

## İçindekiler:

- 1 Özet Değerlendirme
- 2 İzlenecek Önemli Gelişmeler

Türkiye Ekonomisi ve Piyasalar

- 2 Enflasyon
- 3 Dış Ticaret
- 4 Ödemeler Dengesi
- 5 Merkezi Yönetim Bütçesi
- 6 Merkezi Yönetim Borç Stoku
- 7 Piyasa Gelişmeleri

Eklere

- 12 Hazine Finansmanı
- 13 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: 7 Şubat 2014

## İç ve dış riskler 2014 performansını belirleyecek...

TL üzerinde baskının sürmesinin ardından Ocak sonunda ara toplantıyla tüm politika faizlerinde kayda değer bir artış yapan MB fonlama maliyetini %10'a çıkarırken, operasyonel çerçevede de sadeleştirme kararı aldı. TL'deki değer kaybı ve enflasyon görünümündeki bozulmayı dikkate alarak atılan ve beklentilerin üzerinde olan bu adımın önümüzdeki dönemde döviz piyasasını belirgin oranda destekleyeceğini ve yukarı doğru sert bir hareket ihtimalini azalttığını, ek olarak enflasyon ve kurdaki belirsizliklere karşı harekete geçmekte zorlandığı değerlendirilmelerini azaltarak MB'nin kredibilitesine katkı sağlayacağını düşünüyoruz. Piyasalarda risk algılamasını olumsuz etkileyerek TL'de değer kaybı ve risk priminde kayda değer bir artışa neden olan iç ve dış gelişmelere dair MB'nin duyarlılığını ortaya koyan bu duruşun ne kadar süreceği en önemli soru olarak ortaya çıkmaktadır. MB'nin 2015'te %5 olan hedefe yakınsayacağı öngörüsüyle karşılaştırıldığında yukarıda kalan enflasyon beklentimizden hareketle, %10 düzeyindeki politika faizinin uzun bir süre yüksek kalacağını, faiz koridorunun daha önce olduğu gibi yine sermaye akımlarındaki dalgalanmaları dengelemek için kullanılabileceğini tahmin ediyoruz. MB'nin güçlü politika aksiyonu, büyüme ve enflasyon dinamikleri ile dış açıktaki dengeleme sürecini de doğrudan etkileyecektir. Öncelikle, ekonomik aktivite sadece BDDK kararları ve zayıflayan sermaye hareketlerinden değil, daha da sıkılaştırılan para politikası uygulamalarının da katkısıyla ivme kaybedecektir. Buna paralel olarak, 2014 için %3.6 olan tahminimizi %2.4'e çekiyor, 2015 için ise büyümenin %4.1 civarında gerçekleşeceğini öngörüyoruz. Halen iç politik gelişmelerin seyri, finansal piyasalardaki oynaklık ve Fed'in tahvil alımlarını azaltma sürecine yönelik endişelerin yukarı çektiği faiz oranları ve genel olarak fonlama maliyetlerindeki yükseliş dikkate alındığında iç talebin, zayıflayan güvenin yansıtacağı tüketim ve yatırım harcamalarının etkisiyle ivme kaybedeceğini, bu yıl büyüme tarafında risklerin genel olarak aşağı yönlü olduğunu düşünüyoruz. Bu riskin gerçekleşmesi halinde, MB'nin elindeki araçları bankaların aracılık maliyetlerini azaltıcı yönde kullanarak (munzam karşılıkları aşağı çekerek) dengeleyici bir politika izleyeceği anlaşılmaktadır. Enflasyon tarafında, yılın başında bütün ürünlerdeki vergi düzenlemeleri ama özellikle TL'deki değer kaybı ve enerji fiyatlarında kur kaynaklı olası ayarlamalar seyri belirleyecektir. Her ne kadar beklentilerde gözlenen bozulma enflasyon görünümüne yansıtacak olsa da, iç ve dış riskler ile piyasa faizlerinin artması sonucu oluşan talep koşullarının fiyatlama davranışlarını baskılayacağı söylenebilir. Buna göre, MB'nin son kararlarının TL'de daha fazla zayıflamayı sınırlayacağı ve son dalgalanmaların ardından iç talepteki seyrin maliyet tarafından gelebilecek etkiyi azaltabileceği düşünüldüğünde bu yıl için yukarı yönlü riskler sürmekle birlikte enflasyon beklentimizi %7.5'te tutuyoruz. Döviz kuru hareketlerinin etkileri ve gıda fiyatlarının olumsuz seyri nedeniyle enflasyonda ortaya çıkabilecek katılık, MB'yi sıkılaştırma yönünde yeni adımlar atmaya itebilir. Öte yandan, ödemeler dengesi ile ilgili olarak, TL'nin hızlı değer kaybı ve yüksek faiz oranlarından dolayı ivme kaybeden büyüme performansı 2014'te cari açıktaki dikkate değer bir iyileşmeyi de beraberinde getirecektir. Cari açıktaki toparlanmaya rağmen, kısa vadeli sermaye hareketlerine duyarlı fonlama yapısı TL'yi baskılamaya devam edebilir. Ancak, MB'nin faiz artışının ardından iyileşen yatırımcı risk algısı cari açık finansmanına dair endişeleri azaltıcı rol oynayacaktır. Sonuç olarak, gelişmekte olan ülkeler kaynaklı endişeler sermaye akımlarında oynaklığı buna paralel olarak da finansal piyasalarda dalgalanmaları beraberinde getirirken, 90'larla karşılaştırıldığında yapısal zayıflıkların azalması riskleri kontrol altında tutmaya yardımcı olmaktadır. Türkiye açısından bakıldığında ekonomik performans, içerideki belirsizliklerin ve küresel ekonomideki toparlanmaya yönelik risklerin seyri tarafından belirlenecektir. **Muhammet Mercan - Kıdemli Ekonomist**

**Şubat ayında takip edilecek önemli gelişmeler:**

- 10 Şubat: Aralık sanayi üretim endeksi
- 13 Şubat: Aralık cari denge
- 17 Şubat: Kasım hane halkı işgücü istatistikleri
- 17 Şubat: Ocak Merkezi Yönetim bütçe gerçekleştirmeleri
- 19 Şubat: Şubat PPK toplantısı
- 24 Şubat: Şubat reel sektör güven endeksi, kapasite kullanım oranı
- 27 Şubat: Şubat tüketici güven endeksi
- 28 Şubat: Ocak dış ticaret dengesi
- 3 Mart: Şubat TÜFE, Yİ-ÜFE

**EKONOMİK VERİLER****Enflasyon:**

*Beklentilerin üzerinde gerçekleşen Ocak rakamı yıllık enflasyonunu %7.75'e taşıdı.*

Oca-14	Aylık	Yıllık
<b>TÜFE</b>	<b>1.98%</b>	<b>7.75%</b>
Gıda-Alkolsüz İçki	5.16%	10.89%
Ulaştırma	2.50%	11.95%
Konut	0.49%	4.62%
Ev Eşyası	1.55%	6.44%
Giyim ve Ayakkabı	-7.59%	4.15%
Lokanta ve Oteller	1.73%	10.70%
Alkollü İçecek-Tütün	7.45%	3.94%
Haberleşme	-0.60%	0.62%
Sağlık	1.86%	6.27%
Eğitim	0.06%	10.00%
<b>Yİ-ÜFE</b>	<b>3.32%</b>	<b>10.72%</b>
İmalat	3.29%	11.69%
<b>Özel Kapsamlı TÜFE</b>		
(G)	0.23%	7.46%
(H)	0.51%	7.70%
(I)	0.31%	7.59%
<b>FX Sepeti *</b>	<b>6.17%</b>	<b>29.93%</b>
<b>USD/TRY*</b>	<b>6.80%</b>	<b>29.61%</b>
<b>EUR/TRY*</b>	<b>5.58%</b>	<b>30.24%</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

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

*Kur geçişkenliğinin çekirdek enflasyon üzerindeki etkisi arttı...*

*TL üzerinde devam eden baskı enflasyonu etkilemeye devam ediyor...*

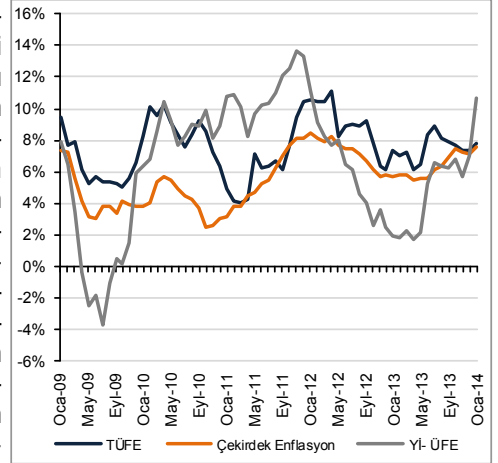
Yılın ilk ayında enflasyon, dalgalı seyrini devam ettiren gıda grubu, vergi ayarlamaları nedeniyle artan alkollü içecek-tütün fiyatları ve TL'de görülen değer kaybına bağlı olarak artan ulaştırma fiyatlarının etkisiyle beklentilerin üzerinde (TÜİK'in yaptığı düzeltmenin ardından) AA %1.98'lik bir artış kaydetti. Öte yandan tütün grubunda yapılan hatalı veri genişinin düzeltilmesiyle, daha önce %7.48 olan yıllık enflasyonu %7.75'e yükseldi. TÜİK'in yeni hesaplama başladığı ve üreticilerin yurtiçinde sattıkları ürünlerin fiyat değişimini kapsayan yurt içi üretici fiyat endeksi (Yİ-ÜFE) ise AA %3.32'lik sert bir artışla yıllık rakamı %10.72'ye çekti (Aralık:%6.97). Bu cephede aylık gerçekleşmeye en büyük katkı ise önceki aylarda olduğu gibi %2.83 puanla imalat grubundan geldi.

