

## İçindekiler:

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

## Likidite politikasındaki gevşemeye rağmen MB temkinli...

Son dönemde Ukrayna krizine yönelik haberlerin gündemde nispeten geri plana düşmesi, Fed'in tahvil alımlarını azaltma süreci öngörüldüğü şekilde devam ederken olası etkilerin önemli ölçüde fiyatlanmış olması, Çin'de büyümede hızlı bir yavaşlamaya dair endişelerin alınan bazı mali kararların etkisiyle yatışma işaretleri vermesi ve Euro Bölgesi verilerinin ekonomideki toparlanmanın sürdürdüğünü ortaya koyması küresel finansal piyasalarda daha sakin bir seyri beraberinde getirdi. Nitekim IMF de son açıkladığı Küresel Ekonomik Görünüm Raporu'nda gelişmiş ülkelerdeki toparlanmanın yaygınlaşacağına ve para politikalarında normalleşmenin gündemde olduğuna vurgu yaparken, bu havanın dış ticaret kanalıyla gelişmekte olan ülkelere de olumlu yansıtacağına dikkat çekmiş bulunuyor. Piyasalarda genel görünüm halen pozitif olmasına rağmen, yukarıdaki risk alanlarına yönelik algılardaki değişiklikler ve gelişmiş ülkelerdeki para politikalarının normalleşmesiyle gelişmekte olan ülkeler açısından finansal koşulların zorlaşacak olması önümüzdeki dönemde yeni dalgalanmaları da beraberinde getirme potansiyeli taşıyor. Daha detayda, kötü hava koşullarının önemli ölçüde yansıdığı ABD verileri yavaş yavaş düzeliyor, 2014'e yapılan zayıf başlangıcın büyümeye etkisi kaçınılmaz görünüyor. Fed tarafında ise tahvil alımlarını yavaşlatma hızında bir değişiklik olmamakla birlikte ilk faiz artırımının zamanlamasının öngörülenden erken olabileceğine dair görüşler dikkat çekiyor. Öte yandan, Euro Bölgesi'nde iyileşen güven göstergeleri ekonomik aktivitedeki halen kırılğan seyreden toparlanmayı desteklerken, AMB'nin deflasyon tehdidinin azaldığına işaret eden değerlendirmelerinin haklı olabileceği algısını güçlendiriyor. Yurtiçinde ise genel olarak gelişmekte olan ülkelere yönelik olumlu havaya ek olarak, Mart sonundaki yerel seçim sonuçlarının Aralık ortasından bu yana devam eden siyasi gerilimin istikrarsızlığa neden olabilecek şekilde daha da derinleşmeyeceğine işaret etmesiyle piyasalarda son dönemde dikkate değer bir bahar havası yaşandı. Yine de, TL varlıkların benzer gelişmekte olan ülke varlıklarından daha iyi bir performans göstermesine ve Dolar/TL'nin 2.25'e yakın seviyelerden 2.10'un, gösterge faizin ise %11.50'ye yaklaşan rakamlardan %10'un altına inmesine neden olan bu eğilimin daha da süreceğini söylemek zor gözüküyor. Ağustos'taki Cumhurbaşkanlığı seçimi öncesinde politik gelişmelerin yeniden ön plana çıkarak belirsizlik algısını artırma ihtimalinin bu noktada önemli rol oynayacağı söylenebilir. Öte yandan, yatırımcı iştahı düzeliyor TL'nin yeniden değer kazanması MB'yi uyguladığı politikaların etkinliği konusunda rahatlatmış bulunuyor. Ocak sonundaki sert faiz artışına ek olarak, likidite politikasını sıkılaştıran ve bankaların fonlama maliyetini %10 seviyesindeki temel politika faizi olan 1 haftalık repo oranının üzerine çeken ve bankalar arası repo piyasasında oluşan faizi koridorun üst bandına yaklaştıran MB'nin likidite uygulamalarında rahatlatma yoluna gitmesinin özellikle bireysel kredilerden dolayı önemli ölçüde ivme kaybeden ve %15'lik yıllık referans oranının da altına gelen kredi büyümesi tarafından desteklendiğini düşünüyoruz. Ek olarak, kredilerdeki ivme kaybından ve kompozisyonunda şirket kredileri lehine değişiminden memnun olan MB talep koşullarını daha sıkı kontrol ederek enflasyonu aşağı çekme sürecine katkı sağlama yönünde çaba gösteriyor. Ekonomide ciddi bir yavaşlama riski söz konusu olduğunda zorunlu karşılık oranlarını aşağı çekebileceğini ve TL olarak tutulan kısma faiz ödeyebileceğini vurgulayan MB'nin de belirttiği gibi bu girişim için henüz erken olduğunu ve ancak kredilerde daha sert ve belirgin bir düşüş durumunda bu uygulamanın söz konusu olabileceğini tahmin ediyoruz. Öte yandan, kısa vadeli faizlerde son günlerdeki düşüşe rağmen TL'deki olası bir zayıflık ve enflasyondaki seyir konusunda temkinli tavrını koruyan MB'nin politika faizlerinde erken bir indirmeye gitmeyeceğini öngörüyoruz.

