

## İçindekiler:

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

## Jeopolitik riskler ve politik gelişmeler ön plana çıkıyor...

Yılın ilk yarısında küresel piyasaların seyrine bakıldığında, ilk bir kaç aydaki dalgalanmaların ardından, özellikle Mart'ın ikinci yarısıyla birlikte gelişmekte olan ülke para birimlerinin ve getiri oranlarının genelde olumlu bir seyir izlediği gözleniyor. Nitekim, piyasalardaki oynaklığın önemli bir göstergesi olan VIX endeksinin son dönemde 10-11 aralığında tarihi düşük düzeylere gerilemesi de risk algısının önemli ölçüde azaldığını ortaya koyuyor. Yılın ikinci yarısında bu eğilimde hemen bir değişiklik olmayacağı anlaşılmakla birlikte, Fed'in tahvil alım sürecinin sona ermesinin ardından ilk faiz artırımının zamanlamasına yönelik beklentiler halen %2.65 ile düşük düzeylerde seyreden ABD 10 yıllık faizlerinde yukarı yönlü bir güçlü bir seyri de beraberinde getirebilecektir. Nitekim, Fed tarafından yakından takip edilen ve %2'nin altında kalmasının enflasyonist bir baskı olmadığını göstergesi olarak algılanan PCE endeksinin yakın dönemde bu seviyeyi aşabileceğinin anlaşılması önümüzdeki dönemde bu yönden gelebilecek bir risk algısının faiz oranları üzerinde baskıyı arttırabileceğini düşündürüyor. Yine de Fed'in davranış değişikliğinden gelebilecek olası olumsuz etkilerin, Mayıs 2013'le karşılaştırıldığında kırılma noktalarını azaltma adına atılan önemli politika adımları ve toparlanan küresel büyüme ortamı dikkate alındığında gelişmekte olan ülkeleri nispeten daha az olumsuz etkileyebileceğini tahmin ediyoruz. Yurtiçinde ise özellikle Haziran ortasında ilk etapta piyasaları önemli ölçüde dalgalandıran Irak'a yönelik riskler halen yönetilebilir gözükmektedir. Yine de 2013 ihracatında %8'e yakın ağırlığa sahip olan ve bu yıldaki ihracat artışına Almanya'nın ardından en büyük katkıyı sağlayan Irak, aynı zamanda Türkiye'nin petrol ithalatının geçtiğimiz yıl neredeyse üçte birini karşılamıştır. Irak'la Türkiye'nin dış ticaretinin yoğunlaştığı ve ülkenin petrol üretiminin önemli kısmını sağlayan kuzey ve güney kesimlerine yayılma eğilimi azalmış olsa da, gerek Türkiye'nin dış ticaretindeki ağırlığı gerekse Körfez ülkeleriyle olan transit ticaretin geçişine olumsuz yansımaları Irak'tan kaynaklanacak temel riskler olabilir. Öte yandan, petrol fiyatlarındaki yükselişler de hem cari açığı hem de enflasyonist baskıları artırma potansiyeli taşımaktadır. Son dönemde, kurdaki hareketlerden kaynaklanan geçişkenlik ve gıda fiyatlarındaki baskıdan dolayı yukarı yönlü bir eğilim sergileyen yıllık enflasyon, Haziran'da beklentilerin üzerinde gelen aylık rakama rağmen baz etkisinden dolayı gerilerken, özellikle çekirdek göstergelerin ivme kaybına rağmen yüksek seyrederek hedefin iki katı düzeyinde gerçekleşmesi MB'nin politika faizine yönelik kararlarında nasıl hareket edeceği sorusunu öne çıkarmaktadır. Haziran PPK'sında Irak'taki belirsizliklerin kalıcı olması durumunda ihracat ve petrol fiyatları kanalıyla dış dengedeki iyileşmeyi yavaşlatabileceğini hatırlatan ve benzer şekilde enerji fiyatlarındaki olası yükselişlerin enflasyonu etkileyebileceğini vurgu yapan MB henüz bir politika tepkisi vermeyerek jeopolitik gelişmeleri bir süre daha izlemeyi tercih etmiştir. Ek olarak, Cumhurbaşkanlığı seçimi arifesinde iç politikaya yönelik gelişmeler ve sonrasında Başbakan Erdoğan Cumhurbaşkanı seçildiği takdirde iktidar partisinin yeni yönetiminin ve hükümetin nasıl oluşturulacağına dair yansımalar enflasyon zerinde esas belirleyici değişken olan TL'nin seyrinde etkili olabilecektir. Dolayısıyla yeni bir faiz indirimini gerektirendirmenin zorluklarına rağmen, enflasyondaki iyileşmenin yavaş seyrettiği bir ortamda daha önce olduğu gibi MB'nin, küresel likidite koşullarındaki iyileşmeyi hatırlatarak Haziran'da yaptığı indirime benzer şekilde 50 baz puanlık ölçülü bir faiz indirimini yapması yüksek bir olasılık olarak gözükmektedir. MB'nin gevşeme adımlarının yaratabileceği risklerin en azından bir süre daha kontrol altında seyredebileceğini, 2014'ün kalanında MB'nin faiz indiriminin 50 baz puanla sınırlı kalacağını, gerektiğinde likidite uygulamaları yoluyla kısa vadeli faizleri koridorun üst bandına doğru iterek piyasalardaki dalgalanmaları kontrol altına almaya çalışacağını öngörüyoruz.