TÜFE'nin detayları en büyük katkının AA%5.2 artarak manşet enflasyonu %1.22 puan yukarı çeken gıda grubundan geldiğini gösteriyor. Bu rakam %1.2'lik aylık artış öngörümüzün ve %1.96'lık son 10 yılın ocak ayı ortalamasının belirgin oranda üzerinde bulunuyor. Aylık enflasyona diğer bir önemli katkı (düzeltme sonrasında) yılbaşı yapılan vergi artışının yansımalarıyla aylık bazda %7.45 artan ve toplam enflasyonu %0.39 puan yükselten alkollü içecek ve tütün grubu oldu. Son olarak diğer önemli artış da AA%2.5'le %1.52'lik geçmiş 10 yıl ortalamasının üzerinde gelen ve manşet enflasyonu %0.39 puan yukarı çeken ulaştırma grubundan geldi. Ayrıca, mevsimsel indirimlerin de etkisiyle AA%7.59 gerileyen giyim grubu fiyatları %0.54 puanlık negatif katkı sağladı. Son olarak, ana harcama guruplarının endeks içindeki ağırlıklarını revize eden TÜİK ulaştırma ve konut guruplarının ağırlıklarını %2.45 ve %0.27 puan azaltırken, diğer guruplarda %0.12 ile %0.41 puan arasında bir artışa gitti.

Çekirdek enflasyon cephesinde ise AA sırasıyla %0.51 ve %0.31 artan H ve I endeksleri son on yıllık tarihsel ortalamalarının (%-0.02, %-0.21) belirgin oranda üzerinde gelerek yıllık enflasyonu sırasıyla %7.70 ve %7.59'a çıkardı. Böylece son dönemde TL'deki değer kaybına bağlı olarak kur geçişkenliğinin çekirdek enflasyon göstergeleri üzerindeki etkisi tekrar öne çıkmaya başladı.

MB'nin enflasyonun beklentilerin üzerinde gelebileceğine işaret etmesiyle sonuç sürpriz etkisi yaratmazken, önümüzdeki dönemde TL'deki değer kaybına bağlı olarak enflasyon üzerindeki baskının devam edebileceğini düşünüyoruz. İç talepte beklenen yavaşlama enflasyonda zayıf TL'nin fiyatlara yansımaları görece olarak zayıflatacak olsa da, önümüzdeki dönemde bu cephede seyrin yine TL'deki dalgalanma tarafından belirleneceğini düşünüyoruz.

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

**TÜFE ve Çekirdek Enflasyon (%)**

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

Kaynak: TÜİK

**Dış Ticaret:**

*Aralık dış ticaret açığı beklentilerin belirgin oranda üzerinde 9.9 milyar dolar geldi...*

*12 aylık kümülatif dış ticaret açığı 99.8 milyar dolar seviyesine yükseldi...*

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

*2014 yılında dış ticaret dengesinde belirgin bir düzeltme bekliyoruz...*

TÜİK'in açıkladığı Aralık dış ticaret verilerine göre ithalat altın ithalatında görülen keskin yıllık artış nedeniyle toplamda YY%16.7 büyüyerek 23.1 milyar dolar; ihracat ise önceki aylarda olduğu gibi kıymetli maden faslındaki düşüş sonucu YY%4.9'luk sınırlı bir büyüme ile 13.2 milyar dolar oldu. Böylece dış ticaret açığı 9.9 milyar dolar ile piyasa beklentisinin belirgin oranda üzerinde kalırken, 12 aylık birikimli dış ticaret açığı bir önceki aya kıyasla kayda değer bir artışla geçtiğimiz yılı 99.8 milyar dolarla kapattı. Önceki aylarda olduğu gibi etkili olan kıymetli metal ticareti, ihracat tarafında YY%60 gerilerken ithalat tarafında YY%301 büyüyerek Aralık dış ticaret dengesinde belirleyici oldu. Son olarak mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış verilere göre Aralık'ta ihracat AA %2.3 gerilerken, ithalat AA %1.9 genişledi.

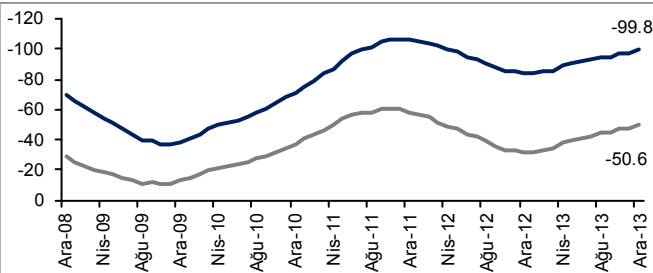
Geniş ekonomik gruplar sınıflamasına göre bütün grupların desteği aylık bazda artarken, Aralık ayında YY büyümeye en büyük katkı %12.5 puanla (YY%17.7 artış) ara malı grubundan geldi. Öte yandan sırasıyla YY%18.1 ve %13.0 artan tüketim malları toplam ithalatı %2.2'şer puan büyüttü. En çok ihracat yapılan 20 fasla göre kıymetli metal grubundaki gerileme (%-3.7 puan katkı) ihracattaki yıllık performansı olumsuz etkilemeye devam etti. Aslında, bu kalem hariç baktığımızda ihracatın YY %9.2 büyüdüğü görülüyor. İthalat cephesinde ise kıymetli maden ithalatındaki keskin artış toplam rakamı %5.6 puan yukarı çekerken, bir diğer önemli etki %3 puan ile kazanlar makinelerden geldi. Ülke gruplarına göre ihracatta ise, kırılğan olsa da devam eden toparlanmanın yansımasıyla AB ülkelerinin toplam içindeki payı Aralık'ta görece sınırlı da olsa artmaya devam etti (%39'dan %40'a). Öte yandan, Orta Doğu ve K. Afrika ülkelerinin paylarındaki yıllık gerileme etkisini korudu (YY %1.0 puan).

Sonuç olarak, 12 aylık birikimli açıkta aylık bazda görülen önemli artışın (%2.8) kıymetli maden faslı dışarıda bırakıldığında gerileyen (%1.2) bir profil sunması, bu grubun dış ticaret üzerindeki olumsuz yansımalarını sürdürdüğünü gösteriyor. Bu yıl için ise, İran'la yapılan anlaşmanın altın ticaretinden kaynaklanan bozulmayı büyük ölçüde azaltacağını; ayrıca büyümede beklenen ivme kaybına bağlı olarak ithalat artışında yavaşlama olacağını, kurda görülen değer kaybının gecikmeli etkisi ve AB'de görülen toparlanmanın ihracata olumlu yansımasıyla da dış ticaret dengesinde dikkate değer bir düzelmeye göreleceğini düşünüyoruz.

**Dış Ticaret Özet Tablo**

	Oca-Ara 12		Oca-Ara 13		Değişim (YY%)
	Değer	Pay	Değer	Pay	
Milyar dolar					
<b>İHRACAT</b>	<b>152.5</b>	<b>100.0</b>	<b>151.9</b>	<b>100.0</b>	-0.4%
<b>İTHALAT</b>	<b>236.5</b>	<b>100.0</b>	<b>251.7</b>	<b>100.0</b>	6.4%
Sermaye (Yatırım Malları)	33.9	14.3	36.8	14.6	8.4%
Ara (Ham madde) Malları	174.9	74.0	183.8	73.0	5.1%
Tüketim Malları	26.7	11.3	30.4	12.1	13.9%
Diğerleri	1.0	0.4	0.7	0.3	-33.1%
<b>İTHALAT</b>	<b>Oca-Ara 12</b>	<b>2012</b>	<b>Oca-Ara 13</b>	<b>YY puan</b>	
AB Ülkeleri (27)	37.1%	37.0%	36.7%	-0.3%	
Kuzey Afrika Ülkeleri	1.4%	1.4%	1.4%	0.0%	
Yakın ve Orta Doğu Ülke.	9.1%	9.1%	8.8%	-0.2%	
MENA Toplam	10.4%	10.4%	10.2%	-0.2%	
<b>İHRACAT</b>	<b>Oca-Ara 12</b>	<b>2012</b>	<b>Oca-Ara 13</b>	<b>YY puan</b>	
AB Ülkeleri (27)	39.0%	38.8%	41.5%	2.6%	
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%	30.1%	19.3%	

