

## İçindekiler:

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

## Türkiye son dönemde gelişmekte olan ülkelerden olumlu ayrışıyor...

2014'ün ilk yarısında beklentilerden zayıf seyreden küresel büyüme performansının ardından yeniden ağırlık kazanan jeopolitik ve finansal risklerin büyüme beklentilerine olumsuz yansımaları yanında, gelişmekte olan ülke ekonomilerinin öngörülerinin altında kalan iç talep nedeniyle zayıflama eğilimi sergilemesi Ekim ayı içerisinde finansal piyasalarda ciddi bir dalgalanma yarattı. Buna bağlı olarak yaz boyunca önemli ölçüde gerileyen VIX endeksinin ölçtüğü volatilite yeniden sıçrayarak Ekim ortasında son iki senedeki en yüksek düzeye ulaşıya da bu hareket kalıcı olmadı ve özellikle olumlu ABD verilerinin katkısıyla yeniden normalleşme eğilimine girdi. Yine de, Euro Bölgesi'nde ek önlemlerin alınması konusunda fikir birliği olduğuna dikkat çeken Başkan Draghi'nin daha genişlemeci harekete yönelik yeni hazırlıklara ve kurumun bilançosunun büyütülmesine ilişkin 1 trilyon euroluk hedefe vurgu yapması yanında, ekonomik büyüme ve enflasyonun beklendiği ölçüde hız kazanamamasının ardından Japonya Merkez Bankası'nın para politikasını beklenmedik bir biçimde daha da gevşeterek daha fazla tahvil ve diğer varlıklardan alacağını açıklaması gelişmiş ülke ekonomilerinin performansının önemli ölçüde farklılaştığını dolayısıyla büyüme endişelerinin uzun bir süre daha gündemde kalabileceğini düşündürüyor. Zayıflayan küresel talebin ve beklenmedik ölçüde yüksek seyreden arzın etkilediği petrol fiyatlarının seyri ise gelişmekte olan ülke performanslarında da bir ayrışmaya neden oluyor. Ek olarak, Çin'in büyüme hızında son dönemde gözlenen ivme kaybı ve kompozisyonunda dikkat çeken değişim süreci gelişmekte olan ülkeler içerisinde emtia ihracatçıları üzerinde baskı yaratıyor. Öte yandan, ABD Merkez Bankası'nın tahvil alımlarını sonlandırmasına rağmen Japonya'da yeni niceliksel gevşeme adımlarının ve Avrupa Merkez Bankası'nın ekonomiyi canlandırmaya yönelik çabalarını daha da arttırma potansiyelinin küresel likidite koşullarını olumlu etkilemesi ve petrol fiyatlarında %20'yi aşan düşüş yüksek oranda enerji ithalatçısı ülkelerin önemli ölçüde pozitif ayrışmasını da beraberinde getiriyor. Dolayısıyla, ABD'de büyüme güçlü seyrini korurken, dezenflasyon eğilimini öne çıkaran faktörlerin ağır bastığı bir ortamda ABD Merkez Bankası'nın ilk faiz artışını 2015'in ilk yarısında değil daha geç bir dönemde yapabileceği beklentileri ve enerji fiyatlarındaki zayıflık Türkiye gibi ülkeler üzerinde baskıyı nispeten hafifletiyor. Türkiye açısından bakıldığında, enflasyon görünümünde 2015'in ilk yarısında olumlu bir seyrin hakim olacağı görüşü öne çıkıyor. Uzun dönemli kur hareketlerinin enflasyona yansımalarının azalmaya devam ettiği bir ortamda, halen yüksek düzeylerde seyreden gıda enflasyonunun geçmiş yıllar ortalamasına dönmesi, başta petrol olmak üzere düşen emtia fiyatlarının enflasyonu aşağı çekecek olması ve güçlü baz etkisi bu beklentinin oluşmasında belirleyici olan temel faktörler olarak dikkat çekiyor. Dış denge ile ilgili olarak ise Türkiye'nin en önemli pazarı olan Euro Bölgesi'nde büyümenin yavaşlaması ve Irak'la olan dış ticarete daralma ihracat performansına yansısı da , petrol fiyatlarında 2015'e yönelik tahminlerin hızla aşağı yönlü güncellendiği bir ortamda cari açığın 2014 başından bu yana sergilediği daralma eğilimini önümüzdeki dönemde de koruyacağı söylenebilir. Bu olumlu görünüme rağmen temkinli duruşunu sürdüreceğini belirten MB gecelik faizleri Eylül sonundan bu yana yüksek düzeyde tutmaya devam ediyor. Dolayısıyla, yurtiçi piyasaların diğer gelişmekte olan ülkelerle karşılaştırıldığında ABD Merkez Bankası'nın normalleşme adımlarına ve küresel piyasalardaki oynaklığa duyarlılığı düşünüldüğünde MB'nin sakıncan ve tedbirli bir politika duruşu benimseyeceği söylenebilir. Bu şartlar altında, kısa vadede olası bir gevşemenin önce likidite yoluyla sağlanacağını, sonrasında enflasyonun seyrinin ve küresel merkez bankalarının davranışlarının MB'nin politika faizine yönelik kararlarında belirleyici olacağını tahmin ediyoruz.