**Muhammet Mercan - Kıdemli Ekonomist**

## ING Bank A.Ş.

### Ekonomik Araştırmalar Grubu

#### Adres:

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

E-posta: [arastirma@ingbank.com.tr](mailto:arastirma@ingbank.com.tr)

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

Rapor Tarihi: 7 Temmuz 2014

## Temmuz ve Ağustos ayında takip edilecek önemli gelişmeler:

- 11 Temmuz: Mayıs ödemeler dengesi
- 15 Temmuz: Nisan hane halkı işgücü istatistikleri
- 15 Temmuz: Haziran Merkezi Yönetim bütçe gerçekleştirmeleri
- 17 Temmuz: Temmuz PPK toplantısı
- 25 Temmuz: Temmuz reel sektör güven endeksi, kapasite kullanım oranı
- 25 Temmuz: Haziran dış ticaret dengesi
- 31 Temmuz: Temmuz tüketici güven endeksi
- 4 Ağustos: Temmuz TÜFE, Yİ-ÜFE

## Piyasalar

### Küresel Gelişmeler

Son dönemde küresel piyasaların seyrinde özellikle ABD'de açıklanan veriler önemli rol oynamaya devam etti. Öncelikle, Haziran faiz kararı toplantısında ABD Merkez Bankası (Fed) ekonomideki toparlanmaya duyduğu güvene dikkat çekti ve gelecek yıldan itibaren başlanacak faiz artırımlarında biraz daha hızlı hareket edilebileceğinin işaretini verdi. Fed buna karşılık, uzun vadeli politika faizi hedefini indirdi. Büyüme tarafında ise, 2014 gayri safi yurtiçi hasıla (GSYH) beklentisi %2.9'dan %2.1-2.3 aralığına çekilirken, bunun sert kış koşulları gibi bazı "geçici" faktörlerin bir sonucu olduğuna vurgu yapıldı. GSYH için 2015 ve 2016 beklentileri buldukları seviyede bırakıldı. Yellen, "uzun vadede ekonomik büyüme ile ilgili tahminlerde bir miktar gerileme" nedeniyle Fed'in uzun vadeli politika faizi beklentilerini %4'ten %3.75'e indirdiğini ifade etti. İki gün süren toplantının ardından yetkililerin gelecek iki yılda enflasyonun yavaş da olsa yükseldiği, işsizliğin gerilediği ve %3 civarında trend üzeri büyümeden oluşan ekonomik görünümünden memnun olduğu görülüyor. Fed yetkilileri buna bağlı olarak gelecek iki yılda faizin seyrine dair beklentilerini en son üç ay önce açıklanan seviyelerle karşılaştırdığında kısmen yükseltti. Tahminlerin ortanca değerine göre 2015'te faizin Mart ayında yayımlanan tahminlere kıyasla sınırlı bir artışla %1.125'e yükseleceğini öngörülüyor. Fed yetkilileri 2016 için ise biraz daha agresif bir artış tahmin ediyor. Buna göre, 2016 sonu için beklentiler Mart ayındaki %2.25 düzeyinden %2.5'e yükseltildi. Fed ayrıca, aylık tahvil alım tutarını beklendiği gibi 10 milyar dolar daha azaltarak 45 milyar dolardan 35 milyar dolara düşürdü.

*Haziran faiz kararı toplantısında Fed uzun vadeli politika faizi beklentilerini %4'ten %3.75'e indirdi...*

*ABD'de Mayıs PCE enflasyonunu %1.8 ile önümüzdeki birkaç ayda %2 olan hedefi geçebileceği izlenimi veriyor...*

Ek olarak, ABD'de gayri safi yurtiçi hasılanın (GSYH) bu yılın birinci çeyreğinde kaydettiği daralma, daha önce açıklanan %1 seviyesinden %2.9'a revize edildi. Daralma beklentilerin üzerinde ve 2009'un ilk çeyreğinden bu yana görülen en yüksek seviyede gerçekleşti. Açıklanan veri, sert kış koşullarının ekonomik aktiviteyi ciddi olarak olumsuz etkilediğini ortaya koyarken, bu yılın ikinci çeyreğinde ivmelenmenin daha net görüleceği ve büyümenin sert bir artış kaydedeceği beklentileri korunuyor. ABD'de geçen yılın dördüncü çeyreğinde GSYH'nin kaydettiği nihai büyüme %2.6 olmuştu. Öte yandan, Fed'in yakından takip ettiği iki göstergeden enflasyon tarafında PCE %1.8 (hedef: %2) ile Ekim 2012'den beri en yüksek düzeye ulaşarak, %2.1 olan manşet TÜFE enflasyonunun sadece 0.3 puan altında kalırken, önümüzdeki aylarda bu kalemdeki artışın süreceği öngörülüyor. Fed her ne kadar istikrarlı olarak düşük enflasyondan bahsetmeye devam etse de, enflasyon hedefe yakınsadıkça tahvil piyasasında yukarı yönlü hareketlerin güçleneceği söylenebilir. Fed'in ikinci temel hedef olarak ortaya koyduğu işgücü piyasasında ise tarım dışı istihdam Haziran'da 288,000 ile 215,000 olan piyasa beklentisinin çok üzerinde bir artış kaydederken, işsizlik oranı da %6.3'ten %6.1'e geriledi. Açıklanan rakamlar, istihdamdaki toparlanma ivmesinin sürdüğünü gösterdi. İşsizlik oranı halen %6 olan hedefin üzerinde seyrederken, kısa vadede Fed'in politika uygulamalarını değiştirmeyeceğini, ancak sonbahardan itibaren söylemini değiştirerek yeni adımlar atma sinyallerinin güçleneceğini düşünüyoruz.