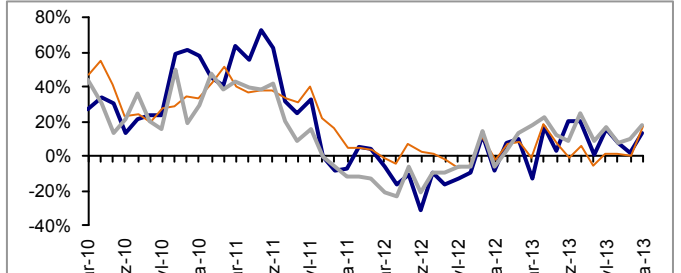
Kaynak : TÜİK

**Dış Ticaret Dengesi**

— 12 Aylık Dış Ticaret Dengesi (milyar dolar)  
— Enerji Hariç\* 12 Aylık Dış Ticaret Dengesi (milyar dolar)

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

Kaynak: TÜİK

**Mallara Göre İthalat**

— Yatırım Malları İth. (%YY değişim) — Ara Malları İth. (%YY değişim)  
— Tüketim Malları İth. (%YY değişim)

Kaynak: TÜİK

**Ödemeler Dengesi:**

*Kasım'da cari açık 3.9 milyar dolara beklentilerin altında gerçekleşti...*

*12 aylık kümülatif cari açık 60.8 milyar dolar oldu...*

*Kısa vadeli sermaye akımlarındaki keskin artış toplam girişlerin cari açığın üzerine çıkmasını sağladı...*

*TL'deki değer kaybının, Euro bölgesindeki toparlanmanın yansımalarının etkisiyle cari açıkta kayda değer bir iyileşme bekliyoruz...*

Kasım'da cari açık 3.9 milyar dolar ile 4.2-4.3 milyar dolar düzeyindeki piyasa beklentisinin ve öngörümünün altında gerçekleşti. Tahminimiz ile gerçekleşme arasındaki sapma ise bavlul ticareti ve uyarılma grubundan kaynaklandı. Öte yandan 12 aylık birikimli cari açık önceki aya kıyasla sınırlı bir daralmayla 60.8 milyar dolarda kaldı. Ayrıca, Nisan'dan bu yana artan enerji dışı cari dengedeki bu eğilim Kasım'da zayıflasa da etkisini sürdürdü ve 12 aylık birikimli rakam 11.6 milyar dolara geldi. Bununla birlikte yıllıklandırılmış açığı görece yatay seyre rağmen altın hariç birikimli rakamın bir önceki aya kıyasla belirgin oranda azalması (53.2 milyar dolar) bu kalemin cari açık üzerindeki etkisinin güçlenerek sürdüğünü gösteriyor.

Finansman cephesinde, kısa vadeli girişlerde Kasım ayında 4.3 milyar dolara kayda değer bir artış görüldü (Ekim:0.8 milyar dolar). Bu rakamda, bankacılık sektörünün 2.7 milyar dolarlık kısa vadeli borçlanması, yurtdışı bankaların yurtiçi mevduatlarını 0.9 milyar dolar arttırması, hisse senedi ve kısa vadeli ticari kredilerle kanalından sırasıyla 0.8 ve 0.7 milyar dolarlık girişler etkili oldu. Öte yandan, yurtiçi tahvil piyasasında görülen 1.2 milyar dolarlık çıkış kısa vadeli akımları nispeten sınırladı. MB verileri Aralık'ta hisse senedinde yönün tersine döneceğine (0.3 milyar dolar çıkış), tahvil piyasasında ise net çıkışlar olduğuna (-1.4 milyar dolar) işaret ediyor. Öte yandan, uzun vadeli finansmanda Ekim ayındaki keskin artışın ardından Kasım'da net girişte belirgin bir azalma görüldü (1 milyar dolar). Ancak kısa vadeli finansman tarafından gelen güçlü katkıyla toplam kayıtlı sermaye girişleri cari açığın üzerinde gerçekleşti. Detaylara göre, uzun vadeli tarafta kamunun 1.7 milyar dolarlık Eurobond ihracı etkili oldu. Öte yandan, doğrudan yatırımlar kalemi 0.4 milyar dolarla finansmana katkısını görece sınırlı da olsa sürdürdü. Net hata noksan kaleminde ise Ekim ayındaki istisnai durum haricinde Temmuz ayından beri girişin görüldüğü anlaşılıyor. (Kasım: 1 milyar dolar) Tüm bu gelişmelerin ardından, Ağustos'tan beri artan net resmi rezervler bu eğilimini Kasım'da da korudu (2.1 milyar).

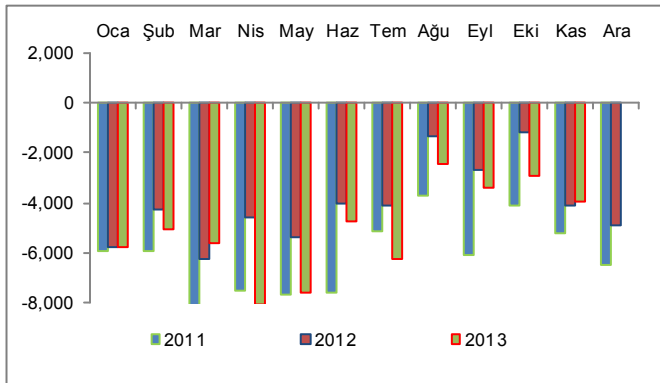
Sonuç olarak, altın ticaretinin Kasım'da da cari açığı yukarı çektiği görülüyor. Önümüzdeki dönemde ise, TL'de görülen değer kaybının yanında Euro bölgesindeki toparlanmanın ihracata yansımaları ve büyüme performansındaki olası zayıflamanın ithalat üzerindeki etkisine bağlı olarak cari açıkta bir miktar düzeltme olabileceğini düşünüyoruz

Seçilmiş Ödemeler Dengesi Kalemleri - Kümülatif Gelişim

	Kas 13		Ara 12 - Kas 13	
	US\$ milyon	Cari Dengeye Oranı	US\$ milyon	Cari Dengeye Oranı
Cari Denge	-3,935	100%	-60,838	100%
Dış Ticaret Dengesi	-5,154	131%	-76,872	126%
<b>Toplam Kayıtlı Sermaye Girişi</b>	<b>5,324</b>	<b>135%</b>	<b>69,612</b>	<b>114%</b>
Net Doğrudan Yatırımlar	409	10%	8,455	14%
Yabancıların Net Menkul Kıymet Alımları	-410	-10%	8,810	14%
Hisse Senedi	772	20%	1,939	3%
Bono	-1,182	-30%	6,871	11%
Net Dış Borçlanma - Bankalar	2,948	75%	18,811	31%
Uzun Vade	225	6%	7,494	12%
Kısa Vade	2,723	69%	11,317	19%
Net Dış Borçlanma - Reel Sektör	569	14%	1,888	3%
Uzun Vade	207	5%	-394	1%
Kısa Vade	362	9%	2,282	4%
Net Dış Borçlanma - Hazine	1,674	43%	4,769	8%
Uzun Vade	1,674	43%	5,621	9%
Kısa Vade	0	0%	-852	-1%
Bankalardaki Mevduat	921	23%	11,043	18%
Diğer	-787	-20%	15,836	26%
<b>Rezerv Değişim</b>	<b>-2,344</b>	<b>60%</b>	<b>-12,665</b>	<b>21%</b>
Bankalar	-245	6%	204	0%
Resmi	-2,099	53%	-12,869	21%
<b>Net Hata Noksan</b>	<b>955</b>	<b>24%</b>	<b>3,891</b>	<b>6%</b>
Diğer Sektörler Uzun Vadeli Kredi Çevrim Oranı		111%		99%
Bankalar Uzun Vadeli Kredi Çevrim Oranı		162%		192%
<b>Kısa Vadeli Ticari Kredi Çevrim Oranı</b>		<b>108%</b>		<b>104%</b>

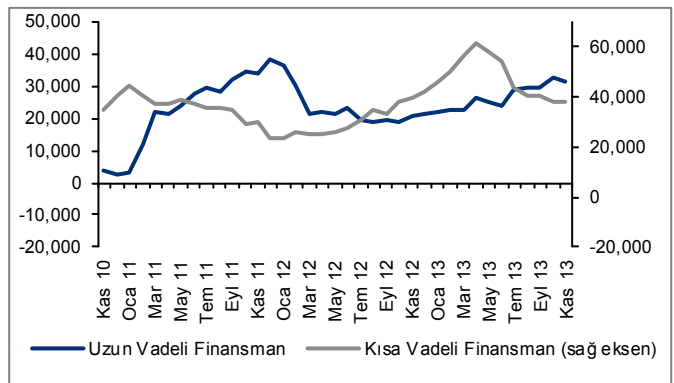
\*Ticari krediler hariç; \*Mutlak değer Kaynak: TCMB