## 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: 14 Nisan 2014

Muhammet Mercan - Kıdemli Ekonomist

## **Nisan ve Mayıs ayında takip edilecek önemli gelişmeler:**

- 15 Nisan: Ocak hane halkı işgücü istatistikleri
- 15 Nisan: Mart Merkezi Yönetim bütçe gerçekleştirmeleri
- 24 Nisan: Nisan PPK toplantısı
- 24 Nisan: Nisan reel sektör güven endeksi, kapasite kullanım oranı
- 28 Nisan: Nisan tüketici güven endeksi
- 30 Nisan: Enflasyon Raporu
- 30 Nisan: Mart dış ticaret dengesi
- 5 Mayıs: Nisan TÜFE, Yİ-ÜFE
- 8 Mayıs: Mart sanayi üretimi

## **Piyasalar**

### **Küresel Gelişmeler**

Son faiz toplantısında Fed, tahvil alım programını 10 milyar dolar daha azaltarak aylık alım miktarını 55 milyar dolara indirdi. Böylece, yılın ilk aylarında makro verilerdeki bozulmanın Fed'e göre kötü hava koşullarından kaynaklandığı ve ekonomideki toparlanmanın devam ettiği yönündeki görüşünün değişmediği anlaşıldı. Ayrıca, işsizlik oranının daha önceden belirlenen %6.5'lik hedefe halihazırda yaklaşması nedeniyle Fed, ileriye yönelik sözlü yönlendirmesinde bu hedefi kaldırarak olası bir faiz artışı için istihdam koşullarına, enflasyon görünümü ve beklentilerine ve finansal gelişmelere bakılacağını bildirerek daha geniş çerçeveli bir resim çizmiş oldu. Ancak dikkat çeken asıl nokta ise toplantı sonrasında Başkan Yellen'in tahvil alım programının sonbaharda sona erebileceğini ve ilk faiz artırımının bu programın sona ermesinden 6 ay sonra yapılabileceğini belirtmesi oldu. İlk faiz artışının 2015 yılının üçüncü çeyreği yerine ikinci çeyrekte olabileceğinin sinyali piyasalarda etkili olurken, ABD 10 yıllık faizleri bu değerlendirme ardından %2.8 seviyesine yaklaştı. Takip eden dönemde beklentilerin üzerinde gerçekleşen Mart ayı ISM imalat verisi ve her ne kadar 192bin ile 200bin'lik piyasa beklentisinin altında kalarak erken faiz artışı konusunda soru işaretleri yaratsa da halen güçlü olan Mart tarım dışı istihdam rakamları ekonomideki iyileşme sürecinin devam ettiğini ortaya koydu. Öte yandan, bir önceki istihdam verisininin 175 binden 192 bine revize edilmesi sert kış koşullarının tahmin edilenden daha sınırlı bir etki yarattığına işaret etti. Bu gelişmelere ek olarak, Mart toplantısına ait tutanaklarda Fed'in faiz artışında beklenenden daha ihtiyatlı davranacağını sinyali vermesi piyasalarca olumlu algılandı. Son olarak, Nisan ayı Küresel Ekonomik Görünüm raporunda IMF, ABD ekonomisindeki toparlanma eğilimine dikkat çekerken, 2014 yılına ait büyüme beklentisini %2.8'de sabit tuttu.