Euro Bölgesi'nde ise Haziran'daki para politikasına yönelik kapsamlı gevşeme adımlarının ardından Temmuz'da AMB'nin politika tavrında bir değişiklik gözlenmedi. Toplantı sonrasında önümüzdeki dönemde uygulanacak TLTRO'lara

**Piyasa Özeti**

	12-06-14	07-07-14		
	KAPANIŞ	KAPANIŞ	AYLIK	YBY
	DEĞERİ	DEĞERİ	DEĞİŞİM	DEĞİŞİM
BIST -100	79,834	78,951	-1.11%	16.44%
DOW JONES	16,734	17,024	1.73%	2.70%
NIKKEI 225	14,974	15,379	2.71%	-5.60%
DAX	9,939	9,906	-0.33%	3.71%
FTSE 100	6,843	6,824	-0.29%	1.10%
BOVESPA	55,102	53,802	-2.36%	4.46%
A.B.D. 10 Yıllık Tahvil Faizi (%)	2.59	2.62	1.20%	-38.90
BRENT PETROL	112.98	108.75	-3.74%	-1.58%
USD/TRY	2.1105	2.1286	0.86%	-0.76%
EUR/USD	1.3551	1.3604	0.39%	-1.03%
50:50 USD:EUR SEPET	2.4852	2.5122	1.08%	-1.35%
ALTIN	1,272.86	1,319.89	3.69%	9.54%
MSCI Dünya	1,725.49	1,754.80	1.70%	5.64%
MSCI GÜ	1,054.74	1,064.33	0.91%	6.15%
MSCI Türkiye	1,149,147.4	1,134,001.9	-1.32%	17.85%

yönelik teknik detayları duyuran AMB, varlık alımlarını yönelik isteğini tekrarlar larken, olumsuz şartların güçlenmesi durumunda varlık alım programının daha da genişletilebileceğinin sinyalini verdi. Özet olarak, banka deflasyon riskine karşı teyakkuz durumunu korurken, düşük faiz ortamının çok uzun bir süre devam edeceğine vurgu yaptı.

*Japonya'da açıklanan yeni tedbir paketinin detayları ekonominin seyri açısından önem taşıyor...*

Uzakdoğu'da ise Japonya Başbakanı Shinzo Abe, uzun vadede ekonomik büyümeyi destekleme amaçlı bir tedbir paketi açıkladı. Pakette kurumlar vergisinde indirimden, kadın çalışanların ve yabancı işçilerin rolünün artırılmasına kadar çeşitli önlemler yer alıyor. Başbakan Abe deflasyona son verme ve sürdürülebilir büyüme sağlama vaadiyle, parasal gevşeme, mali harcamalar ve reformların oluşturduğu üç taraflı bir strateji izleyeceğini açıklayarak işbaşı yapmıştı. Açıklanan uzun vadeli ekonomi politikaları doğru yönde atılmış bir adım olarak değerlendirilirken, yine de nasıl şekilleneceği ve uygulanacağı konusunda detayların açıklanması belirsizliğin azaltılması açısından önem taşıyor .

**Döviz piyasası**

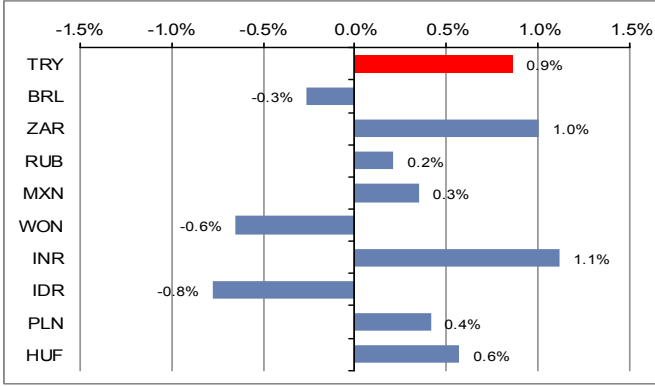
*AMB'nin Temmuz toplantısı ardından Euro/Dolar paritesi 1.36'nın altına geriledi....*

AMB Başkanı Draghi'nin Haziran ayında parasal gevşemeye yönelik yeni bir adım atılabileceğinin sinyalini vermesi ve sonrasında 5 Haziran'da öngörüldüğü gibi kapsamlı bir parasal gevşeme paketi açıklamasının ardından Haziran'da Euro/Dolar paritesinde genelde aşağı yönlü bir seyir hakim oldu. Ancak ABD'de ilk açıklandığında %0.1 olan ilk çeyrek verisinin iki ayrı revizyonla aşağı çekilerek %-2.9'a indirilmesinin ardından halen devam eden destekleyici para politikasının korunacağı ve ilk faiz artırımının hemen gerçekleşmeyeceği beklentileriyle Dolar Euro'ya karşı değer kaybederken, parite tekrar yükselişe geçerek Haziran sonu itibarıyla neredeyse 1.37'e ulaştı. Temmuz başında ise gerek ABD PCE enflasyonunda gözlenen yukarı yönlü hareket ve güçlü istihdam verileri gerekse AMB'nin uzun süre faiz arttırmayacağını iyice netleşmesinin ardından Euro/Dolar paritesi yeniden 1.36 seviyesinin altına geldi. Önümüzdeki dönemde, mevcut azaltım sürecinin devam ettiği varsayımı altında Fed'in tahvil alım programını sonbaharda sonlandırdığı ve takip eden dönemde faiz artışının fiyatlanmaya başladığı bir ortamda Dolar'ın Euro karşısındaki değer kazanma eğiliminin hızlanacağını ve yıl sonunda 1.28 seviyelerine altına gelebileceğini düşünüyoruz.