12 Aylık Birikimli Cari Denge (Milyon Dolar)



Kaynak: TCMB

Cari Açığın Finansmanı (milyon dolar)



Kaynak: TCMB

**Merkezi Yönetim Bütçesi:**

*Merkezi yönetim bütçesi 2013 yılında 18.4 milyar TL açık verdi...*

Merkezi yönetim bütçesi 2013 yılında 18.4 milyar dolar açık vererek (GSYH'nin %1.2'si) 2012 yılındaki 31.5 milyon TL'lik açığa kıyasla belirgin bir iyileşme gösterdi. Öte yandan, bir önceki yılda 19 milyar TL olan faiz dışı fazla da 2013 yılı toplamında 31.5 milyon TL'ye yükseldi. Bütçede görülen güçlü performans yıllık bazda %17.1 artan bütçe gelirlerinden kaynaklandı (hedef %11.3). Öte yandan sadece Aralık ayı gerçekleşmesine bakıldığında ise mevsimsellik nedeniyle bütçenin 17.2 milyar TL açık verdiği ve 2012 yılındaki 16.1 milyar TL'lik açığa kıyasla belirgin bir değişiklik göstermediği anlaşılıyor. Son olarak Aralık 2012'de 14.4 milyar TL olan faiz dışı açık, geçen yıl 15.2 milyar TL'ye genişledi.

*Gelir cephesinde görülen iyileşme yıllık performansta etkili oldu...*

Gelir cephesindeki 2013 yılı performansında temel katkının vergi gelirlerinden kaynaklandığı ve toplam artışa %14.2 puan katkı sağladığı görülüyor. Vergi cephesindeki güçlü artışı ise özel tüketim vergisi ve ithalat üzerinden alınan KDV gelirleri açıklıyor. Sırasıyla %4.1 ve %3.8 puan katkı sağlayan bu gruplar büyümedeki olumlu 2013 yılı performansını yansıtıyor. Öte yandan, kurumlar ve katma değer vergileri sırasıyla %2.2 ve %1.9 puan katkı gerçekleştirdi.

Giderler tarafında ise faiz dışı harcamaların geçen yıl %14.2 arttığı ve bunun öncelikle cari transferlerde görülen büyümeden kaynaklandığı (%5.3 puan katkı) söylenebilir. Bu grubu sırasıyla %2.7 ve %2.6 puan katkı sağlayan personel ve sermaye giderleri takip etti. Faiz harcamalarının katkısı ise %0.4 puan oldu.

*Yıllık gerçekleşme bütçe cephesindeki olumlu performansına işaret ediyor...*

2013 yılı sonuçları bütçe cephesinde sağlıklı bir performansın gerçekleştiğini ortaya koyuyor. 2 seçimin gerçekleşeceği 2014 yılında ise bütçe performansını hükümetin mali disiplin konusundaki tavrı belirleyecek. Ayrıca, büyüme tarafında beklenen olası yavaşlamanın vergi kalemi ile bütçe gerçekleştirmelerinde olumsuz bir etkiye neden olacağı söylenebilir.

TL milyar	MERKEZİ BÜTÇE GERÇEKLEŞMESİ						
	2012		2013		YY Değişim		Gerçekleşme Oranı
	Ara	Oca-Ara	Ara	Oca-Ara	Ara	Oca-Ara	Oca-Ara 13
<b>HARCAMALAR</b>	<b>44,153</b>	<b>361,887</b>	<b>49,666</b>	<b>407,890</b>	<b>12.5%</b>	<b>12.7%</b>	<b>101.0%</b>
<b>1-Faiz Hariç Harcama</b>	<b>42,458</b>	<b>313,471</b>	<b>47,684</b>	<b>357,904</b>	<b>12.3%</b>	<b>14.2%</b>	<b>102.0%</b>
Personel Giderleri	5,563	86,463	6,274	96,237	12.8%	11.3%	99.0%
Sosyal G. Kur. Devlet Primi	1,389	14,728	1,536	16,305	10.6%	10.7%	97.1%
Mal ve Hizmet Alımları	6,893	32,894	8,375	36,268	21.5%	10.3%	108.4%
Cari Transferler	13,172	129,477	14,602	148,735	10.9%	14.9%	98.3%
Sosyal Güvenlik	4,073	63,684	4,888	71,793	20.0%	12.7%	98.5%
Sermaye Giderleri	11,378	34,365	13,629	43,609	19.8%	26.9%	130.2%
Sermaye Transferleri	2,695	6,006	2,041	7,655	-24.3%	27.5%	150.0%
Borç Verme	1,369	9,537	1,228	9,094	-10.3%	-4.6%	81.8%
<b>2-Faiz Harcamaları</b>	<b>1,695</b>	<b>48,416</b>	<b>1,981</b>	<b>49,986</b>	<b>16.9%</b>	<b>3.2%</b>	<b>94.3%</b>
<b>GELİRLER</b>	<b>28,076</b>	<b>332,475</b>	<b>32,458</b>	<b>389,441</b>	<b>15.6%</b>	<b>17.1%</b>	<b>105.2%</b>
<b>Genel Bütçe Gelirleri</b>	<b>26,381</b>	<b>320,536</b>	<b>30,516</b>	<b>376,105</b>	<b>15.7%</b>	<b>17.3%</b>	<b>104.1%</b>
Vergi Gelirleri	23,103	278,781	26,747	326,125	15.8%	17.0%	102.6%
Teşebbüs ve Mülkiyet Gelirleri	551	13,986	1,448	14,301	162.5%	2.3%	156.7%
Alınan Başış ve Yardımlar ile Özel	112	1,652	187	1,856	68.0%	12.4%	90.7%
Faizler, Paylar ve Cezalar	2,555	22,708	1,890	23,494	-26.1%	3.5%	104.7%
Sermaye Gelirleri	29	2,054	208	10,105	618.8%	392.0%	108.8%
Alacaklardan Tahsilat	31	1,355	36	224	16.3%	-83.5%	78.3%
<b>Özel Bütçeli İdare Öz Gelir</b>	<b>1,610</b>	<b>9,622</b>	<b>1,737</b>	<b>10,662</b>	<b>7.9%</b>	<b>10.8%</b>	<b>161.1%</b>
<b>Düzen. Denet. Kur. Gelirleri</b>	<b>85</b>	<b>2,318</b>	<b>205</b>	<b>2,673</b>	<b>141.4%</b>	<b>15.3%</b>	<b>114.1%</b>
<b>BÜTÇE DENGESİ</b>	<b>-16,077</b>	<b>-29,412</b>	<b>-17,208</b>	<b>-18,449</b>	<b>7.0%</b>	<b>-37.3%</b>	<b>54.3%</b>
<b>FAİZ DIŞI DENGİ</b>	<b>-14,382</b>	<b>19,004</b>	<b>-15,226</b>	<b>31,537</b>	<b>5.9%</b>	<b>65.9%</b>	<b>165.6%</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 bulundurdıkları tahvillerin toplam iç borç içerisindeki payı Aralıkta da gerilemeye devam etti...

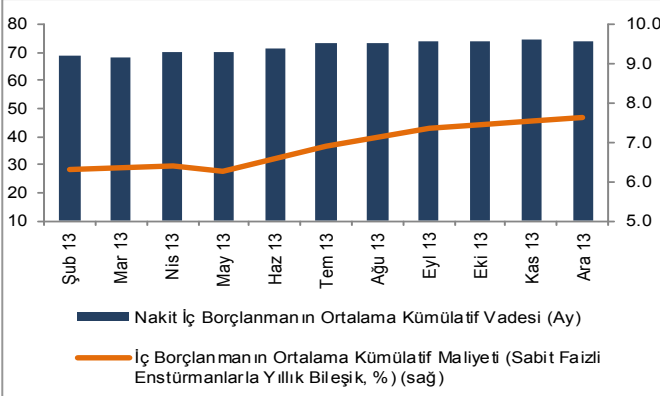
Kasım ayında sınırlı oranda artan Merkezi Yönetim borç stoku Aralık ayında bu eğilimini sürdürdü ve AA % 1.4 büyümeyle 585.7 milyar TL oldu. Aralık'ta toplam borcun %68.8'ini oluşturan iç borç ise aylık bazda %0.6 daraldı. Öte yandan, Dolar cinsinden dış borç stokundaki aylık bazda % 0.2'lik artışa karşın kurdaki yükselişin etkisiyle TL cinsi dış borç stokunda % 6.0'lık keskin bir büyüme kaydedildi. Ek olarak, uluslararası tahvillerin dış borç içerisindeki payı Aralık'ta %65.0 ile önceki aya kıyasla neredeyse değişmedi. Toplam borç stokunun faiz yapısına göre dağılımında ise sabit faizli enstrümanların toplam içerisindeki payının %61.5'e gerilediği gözlemlendi. 2012 sonu itibarıyla %23.2 seviyesinde bulunan yurtdışı yerleşiklerin iç borç stoku içindeki payı uluslararası piyasalardaki oynaklık nedeniyle devam eden sermaye çıkışlarının yansıması sonucu gerilemeye devam ederek Aralık'ta %21.5 oldu.

