2.52
EUR/USD (dönem sonu)	1.32	1.46	1.40	1.43	1.34	1.29	1.32	1.38	1.20	1.20
EUR/USD (ortalama)	1.26	1.37	1.47	1.39	1.33	1.39	1.29	1.33	1.29	1.20

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

## ING Bank Ekonomik Araştırmalar Grubu

Muhammet Mercan Kıdemli Ekonomist + 90 212 329 0751 [muhammet.mercan@ingbank.com.tr](mailto:muhammet.mercan@ingbank.com.tr)  
Muammer Kömürcüoğlu Ekonomist + 90 212 329 0753 [muammer.komurcuoglu@ingbank.com.tr](mailto:muammer.komurcuoglu@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 imzalananak 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.ř.Ekonomik Araştırmalar Grubu tarafından sadece bilgi amaçlı olarak hazırlanmıştır. Hiç bir şekilde bir yatırım  nerisi veya herhangi bir yatırım aracının doğrudan alımına veya satımına dair bir teklif veya referans olarak alınmamalıdır. Sunulan bilgilerin yayım tarihi itibarıyla yanlış/yanıltıcı olmamasına  zen gösterilmiş olmasına karşın, ING Bank A.ř.bilgilerin doğru ve tam olmasından sorumlu değildir. Bu raporda yer alan bilgiler herhangi bir uyarı yapılmadan değişebilir. ING Bank A.ř.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.ř.'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.ř., bu raporun Türkiye'de yayımlanmasından sorumludur.