**Muhammet Mercan - Baş Ekonomist**

## ING Bank A.Ş.

### Ekonomik Araştırmalar Grubu

#### Adres:

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

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

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

Rapor Tarihi: 10 Kasım 2014

## Kasım ve Aralık ayında takip edilecek önemli gelişmeler:

- 13 Kasım: Eylül ödemeler dengesi
- 17 Kasım: Ağustos hane halkı işgücü istatistikleri
- 17 Kasım: Ekim Merkezi Yönetim bütçe gerçekleştirmeleri
- 20 Kasım: Kasım PPK toplantısı
- 24 Kasım: Kasım reel sektör güven endeksi, kapasite kullanım oranı
- 27 Kasım: Kasım tüketici güven endeksi
- 28 Kasım: Ekim dış ticaret dengesi
- 3 Aralık: Kasım TÜFE, Yİ-ÜFE
- 8 Aralık: Ekim sanayi üretimi
- 10 Aralık: 3. Çeyrek GSYH Büyümesi

## Piyasalar

### Küresel Gelişmeler

Başta Euro Bölgesi ve Çin olmak üzere, genelde küresel büyümeye dair endişelerin öne çıktığı piyasalarda ABD'nin de benzer bir olumsuzlukla karşı karşıya gelebileceği algısı verilerin gücünü korumasına paralel olarak kısa sürede değişti. Nitekim ABD Merkez Bankası da Ekim faiz kararı toplantısında toparlanmaya güven duyduğunu belirtti ve genel beklentilere paralel olarak tahvil alım programını sonlandırdı. Fed toplantısı sonrasında yapılan açıklamada son dönemde finansal piyasalarda yaşanan oynaklık, Avrupa'da büyümeye dair sorunlar ve zayıf enflasyon görünümünün; işsizlik ve enflasyon hedeflerindeki ilerlemeyi olumsuz etkilemesinin beklenmediği belirtilerek, ekonomiye yönelik daha olumlu bir tablo çizildi. Ekonominin genelinin yeterli güce sahip olduğu görüşünü koruyan ABD Merkez Bankası ayrıca yaptığı açıklamaya, gelecekte yapılacak faiz artırımlarının zamanlama ve hızını açıklanacak ekonomik verilere bağlayan esnek bir ifade de ekledi. Faizleri Aralık 2008'den bu yana sifıra yakın seviyede tutan Banka, bir dizi tahvil alım programıyla bilançosunu da dört kattan fazla artırarak 4.4 trilyon dolara çıkarmıştı. Alım tutarı aylık 85 milyar dolardan 15 milyar dolara kadar düşürüldükten sonra Ekim toplantısında sonlandırılan tahvil alım programının ardından, ABD Merkez Bankası vadesi dolan menkul kıymetlerden elde edilen gelirlerle yeniden yatırımlarını sürdürecektir. Böylece bankanın bilançosunun şimdilik dengede kalacağı tahmin ediliyor. Ancak küresel talepteki ivme kaybının ve arzdaki güçlü seyrin hızla aşağı çektiği başta petrol olmak üzere emtia fiyatlarındaki bu eğilimin enflasyonu sınırlayacağı düşünüldüğünde, küresel piyasalarda ABD Merkez Bankası'nın ilk faiz artırımının 2015'in ilk yarısında değil, yıl içerisinde daha geç bir dönemde olabileceği algısı önem kazanıyor. Buna bağlı olarak, gelişmekte olan ülke varlıklarında Eylül'de dikkat çeken baskı Rusya ve Brezilya gibi ülkeye özgü bir takım faktörlerden etkilenenler hariç diğerlerinde azalmış gözüküyor.

Öte yandan, zayıf bir performans sergileyen Euro Bölgesi ekonomisini desteklemek amacıyla adımlar atan Avrupa Merkez Bankası (AMB), bu çerçevede aldığı önlemlerden biri olan varlık teminatlı menkul kıymet alımlarına başladı. Eylül'de açıklanan önlemler paketi içerisinde yer alan varlığa dayalı menkul kıymet alımları ise bu ay başlayacak. AMB ayrıca, Euro Bölgesi ekonomisini canlandırmak için bankalara dört yıl vadeli kredi veriyor. Genel olarak arz ve talep yönlü problemlerden dolayı kredi tarafında olumsuz görünümün sürdüğü Euro Bölgesi'nde son stres test sonuçlarının ardından bankaların kredi vermeye daha istekli olabileceği değerlendirmeleri güçlendi. AMB tarafından açıklanan sonuçlara göre, Euro Bölgesi'ndeki 130 bankadan 25 tanesinin geçen yıl-sonu itibarıyla stres testini geçemediği ancak o günden bugüne pek çok bankanın finansal durumunu toparladığı netleşti. AMB en büyük problemlerin İtalya, Kıbrıs Rum Kesimi ve Yunanistan bankalarında olduğuna, ancak testin yapıldığı zamandan bu yana sermaye eksiklerinin büyük ölçüde giderildiğine ve yalnızca 10 milyar euroluk sermaye açığının kaldığına dikkat çekti. Ek olarak, Kasım toplantısında AMB yönetim kurulunun ihtiyaç olması halinde alışılacak ek önlemlerin alınması konusunda fikir birliğinde olduğuna dikkat çeken Başkan Draghi'nin açıklamaları daha genişlemeci harekete yönelik yeni hazır-

*Küresel büyümeye yönelik değerlendirmeler zayıf bir seyre işaret etse de, ABD ekonomisi gücünü koruyor...*

*Draghi, AMB yönetim kurulunun ihtiyaç olması halinde alışılacak ek önlemlerin alınması konusunda fikir birliğinde olduğunu belirtti...*