2013 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 Aralık'ta büyük oranda yatay seyirle 74.3 ay oldu (2012: 74.3 ay). İç borçlanmanın ortalama faizi ise yükselişini sürdürerek birikimli olarak %7.65'e geldi. Son olarak, Aralık sonu itibarıyla iç borç stokunun vadeye kalan gün sayısı 46.9 aya, toplam stokun süresi ise 66.8 aya yükseldi.

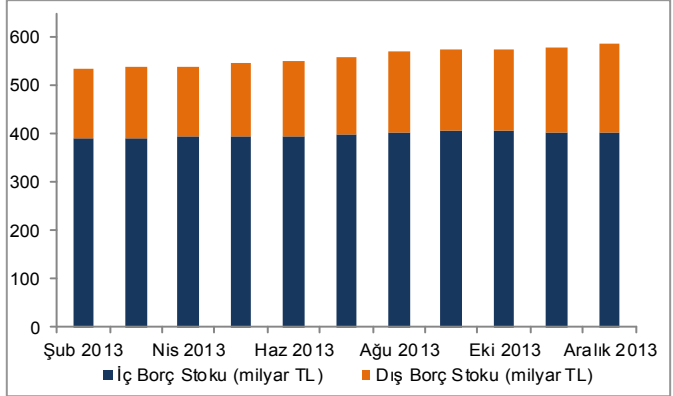
**İç Borç Stoku Alıcı Dağılımı**

	İç Borç Stoku Alıcı Dağılımı		
	2011	2012	Ara-13
<b>Bankacılık Kesimi</b>	<b>56.7</b>	<b>50.5</b>	<b>50.1</b>
Kamu bankaları	24.0	20.3	20.9
Özel bankalar	25.9	23.9	22.7
Yabancı bankalar	5.7	5.1	5.6
Kalk. Yat. Bankaları	1.1	1.2	0.9
<b>Banka dışı kesim</b>	<b>24.1</b>	<b>24.4</b>	<b>26.2</b>
Gerçek kişiler	1.6	0.7	0.9
Tüzel Kişiler	18.8	19.8	20.6
MKYF	3.8	3.9	4.7
<b>Yurtdışı yerleşikler</b>	<b>17.3</b>	<b>23.2</b>	<b>21.5</b>
<b>TCMB</b>	<b>2.0</b>	<b>1.9</b>	<b>2.1</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

	Ocak sonu değeri	Aylık %	Yılbaşından %
BIST	61858.21	-8.77	-8.77
DOW JONES	15698.85	-5.30	-5.30
S&P 500	1782.59	-3.56	-3.56
NIKKEI	14914.53	-8.45	-8.45
DAX	9306.48	-2.57	-2.57
SHANGAI	2033.08	-3.92	-3.92
BOVESPA	47638.99	-7.51	-7.51

Kaynak: Reuters

*Fed Ocak toplantısında niceliksel genişlemede yavaşlatmayı devam ettirdi ...*

*Öncü göstergeler AB'de ekonomik toparlanmanın devam ettiğini gösteriyor....*

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

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

### **Piyasalardaki Gelişmeler:**

Geçen yıl Aralık toplantısında tahvil alım programında 10 milyar dolar kısıtlamaya giden FED, Bernanke'nin son kez başkanlığını yaptığı Ocak toplantısında karar öncesi dönemde açıklanan ekonomik verilerde görülen oynaklığa rağmen, beklentilerle uyumlu bir şekilde niceliksel genişlemede yavaşlatmayı sürdürdü ve alım miktarını 75 milyar dolardan 65 milyar dolara indirdi. İklim şartlarına ve tahvil faizlerine duyarlı olan konut sektörü verileri ve Aralık ayı istihdam verilerindeki sürpriz düşük rakama rağmen (200 000 istihdam artış beklentisine karşılık 74 000'lik yükseliş) FED, toplantı notlarında ABD ekonomisinde ivme kaybı yerine toparlanmanın devam ettiğinin altını çizdi. Öte yandan, istihdam koşullarındaki iyileşmenin korunması ve enflasyonun uzun vadeli hedefine yakınsamayı sürdürmesi durumunda varlık alım programında sınırlandırmanın devam edeceği şeklindeki görüş yinelenirken, azaltma konusunda önceden belirlenmiş bir rotanın olmadığı da belirtilerek ekonomik verileri izleme sürecinin devam edeceğinin sinyali verilmiş oldu. Takip eden dönemde açıklanan son çeyrek büyüme verisi %3.2'lik bir artışla beklendiği gibi gelerek hükümetin 16 gün boyunca harcama yapamaz konuma düştüğü Ekim ayına rağmen büyüme cephesinde bir sorun olmadığını gösterdi. Son olarak konut sektörü ve Ocak ayı ISM imalat verilerinde olumsuz rakamlar gelse de bu görünümde sert hava koşullarının etkili olduğu düşünülüyor. Her ne kadar şu anda oluşan genel kanı FED'in Yellen'in başkanlığındaki ilk faiz toplantısında varlık alım programında kısıtlamaya devam edeceği yönünde olsa da, sıradaki toplantının 18 Mart'ta olacağı hesaba katıldığında olası bir sınırlandırma kararı hakkında bir tahminde bulunabilmek için henüz erken olduğunu ve önümüzdeki dönemde açıklanacak verilerin takip edilmesi gerektiğini düşünüyoruz.

Euro Bölgesi'nde ise Ocak ayında 52.9'a yükselerek (Aralık: 52.1) son yedi aydır yükseliş kaydeden bileşik PMI verisi aynı zamanda Haziran 2011'den bu yana en yüksek seviyesine ulaşmış oldu ve bölgede görülen ekonomik toparlanma sürecinin işlediğini gösterdi. Nitekim daha önceden açıklanan genel ekonomik görünüm endeksi Ocak'ta 100.9'a yükselerek PMI verisi öncesinde güçlenmenin sinyalini vermişti. Bununla birlikte, Ocak ayında enflasyon %0.7'ye gerileyerek Ekim'den bu yana en düşük seviyeye geldi ve Avrupa Merkez Bankası'nın (AMB) parasal gevşemede olası bir yeni bir adım atmasının belirleyici değişkeni olarak kalmaya devam etti. Öte yandan, ekonomik toparlanmanın devam ettiğini gösteren veriler hali hazırda faiz oranlarında bir azaltmaya gerek olmadığını gösteriyor Bu çerçevede 6 Şubat'taki toplantısında Avrupa Merkez Bankası (AMB) politika faizinde bir değişikliğe gitmezken, Başkan Draghi finansal piyasalarda tansiyonun yükselmesi veya orta vadeli enflasyon görünümünde bozulma olması durumunda AMB'nin müdahale etme konusunda kararlı olduğunun altını çizdi.

Benzer şekilde, İngiltere Merkez Bankası da politika faizini beklendiği gibi %0.5'te, varlık alım programının büyüklüğünü ise 375 milyar sterlinde bıraktı. Öte yandan, Banka'nın işsizlik oranının %7 seviyesinin altına inmeden faiz oranlarında bir artışa gitmeyeceğini açıklamasından sonra 6 ay içinde mevcut oranın %7.1 seviyesine gelmesi faiz oranlarında bir artışın bu yılın son çeyreğine çekilebileceği şeklinde algıyı güçlendiriyor. Dolayısıyla genel algı BOE'nin parasal koşulları gevşek tutmak istemesi durumunda bu hedefi güncellemesi gerektiği yönünde.

Asya tarafında ise son verilere göre Japonya'da sağlanan parasal ve mali desteğin etkisiyle özel talep kaynaklı ekonomik toparlanma devam ederken, diğer Asya ülkelerindeki görünüme bağlı olarak ihracat görece zayıf seyrediyor. Öte yandan, çekirdek enflasyon Aralık'ta son beş yılın en yüksek seviyesine ulaşarak ekonomik toparlanmanın sürdüğünü gösteren ayrı bir gelişme oldu.

Son olarak Çin'de imalat PMI verisinin Ocak ayında son 6 ayın en düşük seviyesine gerileyerek 50.5 olması (Aralık: 51) Dünya'nın en büyük ikinci ekonomisinde büyümenin görünümüne dair endişeleri bir miktar arttırsa da endeksin hali hazırda 50 seviyesinin üzerinde kalması ekonomik büyümede istikrarın henüz bozulmadığına işaret ediyor.