Euro Bölgesinde ise, 15 Mart'ta Başkan Draghi, AMB'nin fiyat istikrarı gelişmelerini yakından takip ettiğini, enflasyonun uzun süre düşük seyretmesi durumunda geleneksel olmayan yollarla para politikasında genişleyici yönde adım atılabileceğini vurguladı. Bankanın yakından takip ettiği enflasyon tarafında, Mart ayı rakamı %0.5 ile beklentilerin altında kalırken, Kasım 2009'dan bu yana en düşük seviyeye gerilemiş oldu. Enflasyonla ilgili bu gelişme, AMB'nin parasal duruşunda ek bir gevşeme adımı atıp atmayacağı konusunda soru işaretlerini arttırsa da, Nisan ayı faiz kararı toplantısında politika faizinde bir değişikliğine gidilmezken politika faizinin uzun süre mevcut düşük seviyelerde tutulacağı söylemi yinelenildi. Ancak, deflasyon riskinden daha çok düşük enflasyon konusunda endişe duyan AMB, ihtiyaç duyulduğu takdirde ek parasal genişlemenin söz konusu olabileceğini belirterek söz konusu problemle mücadele konusunda kararlı olduğunun işaretini verdi. Büyüme cephesinde ise, Avrupa Komisyonu'nun Mart ayı genel ekonomik görünüm endeksinin beklentilerin üzerinde artması ve aynı aya ait bileşik PMI endeksinin önceki aya kıyasla sınırlı oranda gerilese de 53.1 ile son 9 aydır eşik değer olan 50 seviyesinin üzerinde seyretmesi Euro Bölgesindeki toparlanmanın gelişmekte olan ülkelerdeki kırılmalıklardan ve son dönemdeki jeopolitik risklerden etkilenmeden devam ettiğine işaret etti. Son raporunda IMF ise bölge genelinde büyümenin farklılık göstereceğini, merkez ülkelerde toparlanmanın güçlü olacağını ancak borçluluk oranı yüksek olan çevre ülkelerde iktisadi faaliyetin görece daha zayıf kalacağını belirtti ve 2014 yılı büyüme tahminini %1.2'de korudu.

*Sert kış koşullarının ABD ekonomisi üzerinde beklendiği kadar etkili olmadığı anlaşılırken, Yellen'in erken faiz artış sinyali olarak algılanan sözleri piyasalarda etkili oldu...*

*Açıklanan öncü göstergeler Euro Bölgesinde toparlanmanın sürdüğüne işaret ederken, AMB kurdaki değerlenmeye karşı dikkatli olduğunu vurgulamaya devam ediyor...*

**Piyasa Özeti**

	12-03-14	11-04-14		
	KAPANIŞ	KAPANIŞ	AYLIK	YBY
	DEĞERİ	DEĞERİ	DEĞİŞİM	DEĞİŞİM
BIST -100	63,259	72,736	14.98%	7.28%
DOW JONES	16,340	16,027	-1.92%	-3.32%
NIKKEI 225	14,830	13,960	-5.87%	-14.31%
DAX	9,189	9,315	1.38%	-2.48%
FTSE 100	6,621	6,562	-0.89%	-2.78%
BOVESPA	45,862	51,867	13.09%	0.70%
A.B.D. 10 Yıllık Tahvil Faizi (%)	2.73	2.62	-3.93%	-38.70
BRENT PETROL	108.78	107.79	-0.91%	-2.45%
USD/TRY	2.2263	2.1112	-5.17%	-1.58%
EUR/USD	1.3903	1.3883	-0.14%	1.00%
50:50 USD:EUR SEPET	2.6608	2.5211	-5.25%	-1.00%
ALTIN	1,366.58	1,317.97	-3.56%	9.38%
MSCI World	1,665.55	1,638.43	-1.63%	-1.36%
MSCI EM	944.63	1,015.44	7.50%	1.27%
MSCI Turkey	898,938.3	1,044,049.5	16.14%	8.50%

Asya cephesinde ise Japonya son faiz toplantısında mevcut parasal destek programında bir değişiklik yapmazken, satış vergisindeki artışın büyüme tarafında dalgalanmaya neden olabileceğini ancak ekonomideki kademeli iyileşmenin devam edeceğini belirtti. Ayrıca ülkenin %2'lik enflasyon hedefine gelecek yıl Nisan ayında ulaşma yolunda ilerlediği ve bu çerçevede ek bir önlemin gerekmediği vurgulandı.

*Çin'de açıklanan veriler büyüme cephesinde kırılganlığın sürdüğüne işaret ediyor...*

Son olarak Çin'de açıklanan veriler ekonomik büyümedeki kırılgan görünümün sürdüğüne işaret ediyor. Mart ayına ait imalat PMI verisi Temmuz ayından bu yana en keskin gerilemeyi kaydederek 48.1'e gerilerken, Mart ayı ihracatında yıllık bazda %6.1, ithalatında ise %11.3'lük (son 13 ayın en düşük seviyesi) daralma görüldü. Ancak, Çin Başbakanı büyümedeki anlık dalgalanmalara herhangi teşvik paketi ile cevap verilmeyeceğini belirterek, asıl hedefin orta vadeli sağlıklı büyüme olduğunun altını çizdi.