**Piyasa Özeti**

	14-10-14	07-11-14		
	KAPANIŞ	KAPANIŞ	AYLIK	YBY
	DEĞERİ	DEĞERİ	DEĞİŞİM	DEĞİŞİM
BIST -100	74,687	77,958	4.38%	14.98%
DOW JONES	16,315	17,574	7.72%	6.02%
NIKKEI 225	14,937	16,880	13.01%	3.62%
DAX	8,825	9,292	5.29%	-2.73%
FTSE 100	6,393	6,567	2.73%	-2.69%
BOVESPA	58,015	53,223	-8.26%	3.33%
A.B.D. 10 Yıllık Tahvil Faizi (%)	2.21	2.31	10.60	-69.40
BRENT PETROL	86.41	83.60	-3.25%	-24.34%
USD/TRY	2.2718	2.2570	-0.65%	5.22%
EUR/USD	1.2658	1.2452	-1.63%	-9.41%
50:50 USD:EUR SEPET	2.5737	2.5337	-1.55%	-0.51%
ALTIN	1,232.35	1,176.25	-4.55%	-2.38%
MSCI Dünya	1,610.74	1,707.01	5.98%	2.77%
MSCI Gelişmekte Olan Ülkeler	992.08	987.65	-0.45%	-1.50%
MSCI Türkiye	1,062,513.0	1,107,646.0	4.25%	15.11%

İklara ve kurumun bilançosunun artırılmasına ilişkin 1 trilyon euroluk hedefe vurgu yapması önümüzdeki aylarda daha geniş çaplı bir tahvil alımı ihtimalinin ciddi ölçüde güçlendiğine işaret ediyor.

Ancak piyasalar açısından esas şaşırtıcı olan, Nisan'da satış vergisinde yapılan artış sonrasında ekonomik büyüme ve enflasyonun beklendiği ölçüde hız kazanamamasının ardından Japonya Merkez Bankası (BOJ)'nin para politikasını beklenmedik bir biçimde daha da gevşeterek daha fazla tahvil ve diğer varlıklardan alacağını açıklaması oldu. Programa göre, daha önce 60-70 trilyon yen aralığında olan para arzı hedefi yıllık 80 trilyon yene (723.4 milyar dolar) yükseldi. BOJ'un son adımlarını, Hükümet'in ekonominin desteklenmesi için harcamaların artırılmasına hazır olduğu yönünde verdiği işaretler izledi. Ekonomideki görünüme ilişkin bir rapor da açıklayan BOJ, Mart'ta sona erecek mali yıla ait büyüme beklentisini yarı yarıya azaltarak %1'den %0.5'e düşürdü. 2014 ve 2015 mali yıllarına ilişkin enflasyon tahminleri de hafif aşağı çekilirken, enflasyon hedefi korundu.

Son dönemdeki veri akışı ve kararların ardından, arada dalgalanmalar olsa da, ABD Doları başta Euro ve Japon yeni olmak üzere diğer ülkelerin para birimlerine karşı değerlendirme eğilimi devam etti. Öte yandan, Euro Bölgesi'nde AMB'nin 2015 başlarında ABD'dekine benzer kamu menkul kıymet alımlarını da içeren bir niceliksel gevşemeye gideceği beklentileri güçlenirken, Dolar'da özellikle Euro'ya karşı yukarı yönlü seyrin uzun bir süre daha devam edeceği değerlendirilmeleri ağırlığını koruyor.

**Döviz piyasası**

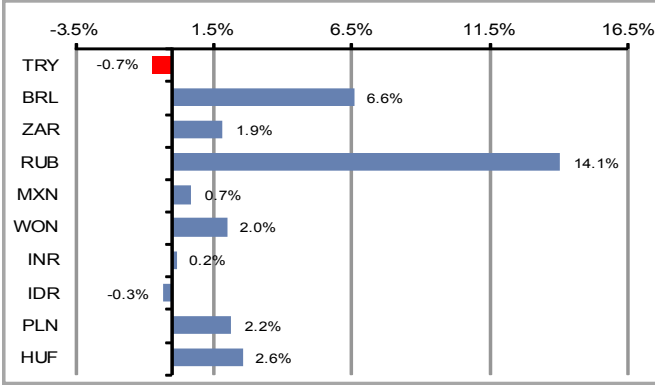
Euro Bölgesi'ndeki büyüme performansında zayıf seyir devam ederken, ABD'den gelen verilerin büyüme hızında ivmenin korunduğunu ortaya koyması son dönemde Euro/Dolar paritesinin seyrinde önemli rol oynadı. Euro Bölgesi'nde düşük aktivite ve ABD'de ekonominin toparlandığına dair işaretlerin güçlenmesiyle merkez bankalarının politika uygulamalarının önemli ölçüde farklılaşması Mayıs'ta 1.40 seviyelerini gören Euro/Dolar paritesinde hızlı bir gerileme sürecini de beraberinde getirerek Ekim sonuna doğru 1.27-1.28 aralığına çekti. Söz konusu eğilim, Euro Bölgesi'nde politika yapıcıların enflasyonu arttırmaya ve ekonomiyi canlandırmaya yönelik adımları sürdüreceği mesajlarıyla korundu ve Euro Dolar'a karşı değer kaybederek 1.24 seviyelerine geldi. Kısa vadede bu gelişmeler gözlenirken, uzun vadede Dolar'daki yükseliş öngörüsü piyasalarda ağırlığını korumaya devam etti. Euro Bölgesi'nin son altı yılda üçüncü kez resesyona girme riskinin yeniden ağırlık kazanması ve enflasyonun deflasyona dönüşmesinin hala güçlü bir ihtimal olarak görülmesi, buna

*Japonya Merkez Bankası (BOJ)'nin para politikasını daha da gevşetmesi piyasalar açısından sürpriz oldu...*