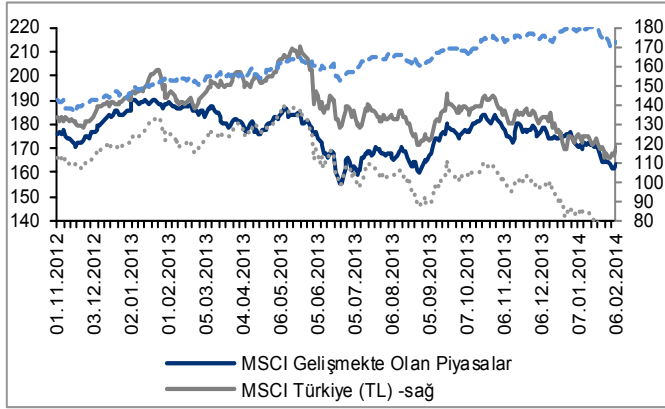
*Fed'in niceliksel genişlemede yavaşlatma kararına rağmen Euro güçlü duruşunu sürdürüyor...*

*Türkiye'nin gelişmekte olan ülkelerden olumsuz yönde ayrışması son günlerde büyük oranda sona erdi...*

Ocak sonunda ABD'de açıklanan büyüme verisi ve Fed'in faiz kararı ardından Dolar karşısında bir miktar gerilese de Euro ABD'nin niceliksel genişlemede yavaşlamayı sürdürmesi nedeniyle beklenen belirgin değer kaybını henüz göstermedi ve Ocak ayında 1.35-1.37 bandında hareketini sürdürdü. Ancak, niceliksel genişlemede kısıtlamayı benzer şekilde devam ettireceğini ve varlık alım programını 2014 yılı içerisinde sona erme ihtimalini göz önünde bulundurarak Doların kademeli olarak değer kazanacağını düşünüyoruz.

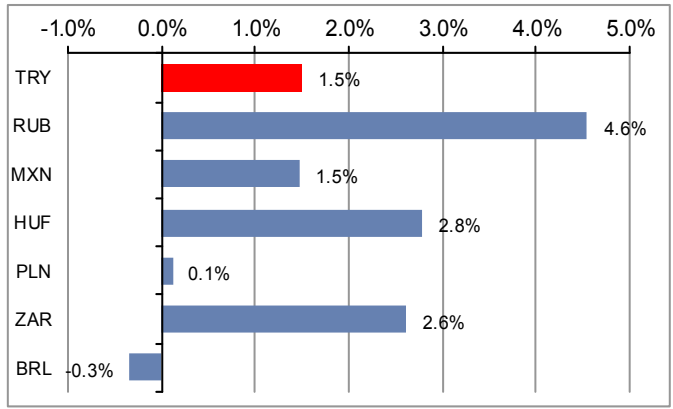
MSCI Gelişmekte Olan Piyasalar (GOÜ) Endeksi'nde yıl başında başlayan gerileme GOÜ'lere yönelik risk algısının artmasıyla geçtiğimiz ayda gücünü korudu. Bu çerçevede endeks yılbaşından bu yana %7.3 azalırken, 17 Aralık'ta başlayan adli süreç ve takip eden dönemde artan politik gerilim nedeniyle GOÜ'lerden olumsuz yönde ayrışmasını Ocak ayı genelinde büyük oranda sona erdiren Türkiye, diğer ülkelere benzer hareket etti ve yukarıda bahsedilen dönemde %4.9 değer kaybetti. Ancak, dolar cinsinden MSCI Türkiye endeksi kurdaki yükselişin etkisiyle daha belirgin bir gerileme kaydederek yıl başından bu yana %7.4 düştü. Aynı dönemde %4.1 azalan MSCI Dünya endeksinde ise gerilemenin daha sınırlı kaldığı anlaşılıyor. Türkiye endeksinin önümüzdeki dönemde diğer ülkelerle birlikte hareket etmeye devam etmesini ve gelişmekte olan ülkelere yönelik algının bu seyrde etkili olmasını bekliyoruz.

MSCI Endeksleri, 2008=100



Kaynak: Reuters

USD Değişimi, 9 Ocak - 6 Şubat



Kaynak: Reuters

*28 Ocak'taki ara toplantısında MB, faiz oranlarında belirgin bir artışa gitti...*

21 Ocak'taki PPK toplantısında faizlerde doğrudan bir değişikliğe gitmeyen MB, EPS günlerinde uygulanacak yeni fonlama yöntemiyle para politikasında sıkılaştırmanın dozunu artırma yolunu seçti. Ancak toplantıda alınan bu karara rağmen TL üzerindeki baskının devam etmesiyle 28 Ocak'ta ara PPK toplantısı düzenleyen MB, tüm politika faizlerinde kayda değer artış yaptı. Bu çerçevede, faiz koridorunun üst bandını oluşturan borç verme oranı %7.75'ten %12'ye, koridorun alt bandını oluşturan borçlanma faiz oranı %3.5'ten %8'e yükseltildi. Öte yandan, bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı %4.5'ten %10'a çekilirken, piyasa yapıcısı bankalara repo işlemi yoluyla tanınan borçlanma imkanı faizi %6.75'ten %11.5'e ve geç likidite penceresinden sağlanan borçlanma oranı %10.25'ten %15 düzeyine çıkarıldı. Öte yandan, bir hafta vadeli repo faiz oranını %4.5'ten %10'a çıkaran MB, önümüzdeki dönemde fonlamasını marjinal fonlama oranı yerine bir haftalık repo faizi üzerinden yapacağını açıklayarak operasyonel çerçevede bir sadeleştirmeye gitmiş oldu. Böylece, toplantının yapıldığı döneme kadar Ocak ortalamasında %7.17 olan ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti takip eden dönemde hızla yükselerek %10 seviyesine geldi.

Döviz piyasasına yönelik oynaklığın yıl başından beri devam ettiği piyasalarda MB, kurdaki değer kaybının azaltılması amacıyla 23 Ocak'ta yaklaşık 3 milyar dolarlık dorudan satım müdahalesi gerçekleştirdi. Öte yandan, geçen yıl yaptığı açıklamasında Ocak ayı boyunca günlük döviz satımında minimum 100 milyon dolarlık satış taahhütü veren MB, Şubat'ta bu miktarı 50 milyona indirdi. Yıl başından bu yana toplam satış rakamı ise 2.8 milyar dolar oldu. Doğrudan müdahalenin de etkisiyle Aralık sonunda 110.0 milyar dolar düzeyinde olan MB döviz rezervleri 6 Şubat itibariyle 103.5 milyar dolara geriledi.



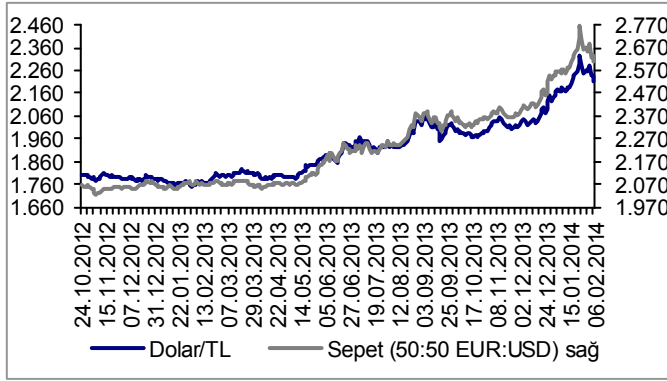
*MB kararı sonrasında TL gelişmekte olan ülkelerle birlikte hareket etmeye başladı...*

17 Aralıkta başlayan politik gerilimin yurtiçi piyasalara yansımalarıyla TL'de başlayan değer kaybı 2014 yılında da devam ederken, MB'nin 23 Ocak'taki doğrudan müdahaleye rağmen kur 24 Ocak'ta 2.33 seviyesine gelerek tarihi zirvesine ulaştı. Takip eden dönemde bir miktar gerileyen Dolar/TL MB'nin ara PPK toplantısı sonrasında 2.16 seviyelerine kadar gerilese de, özellikle faiz kararı sonrasında gelişmekte olan ülkelere olumsuz ayrışmanın sona ermesiyle küresel gelişmelere daha duyarlı hale geldi ve diğer ülkelerde de görülen satış baskısıyla yönünü tekrar yukarı çevirdi. Son birkaç gündür tekrar değerlendirilmeye eğilimine giren TL ise 2.20 seviyesine yaklaştı. Öte yandan, benzer şekilde hareket eden 50:50 Dolar:Euro sepeti, 24 Ocak'ta 2.76'ya kadar yükseldikten sonra düşüşe geçti ve 2.61 seviyelerine geldi.