**Döviz piyasası**

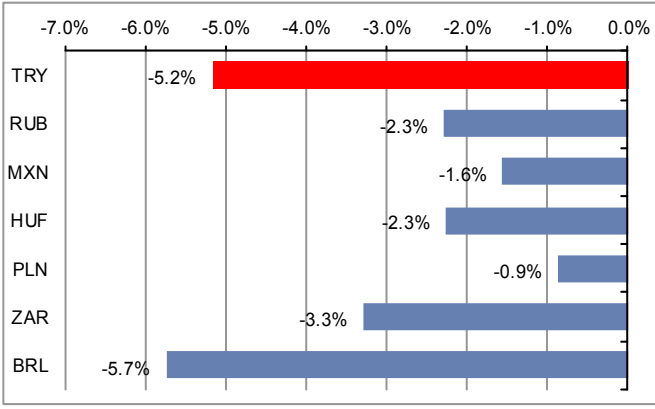
*Dolar karşısında gücünü koruyan Euro'nun yılın kalanında bir miktar değer kaybedebileceğini düşünüyoruz...*

Mart ortasına kadar Dolar karşısında değer kazanan Euro, Fed'in son toplantısıyla piyasa beklentisinden daha erken bir faiz artışı ihtimalinin artmasıyla son dönemde 1.37-1.40 bandında nispeten yatay bir seyir izledi. Euro Bölgesinde büyümeyi destekleyici verilerin katkısıyla paritede kısmi yükselmeler olsa da, AMB'nin deflasyon riskiyle mücadele kapsamında ek bir parasal genişlemeye gidebileceği yönündeki görüşlerle Euro/Dolar paritesinde geniş bir bantta dalgalandı. Buna göre, 18 Mart itibarıyla 1.40 seviyelerine yaklaşan parite Nisan ayının ilk haftasında 1.37'ye geriledi. Takip eden dönemde son ABD istihdam verisinin beklentilerin altında kalması ve Fed tutanakları sonrasında faiz artışı konusunda bankanın daha temkinli olduğunun anlaşılmasıyla Euro Dolar karşısındaki kayıplarının bir kısmın telafi ederek 1.38-1.39 bandına geldi. Yılın geri kalanında Doların Euro karşısında kademeli olarak değer kazanmaya devam edeceğini ve yıl sonuna doğru 1.30 seviyelerinin görüleceğini düşünüyoruz.

*Politik belirsizliğin azalmasıyla birlikte kurda aşağı yönlü bir seyir hakim oldu...*

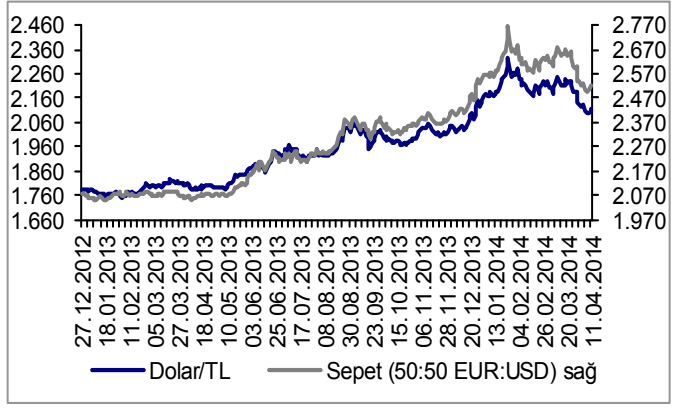
Yurtiçinde ise devam eden politik belirsizlik ile Mart ayının ikinci haftası itibarıyla 2.20-2.23 bandında hareket eden Dolar/TL, MB'nin 25 Mart'ta yayınladığı PPK toplantı özetinde gerekli görüldüğü durumda zorunlu karşılıkların TL olarak tutulan kısmı için faiz ödemesi yapılmasının söz konusu olabileceğini belirtmesiyle ve gelişmekte olan ülkelere yönelik risk iştahının artmasıyla yönünü aşağıya çevirdi. Ayrıca yerel seçim sonuçlarının piyasa beklentisiyle paralel gerçekleşmesi ve mevcut politikaların devam edeceğinin anlaşılmasıyla TL'deki değerlenme eğilimi hız kazandı. Bu çerçevede, 24 Mart'ta 2.2332 seviyesinde olan kur Fitch'in Türkiye'nin kredi notunda ve görünümde bir değişikliğe gitmemesinin verdiği destekle ve gelişmekte olan ülkelere yönelik girişlerin