*ABD Doları diğer para birimlerine karşı değerlendirme eğilimini korudu...*

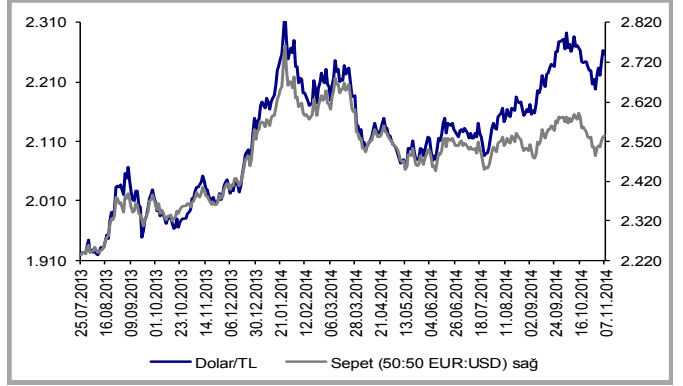
*ABD ve Euro Bölgesi ekonomilerinin farklılaşan performansları Euro/Dolar paritesini aşağı çekiyor...*

## USD Değişimi, 14 Ekim - 7 Kasım



Kaynak: Reuters

## Kur Gelişmeleri



Kaynak: Reuters

*Petrol fiyatlarında aşağı yönlü güçlü hareketin etkisiyle Dolar/ TL Ekim'in ikinci yarısında geriledi...*

*MB'nin Ekim'de sattığı döviz miktarı 720 milyon dolar oldu...*

*Döviz piyasasında oynaklığın arttığı Ekim ayında yerleşiklerin tuttuğu DTH'lar yükseldi...*

paralel olarak da tartışmaların daha fazla olduğu ülke tahvilleri yerine şirket tahvilleri alımını temel alan niceliksel gevşeme adımlarının de gelebileceği değerlendirilmeleri Dolar seyrinde belirleyici oluyor.

Yurtiçi döviz piyasasında ise, genel olarak ABD Merkez Bankası ile ilgili küresel piyasalardaki beklentilere karşı duyarlılığını koruyan ve 2013'ün ikinci yarısında tahvil alımlarının azaltılması sürecinin yarattığı etkilere benzer şekilde hareket eden Dolar/TL Ekim başında 2.30'a ulaştı. Sonraki günlerde ise genelde emtia fiyatlarında, özelde ise petrol fiyatlarında aşağı yönlü güçlü hareketin etkisiyle Haziran'da 115 dolar civarında varil fiyatının son dönemde 85 doların altına gelmesinin yarattığı hava kur üzerinde belirleyici oldu. Türkiye gibi enerji ithalatçısı ülkelerin para birimlerinin genel olarak olumlu ayrıştığı son haftalarda Dolar/TL Ekim ayı genelinde dikkate değer ölçüde gerileyerek ay sonunda 2.20'nin altına gördü. Ancak Kasım ayının ilk günlerinde Dolar'da devam eden güçlenme eğilimi, Rusya'nın esnek kur rejimine yönelmesinin Ruble üzerinde yarattığı baskı, Ukrayna'daki siyasi mücadelenin yeniden sertleşme işaretleri vermesi ve Güney Afrika'nın kredi notunun düşürülmesi gibi faktörlerin genel olarak gelişmekte olan ülkelere yönelik risk iştahını baskılaması sonucu yeniden artarak 2.25 seviyelerine ulaştı.

Eylül sonunda MB'nin ihale yoluyla günlük döviz satışını 10 milyon dolardan 40 milyon dolara çekmesiyle aylık toplam satış miktarı yeniden yükselerek Ekim genelinde 720 milyon dolar oldu. Buna bağlı olarak, 2014'te direk müdahalelerle birlikte toplamda 11.7 milyar dolar satış yapıldı. Öte yandan, MB döviz rezervleri Mayıs ayından itibaren ihracat reeskont kredileri kanalıyla net rezerv biriktirmeye başlanmasıyla 31 Ekim'de 112.7 milyar dolar seviyelerine döndü. Haziran sonundan beri döviz rezervleri genelde 111-113 milyar dolar aralığında dalgalanırken, net döviz pozisyonu Kasım başında tahmini 41.0 milyar dolar oldu. Net döviz pozisyonundaki iyileşmede temel belirleyici faktör olan ihracat reeskont kredi uygulamasına yönelik olarak ise MB, kredi limitini 12 milyar dolardan 15 milyar dolara yükseltirken, dört aydan daha uzun vadeli kredilerin maliyetini ise 20 baz puan düşürdü. 2014 yılında MB rezervlerine katkısının 13 milyar dolar olması beklenen ihracat reeskont kredilerinde sağlanan limit artışının döviz rezervlerine sağlayacağı katkının 2015 yılında daha yüksek seviyelerde gerçekleşmesi öngörülüyor. Ayrıca, Türk bankalarının TL munzam karşılık tutma maliyetinin politika faizine olan duyarlılığını azaltarak özellikle döviz likiditesinin sıkışık olduğu dönemlerde yeterince etkili çalışmayan Rezerv Opsiyon Mekanizmasının otomatik dengeleyici özelliğini güçlendirmek amacıyla MB, bünyesinde tutulan TL karşılıklara faiz ödeme kararı aldı. Bu kararın yansımalarını 2015'te daha net bir şekilde görmek mümkün olacak.

Sistemde döviz kuru hareketleri üzerinde önemli rol oynayan yurtiçi yerleşiklerin döviz mevduatları ise Dolar/TL'de oynaklığın önemli ölçüde yükseldiği Ekim başından itibaren 2.8 milyar doları bireysel mevduatlarda olmak üzere toplamda 6.3 milyar dolar arttı ve 31 Ekim itibarıyla tarihi yüksek düzeye ulaşarak 145.2 milyar dolar oldu.