*Mayıs'ta genelde sakin bir seyir izleyen Dolar/TL Haziran'da yükseldi...*

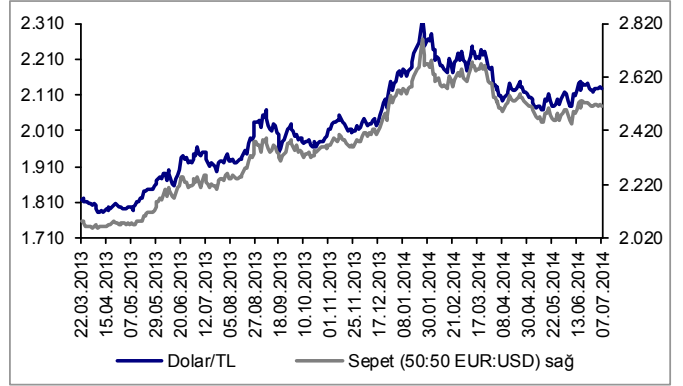
Yurtiçi döviz piyasasında ise 22 Mayıs'taki PPK toplantısında ne yönde karar alınacağına dair belirsizliklerle yükseliş eğilimine giren Dolar/TL, MB'nin Mayıs toplantısında politika faizinde 50 baz puanlık indirimine rağmen sıkı duruşunu koruyacağını yinelemesiyle ay sonunda kadar daha sakin bir seyir izledi. Haziran başında benzer para birimlerine paralel zayıflayan TL 2.12'ye yaklaştı da,

## USD Değişimi, 12 Haziran - 7 Temmuz



Kaynak: Reuters

## Kur Gelişmeleri



Kaynak: Reuters

hem AMB'nin faiz indirimi ve açıkladığı paket hem de ABD tarım dışı istihdam verisinin faiz artışı adına sürpriz bir değişikliğe yol açmayacağı algısıyla gelişmekte olan ülkelere yönelik artan risk iştahı sonucu 2.07-2.08 bandına geri döndü. Ancak, Irak'taki gelişmelerle birlikte jeopolitik risk algısının yeniden öne çıkması, Dolar/TL'yi hızla 2.14'e yaklaştırırken, sonraki günlerde gerek Irak'taki gerginliğin Türkiye'yle ticaretin daha yoğun olduğu ülkenin kuzey kısmına yayılmaması gerekse yurtdışı haber akışının etkisiyle 2.12-2.14 bandında dalgalandı. Haziran'da MB'nin daha önce sinyal verdiği şekilde 75 baz puanlık "ölçülü" bir faiz indirimi yapması döviz piyasasında önemli bir etki yaratmadı.

Ocak 2014'teki sert faiz artışının ardından rezerv yönetiminde daha ihtiyatlı bir tutum sergileyen ve döviz alım ihalelerini kademeli olarak azaltan MB, Haziran başından bu yana toplamda yaklaşık 500 milyon dolarlık satış yaptı ve 2014 genelinde ihaleler yoluyla toplam satış miktarı 6.7 milyar dolara (doğrudan satışlarla birlikte 9.9 milyar dolar) ulaştı. Sermaye akımlarında bir hızlanma durumunda rezerv biriktirme yönünde hareket edeceğini söyleyen MB'nin bu çerçevede önümüzdeki dönemde döviz satış ihalelerine son verebileceğini düşünüyoruz. Öte yandan, Aralık ortasından sonra hızla gerileyen ve Şubat'ta 102 milyar dolarla son dönemdeki en düşük noktaya gerileyen MB döviz rezervleri Temmuz başında 111.9 milyar dolar seviyesine geldi ve yeniden 112.0 milyar dolarlık 2013 sonu değerini yakaladı. MB'nin net döviz pozisyonundaki iyileşme ise sadece ihracat reeskont kredilerinden kaynaklandığı için nispeten yavaş seyreliyor ve halen yaklaşık 40 milyar dolar yılsonu düzeyinin oldukça altında tahmini 34.4 milyar dolar seviyesinde bulunuyor.

Geçtiğimiz Mart sonuna kadar güçlü artış eğiliminde olan, sonrasında ise nispeten yatay seyreden yurtiçi yerleşiklerin döviz mevduatları Mayıs sonundan itibaren yavaş da olsa bir azalma sürecine girmiş gözüküyor. Buna göre, 25 Mayıs itibarıyla 143.8 milyar dolar düzeyinde seyreden bu kalem, 27 Haziran'a kadar yaklaşık 5.7 milyar dolarla 138.1 milyar dolara dikkate değer bir düşüş kaydetti. Bu hareket ağırlıklı olarak şirketler kesiminden kaynaklanmakla birlikte reel kişilerin hareketlerinden de etkilendi. Önümüzdeki dönemde kurdaki istikrarlı sürecin devam etmesi durumunda DTH cephesinde azalma eğiliminin yavaş da olsa sürebileceğini düşünüyoruz.