## USD Değişimi, 12 Mart - 11 Nisan



Kaynak: Reuters

## Kur Gelişmeleri



Kaynak: Reuters

katkısıyla 8 Nisan itibariyle 25 Aralık'tan bu yana ilk kez 2.10 seviyesinin altına geriledi. Ancak, Nisan'ın ikinci haftasında Moody's'in Türkiye'nin kredi notu görünümünü durağandan negatife çevirmesiyle, Dolar/TL'de kısmi bir yükseliş görüldü ve kur 2.12 seviyelerine yaklaştı.

Ocak sonundaki faiz artışı ardından Şubat ayı ile birlikte rezervlerini daha dikkatli kullanma adına döviz satış miktarını büyük ölçüde azaltan MB, Şubat başından bu yana toplamda 2.5 milyar dolarlık döviz satışı gerçekleştirdi. Yıl başından bu yana toplam satış rakamı ise 5.1 milyar dolara ulaştı. Bu gelişmelerle birlikte son dönemde genelde hafif yukarı yönlü seyreden MB döviz rezervleri 10 Nisan itibariyle 105.8 milyar dolar seviyesine geldi ancak bu rakam 110.0 milyar dolarlık 2013 sonu değerinin halen altında bulunuyor.

Son olarak, yurtiçi yerleşiklerin döviz mevduatlarında görülen yükseliş Mart ve Nisan ayında da devam etti ve Nisan başı itibariyle toplam mevduatlar 142.7 milyar dolarla yeni tarihi yüksek seviyesine ulaştı. Detaylara bakıldığında ise, Mayıs 2013'ten bu yana görülen 28.1 milyar dolarlık artışın 15.7 milyar dolarının gerçek kişilerden, 12.5 milyar dolarının ise şirketlerden kaynaklandığı anlaşılıyor. DTH'lardaki hareketin arkasında iki ayrı etkenin rol oynadığı söylenebilir. İlki, Fed'in politika uygulamalarına dair beklentilerin uluslararası piyasalarda yarattığı dalgalanmalar ve yurtiçine yansımaları yanında içeride yılsonuna doğru yükselen siyasi belirsizlik ve öne çıkan gerilim gibi faktörlerin etkisiyle azalan yatırımcı güveninin daha korunaklı yatırım alternatiflerini arayışındır. Bu hane halkı ve şirketler kesiminin döviz talebini doğrudan yansıtan en belirleyici değişken olmuştur. İkinci etken ise, bankaların yurtiçi yerleşiklerle yaptıkları para takası işlemlerinin 2013 yılının ikinci yarısından itibaren yükseliş eğilimine girmesidir. Bu eğilim gerçek ve kalıcı bir döviz talebinden çok, TL mevduat faizleri ile para takası ve DTH faizleri arasındaki farktan yararlanma amacına yönelik bir yatırımcı tercihi olarak öne çıkmıştır. Detaylara bakıldığında DTH'lardaki artışların büyük bir kısmının (MB sunumlarına göre yarısında fazlasının) para takası işlemlerinden kaynaklandığı anlaşılmaktadır. Dolayısıyla para takası hariç DTH gelişimi daha ılımlı bir artış trendindedir. Önümüzdeki dönemde döviz mevduatlarının izleyeceği seyrin seçim sonrasında TL'de başlayan değer kazancının devamlılığına dair algılar konusunda ipucu verebileceği için yakından takip edilmesi gerektiğini düşünüyoruz.

## Bono ve tahvil piyasası

Geçen ayın ilk 3 haftasında yerel seçim öncesinde görülen volatilité ve Fed'in erken faiz artışı sinyali olarak algılanan değerlendirmeleri sonucunda gelişmekte olan ülkelere yönelik azalan risk iştahıyla %11.5'i aşan 2 yıllık gösterge tahvilin bileşik faizinde, MB'nin TL cinsi zorunlu karşılıklara faiz ödenebileceğini açıklamasının ardından 24 Mart sonrasında genelde aşağı yönlü bir seyir hakim oldu.