## Bono ve tahvil piyasası

*MB, son enflasyon raporunda hem 2014 hem de 2015 için tahminleri yukarı çekilse de genel olarak olumlu bir tablo çizdi...*

*MB likiditeyi sıkıştırarak kısa vadeli faizleri yüksek tutmaya devam ediyor...*

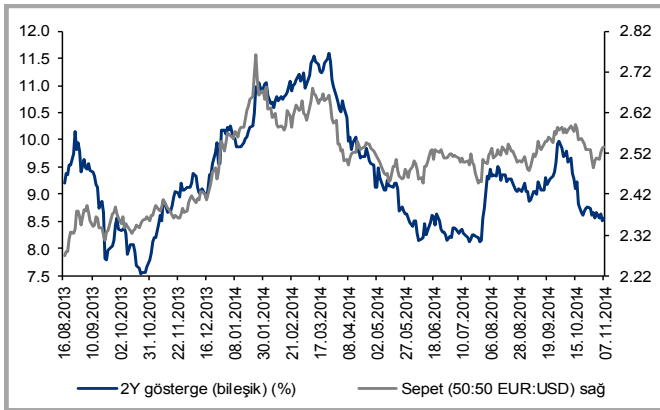
*Ekim başından bu yana bono piyasası faizlerinde aşağı yönlü bir seyir hakim...*

Mayıs ve Temmuz arasında politika faizinde, Ağustos'ta ise koridorun üst bandında indirim yaptıktan sonra enflasyonun özellikle gıda fiyatlarının baskısıyla iki basamaklı düzeye yakınsamasının ardından Eylül'de gevşeme sürecine son veren MB, beklendiği gibi Ekim'de de bir değişiklik yapmadı ve politika faizini % 8.25'te bıraktı. Sonuç olarak MB, özellikle 2014 sonu ve gelecek 12 aylık dönemdeki enflasyon beklentilerinde görülen artışı dikkate alarak Ekim'de herhangi bir adım atmaktan kaçındı. Öte yandan, petrol fiyatlarında son dönemde gözlenen ve %20'yi aşan gerilemenin enflasyondaki düşüşe katkılarında dair olumlu beklentilere sahip olduğunu ortaya koydu. MB'nin enflasyonla ilgili beklentilerini ve geleceğe yönelik politika adımlarını değerlendirebilmek açısından önemli olan yılın son enflasyon raporunda ise hem 2014 hem de 2015 için tahminleri yukarı çekilse de genel olarak olumlu bir tablo çizildi. Bu çerçevede, uzun dönemli kur hareketlerinin enflasyona yansımalarının azalmaya devam ettiği bir ortamda, halen yüksek düzeylerde seyreden gıda enflasyonunun geçmiş yıllar ortalamasına dönmesi ve başta petrol olmak üzere düşen emtia fiyatları enflasyonu aşağı çekecek temel unsurlar olarak sıralandı. Ek olarak, Orta Vadeli Program'da vurgulanan sıkı maliye politikası tavrının da enflasyon görünümündeki iyileşmeye katkı sağlayacağına dikkat çekildi.

Özetle, enflasyon raporuna dair Başkan Başçı'nın açıklamalarında halen %9.2 olan yılsonu ve %7.5 ile %6.8 düzeyinde seyreden 12 ve 24 aylık enflasyon beklentilerinden önemli ölçüde farklılaşan olumlu bir enflasyon görünümü ortaya çıktı. Bu olumlu görünüme rağmen temkinli duruşunu sürdürmeyeceğine dair işaretler veren MB, bunun bir göstergesi olarak kurda son dönemdeki güçlenme eğilimine rağmen bankalar arası para piyasasındaki gecelik faizleri çift basamaklı düzeyde tutmaya devam etti. Dolayısıyla, MB'nin kurdaki hareketleri yakından izlemeye devam edeceği ve sermaye akımlarında kalıcı bir iyileşme olmadan sıkı duruşunu değiştirmeyeceği söylenebilir.

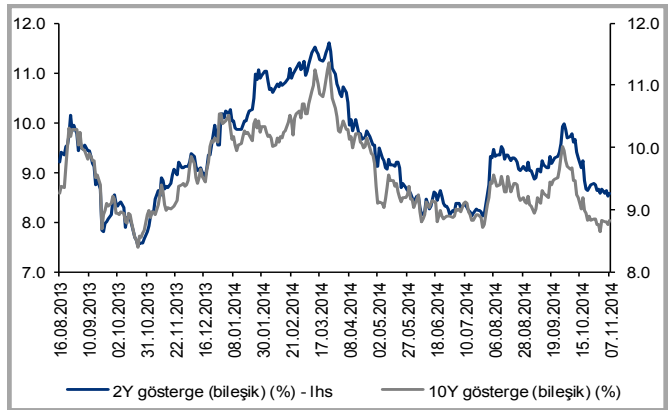
Bono ve tahvil piyasasında ise Ağustos'ta hızla sıçrayarak %9.25'e gelen, ancak Eylül ortasında yeniden %9'a yaklaşan 2 yıllık tahvil faizi gerek jeopolitik risk algısı gerekse ABD Merkez Bankası'nın Eylül toplantısının ardından hızla yükselerek Eylül sonunda çift basamaklı düzeye ulaşmıştı. Ancak Ekim'de gerek ABD Merkez Bankası duruşunun tahmin edilenden daha güvercin olduğuna dair değerlendirmeler, gerekse olumlu Ekim enflasyonu ve genel olarak enflasyon görünümünün bir iyileşme süreci içerisinde olduğu algısıyla hızlı bir toparlanma gözlemlendi. Küresel piyasalarda, petrol fiyatlarındaki sert düşüşün enflasyonun gerilemesine önemli katkı sağlayacağı beklentileriyle faiz getirili kamu menkul kıymetlerine yönelik alım eğiliminin yurtiçi piyasalara yansımaları da bu süreçte önemli rol oynadı ve gösterge tahvil faizi %8.5 seviyelerine geriledi. Getiri eğrisinin kısa vadeli tarafında düşüş daha hızlı olurken, buna bağlı olarak MB'nin sıkı duruşunun da katkısıyla negatif olan 2 ve 10 yıllık tahvil getirileri arasındaki fark son günlerde hızla pozitifte döndü. Tahvil piyasasında yıl başın-