*Önümüzdeki günlerde CDS primlerindeki volatilitenin küresel risk iştahına bağlı olarak süreceğini düşünüyoruz...*

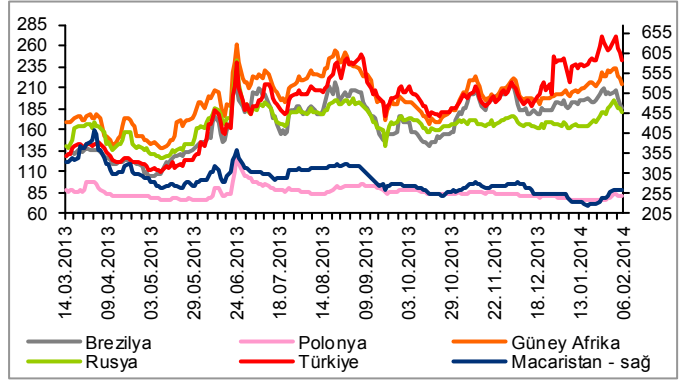
TL piyasasındaki gelişmelere paralel hareket eden Türkiye'nin CDS primleri, Ocak ayının ilk haftasından 24 Ocak tarihine kadar yükselerek, 271 seviyesine geldi ve Haziran 2012'den bu yana en yüksek seviyesine ulaştı. Bu döneme kadar diğer GOÜ'lere kıyasla daha kötü bir performans gösteren Türkiye, takip eden dönemde görece daha iyi hareket ederek kayıplarının bir kısmı telafi etse de 6 Şubat itibarıyla 243 seviyesinde olan CDS primi halen görece yüksek seviyelerde seyrediyor. Önümüzdeki dönemde bu cephedeki seyri gelişmekte olan ülkelere yönelik algının belirleyeceğini düşünüyoruz.

#### Kur Gelişmeleri



Kaynak: Reuters

#### Seçilmiş Ülkelerin 5 Yıl Vadeli CDS Değerleri



Kaynak: Reuters

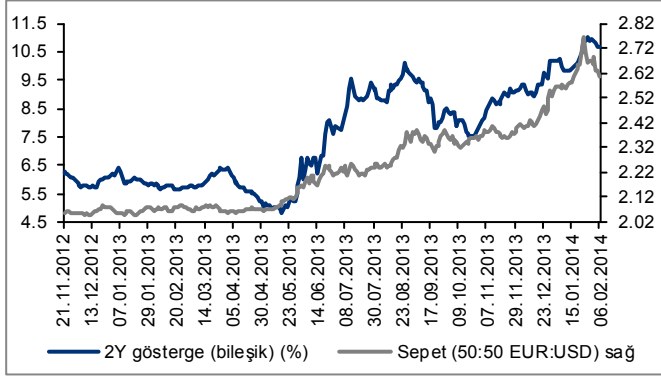
*Tahvil piyasasında çıkış devam ediyor...*

Ocak ayında tahvil ve bono piyasasında görülen dalgalı seyre rağmen genel eğilim çıkış yönünde oldu. Bu çerçevede ay genelinde tahvil piyasasından yaklaşık 0.6 milyar dolarlık bir çıkış görülürken, repo işlemleri hariç tutulduğunda sermaye çıkışının 1.2 milyar dolarla daha belirgin olduğu görülüyor. Öte yandan hisse senedindeki sermaye çıkışı ise 263 milyon dolarla daha sınırlı oldu. Böylece, piyasalarda dalgalanmanın başladığı Mayıs sonundan bu yana tahvil piyasasındaki toplam hareket -5.3 milyar dolar ile halen çıkış yönünde olmaya devam etti (repo hariç: 7.9 milyar dolar). 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 Ocak sonunda tahvil piyasasında 47.1 milyar dolara, hisse senedinde ise 44.8 milyar dolara geriledi.

*Getiri eğrisi MB kararı sonrasında ters eğimli hale geldi...*

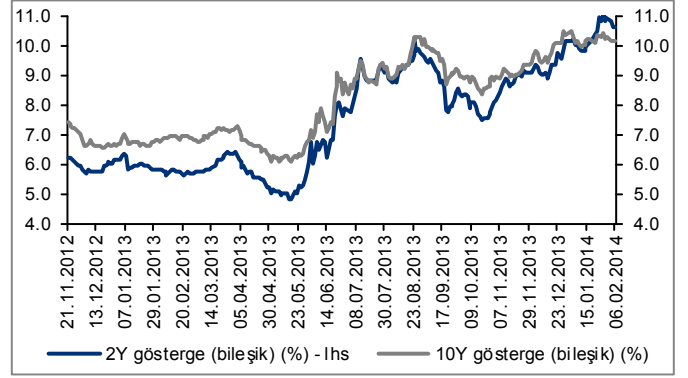
Geçen yılın son iki haftasında politik haberlerin etkisiyle yükselişini hızlandıran ve çift hanelere gelen 2 yıllık gösterge tahvilin bileşik faizi, Ocak ayında da bu eğilimini korurken, MB'nin ara toplantısı ardından bir miktar daha yükselerek %11 seviyelerine gördü. Ay ortalamasında ise 2 ve 10 yıllık gösterge tahviller sırasıyla %9.24 ve %9.80 olan Aralık ortalamalarından %10.33 ve %10.22'ye yükseldi. Öte yandan, Ocak ayı itibarıyla MB'nin TL'de değer kaybını önlemek adına faizlerde artışa gidebileceği yönündeki beklentileriyle yataylaşma eğilimini arttıran getiri eğrisi MB'nin ara kararı sonrasında kısa vadeli faizlerin uzun vadeliye kıyasla daha çok tepki vermesine bağlı olarak ters eğimli hale geldi. Aralık ortalamasında 56 baz puan olan 2-10 yıllık gösterge tahvil faizleri arasındaki fark Ocak ayının ortalamasında 7 baz puan oldu. Öte yandan benzer eğilim Şubat ayında da devam ettiğini görüyoruz.

## Gösterge Faiz ve Kur



Kaynak: Reuters

## Vadelerine Göre Gösterge Faiz



Kaynak: Reuters

2014 yılının ilk ayına ait borçlanma programını başarıyla sonlandıran Hazine düzenlediği 5 ihale ile birlikte 11.2 milyar TL borçlandı. Aynı ayda ödenmesi gereken borç ise 12.1 milyar TL seviyesinde bulunuyordu. Şubat-Mart-Nisan borçlanma programına göre ise Hazine, Şubat ayında 15.6 milyar TL iç borç servisinin 13.7 milyar TL'lik kısmını 6 ihale ile birlikte (9.6 milyar TL piyasadan, 2.6 milyar TL kamudan ve 1.5 milyar TL kira sertifikası ihracıyla) sağlamayı planlıyor

**Görünüm:**

Önümüzdeki dönemde, MB'nin faiz artışının ve operasyonel çerçevede sadeleştirme kararının TL dinamiklerine katkıda bulunacağını ve gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarının oynak bir seyir izlemeye devam etmesi beklenen 2014 yılında risk algısını kontrol etmede işlevsel bir rolü olacağını düşünüyoruz. Bu çerçevede kısa vadede, özellikle yerel seçimlerin gerçekleşeceği Mart ayına kadar TL üzerindeki baskının devam etmesini, olası bir iyileşmenin yılın ikinci yarısında gerçekleşmesini ve Dolar/TL'nin yıl sonunda 2.15 seviyesine gerilemesini bekliyoruz. Öte yandan, 2 yıllık tahvil faizlerinin MB'nin enflasyonda belirgin bir iyileşme görünüşüne kadar sıkı para politikası duruşunu korumasına bağlı olarak görece daha az tepki vermesini ve yılı % 10.20 seviyelerine yakın oranlarda tamamlamasını bekliyoruz.

**Diğer önemli gelişmeler:**

BDDK haftalık verilerine göre bankacılık sektörü toplam kredilerinde kur etkisinden arındırılmış yıllık artış Ocak ayı genelinde %23.9 seviyesinde yatay seyretti. Yıllık bazda kredi büyümesine en büyük katkı ise kurumsal krediler tarafından geldi. Öte yandan aylık bazdaki değişim, son alınan BDDK kararlarının etkisinin özellikle kredi kartları üzerinde hissedilmeye başladığını gösteriyor. Ayrıca tüketici kredilerindeki AA zayıf büyüme görünümü de dikkat çekti

Fonlama tarafında ise, toplam mevduatlarda Ocak ayında büyüme %26.3 olurken, bu artışta Aralık'ta olduğu gibi 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 yılın ilk ayında %2.66 oldu .