## Bono ve tahvil piyasası

AMB'nin Haziran toplantısındaki kararlarının likiditeyi arttıracak düşüncesi ve bölge ülkelerinin tahvil getirileri üzerinde baskı oluşturması ihtimaliyle yatırımcıların gelişmekte olan ülke varlıklarına yönelmesi beklentisi yanında, MB'nin önümüzdeki dönemde faiz indirimlerini sürdürebileceği algısının desteğiyle gösterge tahvilin bileşik faizi son dönemde %8.15 ile Kasım 2013'ten bu yana en düşük seviyesine geriledi. Sonraki dönemde dalgalı bir seyir izleyen 2 yıllık gösterge tahvil faizi, Irak'taki gelişmelerin yarattığı risk algısıyla yeniden %8.60 seviyelerine kadar geldi. Ancak Haziran PPK toplantısında 75 baz puanlık faiz indirimi genel olarak tahvil piyasasını destekledi ve ay sonu itibarıyla yeniden

*Yılın ilk iki ayındaki hızlı düşüşün ardından MB döviz rezervleri son dönemde yükseliyor...*

*TL'de görülen istikrarlı seyir yavaş yavaş yurtiçi yerleşiklerin döviz mevduatlarına yansımaya işaretleri veriyor...*

*Gösterge faiz Haziran başından bu yana %8.0-8.5 aralığında dalgalanıyor...*

*Faiz indirimi sonrasında getiri eğrisindeki dikleşme dikkat çekti...*

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

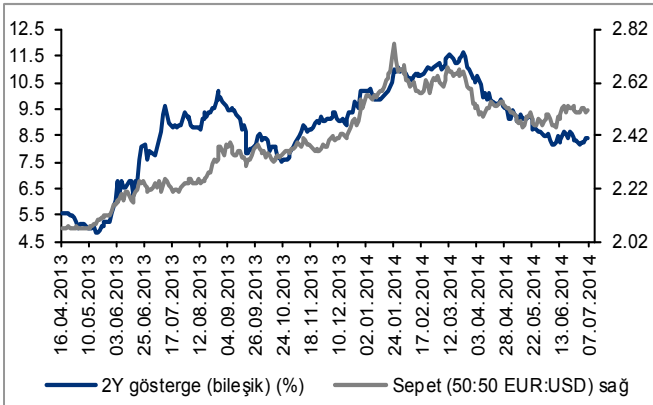
%8.15 seviyeleri görüldü. Temmuz başında ise küresel piyasalardaki gelişmeler ve ABD verilerinin faiz oranlarına etkileri yurtiçi piyasalara yansdı ve gösterge tahvil %8.4 seviyesine yaklaştı. Daha geniş bir çerçevede, Mayıs ayı ortalaması %8.99 olan 2 yıllık tahvil faizi Haziran ayında %8.37'ye geriledi. Temmuz ayının ilk 5 iş gününde ise ortalama %8.31 oldu. Aynı dönemde 10 yıllık tahvil faizi ortalaması ise sırasıyla %9.27, %8.99 ve %8.95 olarak gerçekleşti.

MB'nin sıkı likidite politikasının dozunu azaltmasıyla Nisan ayı itibariyle tekrar pozitif eğimli hale gelen getiri eğrisi, MB'nin politika faizinde indirimle gitmesi ve indirimlerin önümüzdeki dönemlerde de devam edeceği yönünde piyasalarda oluşan algının desteğiyle daha da dikleşti. Böylece Nisan ortalamasında 14 baz puan olan 2-10 yıllık gösterge tahvil faizleri arasındaki fark Mayıs ayında 33 baz puana, Haziran'da ise 61 baz puana yükseldi. Enflasyonun Mayıs ayında tepe noktasına ulaştıktan sonra düşmeye başlaması ve MB'nin sermaye akımlarının ve TL'nin seyrine bağlı olarak faiz indirimlerine devam etme ihtimaliyle verim eğrisinde yeniden yatay bir görünümün gözlenme ihtimalinin düşük olduğunu, pozitif eğimin kademeli olarak artabileceğini düşünüyoruz.

Bono ve tahvil piyasasında yabancı alımlarına bakıldığında, siyasi gerilimin ve küresel piyasalardaki dalgalanmaların yoğun olduğu yerel seçimlere kadar olan dönemde 2.8 milyar dolar (repo işlemleri hariç 1.7 milyar dolar) çıkış olduğunu söyleyebiliriz. Yerel seçimlerin ardından, bu eğilim yavaş da olsa tersine dönerken, bazı haftalarda dikkate değer yabancı girişleri gözlemlendi. Buna göre, Nisan başından Haziran sonuna 3.4 milyar dolarlık giriş (repo işlemleri hariç 2.0 milyar dolar) kaydedildi. Böylece tahvil piyasasında yıl başından bu yana görülen toplam giriş sadece 0.6 milyar dolarla (repo hariç 0.3 milyar dolar) sınırlı bir düzeyde kaldı. Ek olarak yurtdışı yerleşiklerin devlet iç borçlanma senetleri içindeki payı son girişlerin de katkısıyla 27 Haziran itibariyle %25.4'e gelse de, piyasalarda dalgalanmanın başladığı Mayıs 2013 sonundaki %28.2 seviyesine kıyasla düşük seyrini sürdürdü. Son olarak, DİBS'lerin vade dağılımına bakıldığında 1 yıldan kısa vadeli borç senetlerinin toplam içerisindeki payında görülen gerilemenin genel olarak korunduğu ve bu oranın Haziran sonunda %21.5'e geldiği görülüyor. Dolayısıyla, %29'luk Mayıs 2013 seviyesi ile kıyaslandığında uzun vadeli varlıklara olan ilginin devam ettiği söylenebilir. Mayıs sonunda kısmen hızlanmış gibi gözükken yabancı girişlerindeki bu eğilim AMB'nin adımları ve Cumhurbaşkanlığı seçimi sonrası ortaya çıkacak politik ortamdan etkilenme potansiyeli taşıyor.