Gösterge Faiz ve Kur



Kaynak: Reuters

Vadelerine Göre Gösterge Faiz



Kaynak: Reuters

dan bu yana görülen toplam yabancı girişi ise 31 Ekim itibariyle hafif pozitif (repo hariç 0.9 milyar dolar çıkış) oldu. Ek olarak yurtdışı yerleşiklerin devlet iç borçlanma senetleri içindeki payı son girişlerin de etkisiyle aynı tarihte %25.7 oldu.

*Yılın kalan döneminde Hazine'nin borçlanma programı sıkışık değil...*

Ekim ayında, 15.0 milyar TL'lik iç borç servisine karşılık düzenlediği 5 ihale ve 1 kira sertifikası ihracıyla birlikte net 11.2 milyar TL (hedef: 10.8 milyar TL) borçlanan Hazine, Kasım ayında 3 ihaleyle 5.5 milyar TL (2.9 milyar TL piyasadan, 2.6 milyar TL kamudan) borçlanmayı planlanıyor. Ekim gerçekleştirmeleri ile birlikte yıllık borçlanma hedefinin %89.2'si tamamlanırken, ortalama borçlanma maliyeti Ekim'de (değişken faizli tahvil borçlanmaları hariç) %9.79, kümülatif yıllık maliyet ise (değişken faizli tahvil borçlanmaları hariç) %9.83 oldu. Son olarak, yılın ilk on ayında Hazine'nin iç borç çevrim oranı %84.5'lik yıllık hedefin bir miktar altında %80 düzeyinde seyrediyor. Yılın kalan döneminde Hazine'nin sınırlı miktarda bir iç borç servisi, buna bağlı olarak düşük bir miktarda borçlanma ihtiyacı bulunuyor.

*2015'te bu yıla göre önemli ölçüde azalacak olan bono arzı faizleri destekleyici etki yaratabilir...*

Öte yandan, 2015 yılına dair borçlanma programını açıklayan Hazine'nin tahminlerine göre iç borç servisi %32 daralarak 107 milyar TL, dış borç servisi ise neredeyse değişmeden kalarak 21.5 milyar TL olacak. İç borç çevrim oranının %82 olacağı dikkate alındığında gelecek yılda iç borçlanmanın sadece 88 milyar TL'yle nispeten sınırlı olması (2014 tahmini 128 milyar TL) piyasalara kamu menkul kıymet arzının önemli ölçüde gerileyeceğini, bu durumun da faiz oranlarını destekleyici etki yaratabileceğini düşündürüyor.

#### **Görünüm:**

*ABD Merkez Bankası'nın vereceği sinyaller sermaye akımlarına duyarlılığından dolayı Türkiye açısından önemini koruyor...*

Ekim'de küçük bir artış kaydetse de yıllık enflasyonun, kurda istikrarlı bir seyir gözlendiği takdirde, 2015'in özellikle ilk yarısında gerek baz etkisi gerekse enerji fiyatlarındaki aşağı yönlü seyir ve gıda fiyatlarında öngörülen normalleşmenin katkısıyla dikkate değer bir gerileme kaydedeceği söylenebilir. Bu olumlu görünüme rağmen temkinli duruşunu sürdüreceğini belirten MB gecelik faizleri yüksek düzeyde tutmaya devam ediyor. Önümüzdeki dönemde olası bir gevşemenin önce likidite yoluyla sağlanacağını, sonrasında enflasyonun seyrinin ve küresel merkez bankalarının davranışlarının MB'nin politika faizine yönelik kararlarında belirleyici olacağını düşünüyoruz. Öte yandan, küresel merkez bankalarının ve özellikle ABD Merkez Bankası'nın vereceği sinyaller genelde gelişmekte olan ülke piyasaları özelde sermaye akımlarına duyarlılığından dolayı Türkiye açısından önemini koruyor. Dolayısıyla, son dönemdeki hızlı bir gerileme kaydeden 2 yıllık gösterge tahvil yılın kalanında %8.5-9 aralığında seyredeceğini düşünüyoruz. Döviz piyasasında ise emtia fiyatlarındaki düşüşle birlikte son dönemde pozitif ayrışsa da gelişmekte olan ülkelere yönelik risk algısı değişikliklerinden etkilenen TL'nin yıl sonunu 2.20-2.25 aralığında kapatacağını tahmin ediyoruz .