*Küresel gelişmeler ve yurtiçi gündem yılın kalanında TL'nin seyrini belirleyecek...*

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

## 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
25-Oca-13	801,223	591,109	119,581	820,298	534,503	162,652
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
24-Jan-14	1,086,340	760,865	140,643	1,036,128	607,834	185,072
Yılıbaşından bu yana değişim	2.7%	0.5%	0.9%	2.1%	-1.5%	0.6%
Bir önceki yılın aynı ayına göre değişim	35.6%	28.7%	17.6%	26.3%	13.7%	13.8%

Kaynak: BDDK

HAZİNE İÇ BORÇ İHALELERİ																			
											Toplam Satış Miktarı		139,970.21						
											Piyasa Çevrim Oranı		83.75%						
2013																			
											SATIŞ MİKTARI (TRYmilyon)								
											FAİZ ORANI		PIYASA		KAMU KURUM.		TOPLAM		
											BASİT	BİLEŞİK	NOM	NET	NOM	NET	NOM	NET	
											İHRAÇ TARİHİ	VADE TARİHİ	İHALE-TALEP/SATIŞ						
OCAK	DT	22.01.2014	25.03.2015	2.24	10.31	10.22	1618.26	1443.64	0.00	0.00	1618.26	1443.64							
	DT	29.01.2014	14.11.2018	1.32	10.95	11.25	2004.24	1879.62	1230.51	1154.00	3234.75	3033.62							
	TUFEX	29.01.2014	14.11.2018	7.37	3.69	3.73	1640.58	1561.73	1527.41	1454.00	3167.99	3015.73							
	DT	29.01.2014	07.10.2015	4.01	10.73	11.01	1574.32	1556.41	0.00	0.00	1574.32	1556.41							
	DT	29.01.2014	27.09.2023	1.76	10.17	10.43	1166.69	1100.81	1118.14	1055.00	2284.83	2155.81							
Ocak 2014								Toplam Satış Miktarı		11,205.20									
								Piyasa Çevrim Oranı		92.40%									

## İç borçlanma programı - Şubat 2014 ayı ihale takvimi

Vade	Senet türü	İhale tarihi	Valör tarihi	İtfa tarihi
13 Ay (399 Gün)	TL cinsi kuponsuz 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
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
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
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
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 borçlanma programı - Mart 2014 ayı ihale takvimi

Vade	Senet türü	İhale tarihi	Valör tarihi	İtfa tarihi
5 Yıl (1715 Gün)	TL cinsi sabit kuponlu Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç)	18.02.2014	19.02.2014	25.03.2015
5 Yıl (1813 Gün)	TL cinsi TÜFE'ye endeksli Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç)	24.02.2014	26.02.2014	14.11.2018
2 Yıl (721 Gün)	TL cinsi sabit kuponlu Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç)	24.02.2014	26.02.2014	20.02.2019
7 yıl (2443 gün)	TL cinsi değişken faizli Devlet Tahvili-6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç)	25.02.2014	26.02.2014	24.02.2016
10 yıl (3493 gün)	TL cinsi sabit kuponlu Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç)	25.02.2014	26.02.2014	11.11.2020
16 Ay (483 Gün)	TL cinsi kuponsuz Devlet Tahvili (ilk ihraç)	25.02.2014	26.02.2014	27.09.2023

## İç Borç Ödemelerinin Alıcılara Göre Dağılımı

Milyon TL	Piyasa	Kamu Kuruluşları	TOPLAM
<b>Şubat 2014 İç Borç Ödemeleri</b>			
05.02.2014	407	5	412
12.02.2014	349	38	387
19.02.2014	569	75	643
26.02.2014	11,957	2,161	14,117
<b>TOPLAM</b>	<b>13,281</b>	<b>2,279</b>	<b>15,560</b>
<b>Mart 2014 İç Borç Ödemeleri</b>			
05.03.2014	14,214	2,448	16,662
12.03.2014	473	107	580
19.03.2014	830	311	1,141
26.03.2014	641	196	837
<b>TOPLAM</b>	<b>16,158</b>	<b>3,062</b>	<b>19,220</b>

**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	2.4	4.1
Özel tüketim (% YY)	4.6	5.5	-0.3	-2.3	6.7	7.7	-0.7	4.6	1.6	4.7
Kamu tüketimi (% YY)	8.4	6.5	1.7	7.8	2.0	4.7	5.7	4.5	3.0	3.5
Yatırım (%YY)	13.3	3.1	-6.2	-19.0	30.5	18.0	-2.5	4.7	3.1	6.3
Sanayi üretimi (%YY)	7.7	6.9	-0.9	-10.4	12.4	9.7	2.5	4.2	2.7	4.5
İşsizlik oranı (%)	10.2	10.3	11.0	14.0	11.9	9.8	9.2	9.7	10.1	9.8
Nominal GSYH (TL milyar)	758	843	951	953	1,099	1,297	1,417	1,582	1,773	1,964
Nominal GSYH (EUR milyar)	421	474	501	442	552	558	615	616	615	769
Nominal GSYH (USD milyar)	526	649	742	617	732	774	786	821	795	923
Kişi başına GSYH (USD)	7,586	9,240	10,438	8,559	10,022	10,466	10,504	10,734	10,284	11,807
<b>Fiyatlar</b>										
TÜFE (ortalama %YY)	9.6	8.8	10.4	6.3	8.6	6.5	8.9	7.5	7.7	6.3
TÜFE (yıl sonu %YY)	9.65	8.39	10.06	6.5	6.4	10.4	6.2	7.4	7.5	6.8
Yİ-ÜFE (ortalama %YY)	9.8	6.3	12.7	1.2	8.5	11.1	6.1	4.5	11.1	6.6
<b>Kamu Dengesi (GSYH %)</b>										
Konsolide bütçe dengesi	-0.6	-1.6	-1.8	-5.5	-3.6	-1.4	-2.1	-1.2	-2.3	-1.9
Faiz dışı denge	5.4	4.1	3.5	0.1	0.8	1.9	1.3	2.0	0.5	0.9
Toplam kamu borcu	46.5	39.9	40.0	46.1	42.3	39.2	36.1	35.0	34.5	33.6
<b>Dış Denge*</b>										
İhracat (USD milyar)	93.6	115.4	140.8	109.6	120.9	143.4	163.2	161.0	186.7	203.8
İthalat (USD milyar)	134.7	162.2	193.8	134.5	177.3	232.5	228.6	244.1	246.6	272.8
Dış ticaret dengesi (US\$ milyar)	-41.1	-46.9	-53.0	-24.9	-56.4	-89.1	-65.3	-83.1	-59.9	-69.0
Dış ticaret dengesi (GSYH %)	-7.8	-7.2	-7.1	-4.0	-7.7	-11.5	-8.3	-10.1	-7.5	-7.5
Cari denge (US\$ milyar)	-31.8	-37.8	-40.4	-12.2	-45.4	-75.1	-47.7	-63.4	-43.7	-54.0
Cari denge (GSYH %)	-6.0	-5.8	-5.4	-2.0	-6.2	-9.7	-6.1	-7.7	-5.5	-5.9
Net doğrudan yatırım (US\$ milyar)	19.3	19.9	17.2	7.1	7.6	13.7	8.5	8.0	7.4	9.2
Net doğrudan yatırım (GSYH %)	3.7	3.1	2.3	1.2	1.0	1.8	1.1	1.0	0.9	1.0
Cari açık + net doğrudan yat. (GSYH %)	-2.4	-2.7	-3.1	-0.8	-5.2	-7.9	-5.0	-6.7	-4.6	-4.9
İhracat hacmi - miktar (%YY)	12	12	7	-8	11	6	16	-1	13	3
İthalat hacmi - miktar (%YY)	8	13	-1	-13	18	13	1	7	-3	10
Döviz rezervleri (altın hariç, USD milyar)	60.9	73.3	71.0	70.7	80.7	78.5	99.9	112.7	103.0	115.0
İthalatı karşılama oranı (ay)	5.4	5.4	4.4	6.3	5.5	4.0	5.2	5.5	5.0	5.1
<b>Borç Göstergeleri</b>										
Brüt dış borç stoku (US\$ milyar)	208	250	281	269	292	304	337	389	421	462
Brüt dış borç stoku (GSYH %)	40	39	38	44	40	39	43	47	53	50
Brüt dış borç stoku (İhracat %)	223	217	200	246	241	212	206	242	225	227
Toplam dış borç servisi (US\$ milyar)	40.1	48.7	53.8	58.9	55.8	50.7	52.4	69.1	86.8	67.3
Toplam dış borç servisi (GSYH %)	8	8	7	10	8	7	7	8.4	10.9	7.3
Toplam dış borç servisi (İhracat %)	43	42	38	54	46	35	32	42.9	46.5	33.0
<b>Faiz ve Kurlar</b>										
Merkez Bankası politika faizi (%) yılsonu	17.50	15.75	15.00	6.50	6.50	5.75	5.50	4.50	10.00	10.00
Geniş para arzı (%YY)	23.4	15.4	27.5	12.9	19.0	11.5	10.3	23.2	13.6	12.3
3 aylık TL faiz oranı (%) ortalama	16.6	17.3	17.6	10.2	7.4	8.5	8.7	6.9	10.5	10.3
USD/TRY yıl sonu	1.41	1.16	1.51	1.51	1.55	1.91	1.78	2.13	2.15	2.10
USD/TRY ortalama	1.43	1.30	1.29	1.55	1.50	1.67	1.79	1.93	2.23	2.13
EUR/TRY yıl sonu	1.86	1.71	2.14	2.16	2.05	2.46	2.35	2.94	2.58	2.52
EUR/TRY ortalama	1.80	1.78	1.90	2.15	1.99	2.32	2.30	2.57	2.88	2.55
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 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 dayanarak 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.