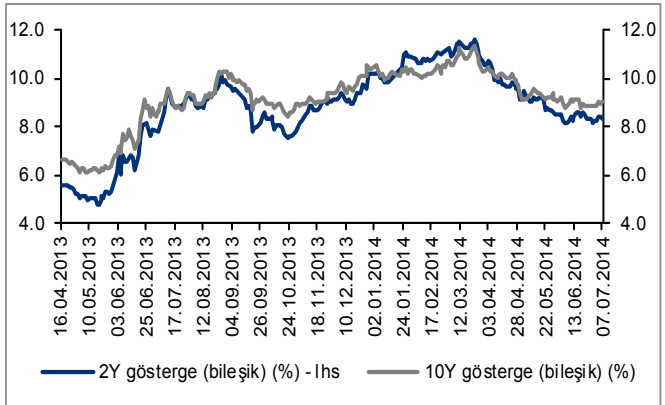
Haziran ayında, 16.9 milyar TL'lik iç borç servisine karşılık düzenlediği 6 ihale ile 12.1 milyar TL (hedef:13.7 milyar TL) borçlanan Hazine, Temmuz ayında 6 ihaleyle 13.2 milyar TL (9.9 milyar TL piyasadan, 3.3 milyar TL kamudan) borçlanmayı planlanıyor. Haziran gerçekleştirmeleri ile yıllık borçlanma hedefinin %59'unu tamamlanırken, ortalama borçlanma maliyeti %9.19, kümülatif yıllık maliyet ise %10.20 oldu (2013:%7.65). Yılın ilk yarısında Hazine'nin iç borç çevrim oranı %84.5'lik yıllık hedefin hafif altında %83.2'de seyrediyor.

Gösterge Faiz ve Kur



Kaynak: Reuters

Vadelerine Göre Gösterge Faiz



Kaynak: Reuters

*Cumhurbaşkanlığı seçimi öncesinde belirsizliğin artması ve MB'nin olası yeni adımları TL üzerinde baskı yaratabilir....*

### **Görünüm:**

Özellikle yerel seçimler sonrasında iç belirsizliğin büyük ölçüde azalmasıyla ve gelişmekte olan ülkelere yönelik risk iştahındaki artışın desteğiyle daha güçlü bir seyir izleyen Dolar/TL son dönemde gerek jeopolitik riskler gerekse son gelen küresel verilerin gelişmekte olan ülkelere yönelik yarattığı etkilerle kısmen yükseldi ve 2.12-2.13 aralığına kadar geldi. Yılın kalanında, bir tarafta AMB'nin adımları sonrasında sermaye akımlarındaki seyrin TL'ye olası yansımaları, diğer tarafta ise Cumhurbaşkanlığı seçimi arifesinde iç politikaya yönelik gelişmeler ve sonrasında Başbakan Erdoğan Cumhurbaşkanı seçildiği takdirde iktidar partisinin yeni yönetiminin ve hükümetin nasıl oluşturulacağına dair süreç TL'nin seyrinde etkili olacaktır. Öte yandan enflasyon görünümü ve sermaye akımlarının durumuna bağlı olarak MB'nin faiz indirimine devam etmesi TL üzerindeki baskıyı arttırabilir. Tüm bu gelişmeler ışığında önümüzdeki dönemde Dolar/TL'nin kademeli olarak yükseliş eğilimine geri dönebileceğini ve yılın sonunda 2.20 seviyelerinin görülebileceğini düşünüyoruz. MB'nin politika faiz indirimi sonrasında aşağı yönlü hareketini hızlandıran gösterge tahvil getirisinin ise, artması beklenen sermaye hareketleri ve sıradaki olası faiz indirimi adımları ile birlikte yılın kalanında %8.5-%9.0 bandında hareket edebileceğini tahmin ediyoruz .