HAZİNE İÇ BORÇ İHALELERİ												
2013						Toplam Satış Miktarı		139,970				
						Piyasa Çevrim Oranı		84,50%				
	İHRAÇ TARİHİ	VADE TARİHİ	İHALE-TALEP/SATIŞ	FAİZ ORANI		PİYASA		KAMU KURUM.		TOPLAM		
				BASİT	BİLEŞİK	NOM	NET	NOM	NET	NOM	NET	
				SATIŞ MIKTARI (TRMilyon)								
Ağustos	DT	06.08.2014	10.07.2019	2.25	8.90	9.10	2,052.8	2,030.0	151.7	150.0	2,204.4	2,180.0
	DT	06.08.2014	19.05.2021	2.53	10.84	11.13	1,965.1	1,957.0	102.4	102.0	2,067.6	2,059.0
	DT	06.08.2014	13.07.2016	3.27	8.92	9.12	1,681.2	1,667.8	207.7	206.0	1,888.9	1,873.8
	DT	06.08.2014	24.07.2024	3.86	9.15	9.36	1,897.4	1,878.5	0.0	0.0	1,897.4	1,878.5
	DT	13.08.2014	19.08.2015	2.17	9.75	9.55	1,170.9	1,066.9	0.0	0.0	1,170.9	1,066.9
Eylül	DT	17.09.2014	18.11.2015	3.11	9.30	9.22	1,300.3	1,172.4	364.9	329.0	1,665.2	1,501.4
	DT	24.09.2014	15.09.2021	6.22	10.82	11.11	1,331.4	1,346.4	1,040.3	1,052.0	2,371.7	2,398.4
	DT	24.09.2014	10.07.2019	3.18	9.13	9.33	1,661.1	1,648.1	1,259.8	1,250.0	2,920.9	2,898.1
	DT	24.09.2014	13.07.2016	1.97	9.10	9.31	1,563.8	1,565.0	0.0	0.0	1,563.8	1,565.0
	DT	24.09.2014	24.07.2024	2.40	9.27	9.49	2,053.6	2,042.6	502.7	500.0	2,556.3	2,542.6
Ekim	DT	01.10.2014	10.07.2019	2.21	9.69	9.92	2,090.8	2,034.5	133.6	130.0	2,224.4	2,164.5
	TUFEX	01.10.2014	18.09.2024	2.06	2.07	2.08	2,641.0	2,625.5	0.0	0.0	2,641.0	2,625.5
	DT	01.10.2014	13.07.2016	3.54	9.77	10.01	1,606.2	1,593.3	100.8	100.0	1,707.0	1,693.3
	DT	01.10.2014	24.07.2024	2.67	9.71	9.95	2,005.0	1,942.8	0.0	0.0	2,005.0	1,942.8
	DT	22.10.2014	18.11.2015	2.99	8.83	8.80	1,075.9	982.4	0.0	0.0	1,075.9	982.4
<b>Ocak-Ekim 2014</b>						<b>Toplam Satış Miktarı</b>		<b>120,040</b>				
						<b>Piyasa Çevrim Oranı</b>		<b>79,97%</b>				

\* TÜFEye endeksli tahviller için reel faiz verilmiştir.

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

Vade	Senet türü	İhale tarihi	Valör tarihi	İtfa tarihi
5 Yıl (1694 Gün)	TL cinsi sabit kuponlu Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç)	17-11-2014	19-11-2014	10-07-2019
2 yıl (728 gün)	TL cinsi sabit kuponlu Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (ilk ihraç)	18-11-2014	19-11-2014	16-11-2016
10 yıl (3535 gün)	TL cinsi sabit kuponlu Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç)	18-11-2014	19-11-2014	24-07-2024

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

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

**İç borçlanma programı -Ocak 2015 ayı ihale takvimi**

Vade	Senet türü	İhale tarihi	Valör tarihi	İtfa tarihi
5 Yıl (1645 Gün)	TL cinsi sabit kuponlu Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç)	05-01-2015	07-01-2015	10-07-2019
10 yıl (3542 gün)	TL cinsi TÜFE'ye endeksli Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç)	05-01-2015	07-01-2015	18-09-2024
2 yıl (679 gün)	TL cinsi sabit kuponlu Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç)	06-01-2015	07-01-2015	16-11-2016
6 yıl (2324 gün)	TL cinsi sabit kuponlu Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç)	06-01-2015	07-01-2015	19-05-2021
10 yıl (3486 gün)	TL cinsi TÜFE'ye endeksli Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç)	06-01-2015	07-01-2015	24-07-2024
15 Ay (455 Gün)	TL cinsi kuponsuz Devlet Tahvili (ilk ihraç)	13-01-2015	14-01-2015	13-04-2016

**Kasım 2014 İç Borç Ödemeleri**

05.11.2014	95	68	163
12.11.2014	269	13	282
19.11.2014	3,635	1,104	4,740
26.11.2014	362	185	546
<b>TOPLAM</b>	<b>4,362</b>	<b>1,370</b>	<b>5,732</b>

**Aralık 2014 İç Borç Ödemeleri**

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

**Ocak 2015 İç Borç Ödemeleri**

07.01.2015	7,655	1,274	8,929
14.01.2015	766	143	909
21.01.2015	1,250	197	1,446
28.01.2015	690	249	939
<b>TOPLAM</b>	<b>10,360</b>	<b>1,863</b>	<b>12,223</b>