2013						Toplam Satış Miktarı		139,970.21											
						Piyasa Çevrim Oranı		84.50%											
								SATIŞ MİKTARI (TRYmilyon)											
				FAİZ ORANI		PİYASA		KAMU KURUM.		TOPLAM									
		İHRAÇ TARİHİ		VADE TARİHİ		TALEP/SATIŞ		BASİT		BİLEŞİK		NOM		NET		NOM		NET	
Mayıs	DT	21.05.2014	24.02.2016	6.82	9.04	9.24	1,125.5	1,182.9	380.6	400.0	1,506.1	1,582.9							
	DT	21.05.2014	27.03.2019	2.80	9.10	9.31	2,669.1	2,839.8	375.9	400.0	3,045.0	3,239.8							
	TUFEX	21.05.2014	08.05.2024	5.31	2.24	2.26	1,584.3	1,606.2	934.1	947.0	2,518.4	2,553.2							
	DT	28.05.2014	15.07.2015	3.26	8.78	8.72	1,352.1	1,229.7	0.0	0.0	1,352.1	1,229.7							
	DT	28.05.2014	19.05.2021	4.47	10.44	10.71	1,545.9	1,538.4	0.0	0.0	1,545.9	1,538.4							
	DT	28.05.2014	20.03.2024	2.38	4.48	8.96	1,798.6	1,993.7	0.0	0.0	1,798.6	1,993.7							
Haziran	DT	04.06.2014	27.03.2019	3.29	8.40	8.57	1,524.3	1,670.4	821.3	900.0	2,345.6	2,570.4							
	TUFEX	04.06.2014	08.05.2024	9.22	1.83	1.84	940.8	995.7	752.1	796.0	1,693.0	1,791.7							
	DT	04.06.2014	24.02.2016	3.70	8.29	8.47	1,932.1	2,060.8	0.0	0.0	1,932.1	2,060.8							
	DT	04.06.2014	19.05.2021	2.83	10.53	10.80	2,535.7	1,097.5	0.0	1,420.0	2,535.7	2,517.5							
	DT	04.06.2014	20.03.2024	2.64	8.89	9.09	1,463.4	1,631.7	538.1	600.0	2,001.5	2,231.7							
	DT	11.03.2014	19.08.2015	3.24	8.44	8.37	1,059.2	962.3	0.0	0.0	1,059.2	962.3							
Ocak-Haziran 2014								Toplam Satış Miktarı		79,172.7									
								Piyasa Çevrim Oranı		83.26%									

\*\* TÜFEye endeksli tahviller için reel faiz verilmiştir.

**İç borçlanma programı -Temmuz 2014 ayı ihale takvimi**

Vade	Senet türü	İhale tarihi	Valör tarihi	İtfa tarihi
5 Yıl (1820 Gün)	TL cinsi sabit kuponlu Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (ilk ihraç)	14.07.2014	16.07.2014	10.07.2019
7 yıl (2499 gün)	TL cinsi değişken faizli Devlet Tahvili-6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç)	14.07.2014	16.07.2014	19.05.2021
2 yıl (728 gün)	TL cinsi sabit kuponlu Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (ilk ihraç)	15.07.2014	16.07.2014	13.07.2016
10 yıl (3535 gün)	TL cinsi sabit kuponlu Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç)	15.07.2014	16.07.2014	20.03.2024
10 yıl (3584 gün)	TL cinsi TÜFE'ye endeksli Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç)	15.07.2014	16.07.2014	08.05.2024
13 Ay (392 Gün)	TL cinsi kuponlu Devlet Tahvili (yeniden ihraç)	22.07.2014	23.07.2014	19.08.2015

**İç borçlanma programı -Ağustos 2014 ayı ihale takvimi**

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

**İç borçlanma programı -Eylül 2014 ayı ihale takvimi**

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

**İç Borç Ödemelerinin Alıcılara Göre Dağılımı**

Milyon TL	Piyasa	Kamu Kuruluşları	TOPLAM
Temmuz 2014 İç Borç Ödemeleri			
02.07.2014	179	0	179
09.07.2014	387	79	466
16.07.2014	9,561	2,244	11,805
23.07.2014	1,224	191	1,414
30.07.2014	684	248	932
TOPLAM	12,981	2,761	14,796
Ağustos 2014 İç Borç Ödemeleri			
06.08.2014	10,231	311	10,542
13.08.2014	370	41	410
20.08.2014	524	75	599
27.08.2014	491	106	597
TOPLAM	11,616	533	12,148
Eylül 2014 İç Borç Ödemeleri			
03.09.2014	143	34	176
10.09.2014	473	107	580
17.09.2014	945	391	1,336
24.09.2014	9,762	1,199	10,960
TOPLAM	11,322	1,730	13,052

**EK B:**

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014T	2015T	2016T
<b>Ekonomik Aktivite</b>											
Reel GSYH (% Yılda Yıla – YY)	6.9	4.7	0.7	-4.8	9.2	8.8	2.1	4.0	3.4	4.0	4.5
Özel tüketim (% YY)	4.6	5.5	-0.3	-2.3	6.7	7.7	-0.5	4.6	3.0	4.6	5.2
Kamu tüketimi (% YY)	8.4	6.5	1.7	7.8	2.0	4.7	6.1	5.9	2.9	3.0	2.8
Yatırım (%YY)	13.3	3.1	-6.2	-19.0	30.5	18.0	-2.7	4.3	2.5	6.6	9.0
Sanayi üretimi (%YY)	7.7	6.9	-0.9	-10.4	12.4	9.7	2.5	3.0	4.3	5.0	5.6
Yıl sonu işsizlik oranı (%)	10.2	10.3	11.0	14.0	11.9	9.8	8.4	9.0	9.6	9.4	9.1
Nominal GSYH (TL milyar)	758	843	951	953	1,099	1,297	1,417	1,562	1,766	1,954	2,167
Nominal GSYH (EUR milyar)	421	474	501	442	552	558	615	608	607	737	845
Nominal GSYH (US\$ milyar)	526	649	742	617	732	774	786	820	813	910	1063
Kişi başına GSYH (US\$)	7,643	9,221	10,376	8,559	10,022	10,466	10,504	10,722	10,518	11,649	13,461
<b>Fiyatlar</b>											
TÜFE (ortalama %YY)	9.6	8.8	10.4	6.3	8.6	6.5	8.9	7.5	8.7	6.5	5.8
TÜFE (yıl sonu %YY)	9.65	8.39	10.06	6.5	6.4	10.4	6.2	7.4	8.5	6.3	5.6
ÜFE (ortalama %YY) – 2003 öncesi TEFE	9.3	6.3	12.7	1.2	8.5	11.1	6.1	4.5	10.2	6.2	6.5
<b>Kamu Dengesi (GSYH %)</b>											
Konsolide bütçe dengesi	-0.6	-1.6	-1.8	-5.5	-3.6	-1.4	-2.1	-1.2	-2.3	-1.9	-1.7
Faiz dışı denge	5.4	4.1	3.5	0.1	0.8	1.9	1.3	2.0	0.5	0.9	1.1
Toplam kamu borcu	46.5	39.9	40.0	46.1	42.3	39.2	36.2	35.0	34.5	33.6	32.5
<b>Dış Denge*</b>											
İhracat (US\$ milyar)	93.6	115.4	140.8	109.6	120.9	143.4	163.2	163.4	182.3	200.4	218.7
İthalat (US\$ milyar)	134.7	162.2	193.8	134.5	177.3	232.5	228.6	243.3	245.0	271.9	303.4
Dış ticaret dengesi (US\$ milyar)	-41.1	-46.9	-53.0	-24.9	-56.4	-89.1	-65.3	-79.8	-62.7	-71.6	-84.7
Dış ticaret dengesi (GSYH %)	-7.8	-7.2	-7.1	-4.0	-7.7	-11.5	-8.3	-9.7	-7.7	-7.9	-8.0
Cari denge (US\$ milyar)	-32.2	-38.4	-41.5	-12.2	-45.4	-75.1	-48.5	-64.9	-46.0	-56.6	-70.7
Cari denge (GSYH %)	-6.1	-5.9	-5.6	-2.0	-6.2	-9.7	-6.2	-7.9	-5.7	-6.2	-6.6
Net doğrudan yatırım (US\$ milyar)	19.3	19.9	17.0	7.1	7.6	13.7	9.2	9.6	7.8	9.6	12.0
Net doğrudan yatırım (GSYH %)	3.7	3.1	2.3	1.2	1.0	1.8	1.2	1.2	1.0	1.1	1.1
Cari açık + net doğrudan yatırım (GSYH %)	-2.5	-2.9	-3.3	-0.8	-5.2	-7.9	-5.0	-6.8	-4.7	-5.2	-5.5
İhracat hacmi - miktar (%YY)	12	11	6	-7	6	6	16	-1	10	4	5
İthalat hacmi - miktar (%YY)	8	13	-1	-13	21	13	1	7	-3	10	8
Döviz rezervleri (altın hariç, US\$ milyar)	60.9	73.3	71.0	70.7	80.7	78.5	99.9	112.7	119.0	127.0	136.0
İthalatı karşılama oranı (ay)	5.4	5.4	4.4	6.3	5.5	4.0	5.2	5.6	5.8	5.6	5.4
<b>Borç Göstergeleri</b>											
Brüt dış borç stoku (US\$ milyar)	208	250	281	269	292	304	338	388	422	465	519
Brüt dış borç stoku (GSYH %)	40	39	38	44	40	39	43	47	52	51	49
Brüt dış borç stoku (İhracat %)	223	217	200	246	241	212	207	238	231	232	237
Toplam dış borç servisi (US\$ milyar)	40.1	48.7	53.8	58.9	55.8	50.9	52.7	55.0	97.2	80.3	75.3
Toplam dış borç servisi (GSYH %)	8	8	7	10	8	7	7	7	12	9	7
Toplam dış borç servisi (İhracat %)	43	42	38	54	46	36	32	34	53	40	34
<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	8.50	7.50	7.00
Geniş para arzı (%YY)	23.4	15.4	27.5	12.9	19.0	11.5	10.3	23.2	14.1	12.1	12.4
3 aylık TL faiz oranı (%) ortalama	16.6	17.3	17.6	10.2	7.4	8.5	8.7	6.9	9.8	8.1	7.2
USD/YTL yıl sonu	1.41	1.16	1.51	1.51	1.55	1.91	1.78	2.13	2.20	2.10	2.00
USD/YTL ortalama	1.43	1.30	1.29	1.55	1.50	1.67	1.79	1.93	2.17	2.15	2.04
EUR/YTL yıl sonu	1.86	1.71	2.14	2.16	2.05	2.46	2.35	2.94	2.84	2.52	2.60
EUR/YTL ortalama	1.80	1.78	1.90	2.15	1.99	2.32	2.30	2.57	2.91	2.65	2.56
EUR/USD yıl sonu	1.32	1.46	1.40	1.43	1.34	1.29	1.32	1.38	1.29	1.20	1.30
EUR/USD ortalama	1.26	1.37	1.47	1.39	1.33	1.39	1.29	1.33	1.34	1.23	1.26

\* 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)

### **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.