**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	4.1	3.1	3.9	4.3
Özel tüketim (% YY)	4.6	5.5	-0.3	-2.3	6.7	7.7	-0.5	5.1	2.5	3.7	4.8
Kamu tüketimi (% YY)	8.4	6.5	1.7	7.8	2.0	4.7	6.1	6.2	3.9	3.9	2.4
Yatırım (%YY)	13.3	3.1	-6.2	-19.0	30.5	18.0	-2.7	4.2	-1.5	4.6	7.5
Sanayi üretimi (%YY)	7.7	6.9	-0.9	-10.4	12.4	9.6	2.5	3.4	4.0	4.8	5.3
Yıl sonu işsizlik oranı (%)	9.0	9.2	10.0	13.1	11.1	9.1	8.4	9.0	9.7	9.6	9.4
Nominal GSYH (TL milyar)	758	843	951	953	1,099	1,298	1,417	1,565	1,762	1,962	2,163
Nominal GSYH (EUR milyar)	421	474	501	442	552	559	615	610	609	709	812
Nominal GSYH (US\$ milyar)	526	649	742	617	732	774	786	820	806	860	929
Kişi başına GSYH (US\$)	7,586	9,240	10,438	8,559	10,022	10,466	10,504	10,722	10,423	11,001	11,763
<b>Fiyatlar</b>											
TÜFE (ortalama %YY)	9.6	8.8	10.4	6.3	8.6	6.5	8.9	7.5	9.0	7.5	6.2
TÜFE (yıl sonu %YY)	9.65	8.39	10.06	6.5	6.4	10.4	6.2	7.4	9.4	6.9	6.1
ÜFE (ortalama %YY) – 2003 öncesi TEFE	9.8	6.3	12.7	1.2	8.5	11.1	6.1	4.5	10.7	7.4	6.3
<b>Kamu Dengesi (GSYH %)</b>											
Konsolide bütçe dengesi	-0.6	-1.6	-1.8	-5.5	-3.6	-1.4	-2.1	-1.2	-1.6	-2.0	-1.8
Faiz dışı denge	5.4	4.1	3.5	0.1	0.8	1.9	1.3	2.0	1.1	0.7	1.0
Toplam kamu borcu	46.5	39.9	40.0	46.0	42.3	39.1	36.2	36.2	35.1	34.4	33.5
<b>Dış Denge*</b>											
İhracat (US\$ milyar)	94	115	141	110	121	143	163	163	174	188	206
İthalat (US\$ milyar)	135	162	194	134	177	233	229	243	238	258	285
Dış ticaret dengesi (US\$ milyar)	-41	-47	-53	-25	-56	-89	-65	-80	-64	-70	-78
Dış ticaret dengesi (GSYH %)	-7.8	-7.2	-7.1	-4.0	-7.7	-11.5	-8.3	-9.8	-8.0	-8.1	-8.4
Cari denge (US\$ milyar)	-32	-38	-40	-12	-45	-75	-48	-65	-46	-50	-57
Cari denge (GSYH %)	-6.0	-5.8	-5.4	-2.0	-6.2	-9.7	-6.2	-7.9	-5.6	-5.8	-6.1
Net doğrudan yatırım (US\$ milyar)	19.3	19.9	17.2	7.1	7.6	13.7	9.2	9.8	7.1	8.5	10.3
Net doğrudan yatırım (GSYH %)	3.7	3.1	2.3	1.2	1.0	1.8	1.2	1.2	0.9	1.0	1.1
Cari açık + net doğrudan yatırım (GSYH %)	-2.4	-2.7	-3.1	-0.8	-5.2	-7.9	-5.0	-6.7	-4.8	-4.8	-5.0
İhracat hacmi - miktar (%YY)	12	12	7	-8	11	6	16	-1	6	7	9
İthalat hacmi - miktar (%YY)	8	13	-1	-13	18	13	1	8	-2	7	10
Döviz rezervleri (altın hariç, US\$ milyar)	58	72	70	71	81	78	102	110	114	120	131
İthalatı karşılama oranı (ay)	5.2	5.3	4.3	6.3	5.5	4.0	5.3	5.4	5.7	5.6	5.5
<b>Borç Göstergeleri</b>											
Brüt dış borç stoku (US\$ milyar)	208	250	281	269	292	304	339	389	411	432	456
Brüt dış borç stoku (GSYH %)	40	39	38	44	40	39	43	47	51	50	49
Brüt dış borç stoku (İhracat %)	223	217	199	245	241	212	208	238	237	229	221
Toplam dış borç servisi (US\$ milyar)	40	49	54	59	56	51	53	55	47	71	55
Toplam dış borç servisi (GSYH %)	8	8	7	10	8	7	7	7	6	8	6
Toplam dış borç servisi (İhracat %)	43	42	38	54	46	36	32	34	27	38	27
<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	8.25	8.25	7.50
Geniş para arzı (%YY)	23.4	15.4	27.5	12.9	19.0	11.5	12.9	22.8	13.6	12.4	11.2
3 aylık TL faiz oranı (%) ortalama	16.6	17.3	17.6	10.2	7.4	8.5	8.7	6.9	10.0	9.3	9.2
USD/TL yıl sonu	1.41	1.16	1.51	1.51	1.55	1.91	1.78	2.13	2.23	2.30	2.35
USD/TL ortalama	1.43	1.30	1.29	1.55	1.50	1.67	1.79	1.93	2.19	2.28	2.33
EUR/TL yıl sonu	1.86	1.71	2.14	2.16	2.05	2.46	2.35	2.94	2.79	2.71	2.59
EUR/TL ortalama	1.80	1.78	1.90	2.15	1.99	2.32	2.30	2.57	2.90	2.77	2.66
EUR/USD yıl sonu	1.32	1.46	1.40	1.43	1.34	1.29	1.32	1.38	1.25	1.18	1.10
EUR/USD ortalama	1.26	1.37	1.47	1.39	1.33	1.39	1.29	1.33	1.32	1.21	1.14



---

---

## ING Bank Ekonomik Araştırmalar Grubu

Muhammet Mercan      Baş 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.