Seçim sonuçlarının piyasa beklentisiyle uyumlu gerçekleşmesinin ardından TL varlıklara talebin artması ve MB Başkanı Başçı'nın ilerideki dönemde kısa

*Yurtiçi yerleşiklerin döviz mevduatları önemli bir kısmı para takasından kaynaklansa da artmaya devam ediyor...*

*Gösterge faizde Mart'ın son haftasından bu yana aşağı yönlü bir eğilim hakim ...*

*MB'nin kademeli faiz indirimi sinyali ardından getiri eğrisi tekrar pozitif eğimli hale geldi...*

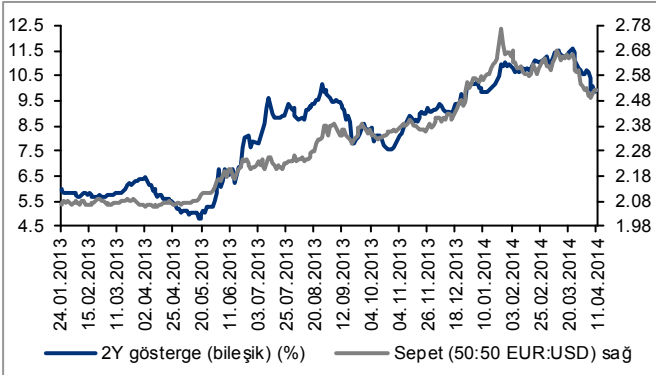
*Secim sonrası artan risk iştahı ile birlikte tahvil piyasasında girişler başladı...*

vadeli faizlerde ölçülü bir indirmeye gidilebileceğine yönelik açıklamasıyla bono ve tahvil piyasasındaki düşüş devam etti. Buna göre, Mart ayının ilk 24 günü ortalamasında %11.05 olan 2 yıllık tahvil faizi Ocak ayından bu yana ilk kez tek haneye gelirken 24 Mart-11 Nisan arasında %10.3 oldu.

Öte yandan, getiri eğrisi Mart ayı genelinde negatif eğimli halini korsa da 2 ve 10 yıllık tahvil faizleri arasındaki negatif fark hızla azaldı. Ayrıca, MB'nin likidite araçları yardımıyla parasal sıkılaştırmanın dozunu azaltarak Mart ortalamasında 10.19'da tuttuğu fonlama maliyetini Nisan ayının ikinci haftası itibarıyla %10 seviyelerine çekmesinin de etkisiyle getiri eğrisi tekrar pozitif eğimli hale geldi. Böylece Mart ortalamasında -38 baz puan olan 2-10 yıllık gösterge tahvil faizleri arasındaki fark Nisan ayının ilk yarısında -9 baz puan oldu.

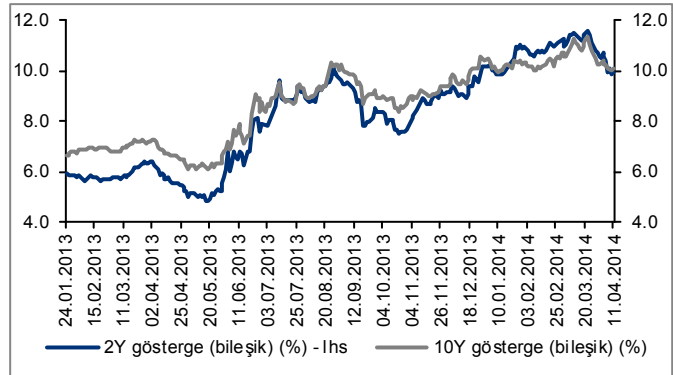
Mart'ta politik belirsizliğin risk iştahına yansımalarıyla tahvil piyasasında 1.2 milyar dolarlık çıkış görülürken, hisse senedi tarafında 0.7 milyar dolar tutarında bir giriş görüldü. Takip eden dönemde seçim sonuçlarının mevcut politikaların ve istikrarın devam edeceğine işaret etmesiyle tahvil piyasasında yön tersine döndü ve Nisan ayının ilk haftasında 1.3 milyar dolarlık bir giriş olurken, repo işlemleri hariç tutulduğunda sermaye hareketlerinin 1.5 milyar dolarla daha kuvvetli olduğu anlaşıldı. Ancak, piyasalarda dalgalanmanın başladığı Mayıs ortasından bu yana tahvil piyasasındaki toplam hareket -6.3 milyar dolar ile halen çıkış yönünde kalmaya devam etti (repo hariç: -7.5 milyar dolar). Devam eden çıkışların etkisiyle yurtdışı yerleşiklerin devlet iç borçlanma senetleri içerisindeki payı Mart sonu itibarıyla %23.9'a kadar gerilerken, Nisan ayındaki girişle birlikte bu rakam %24.4'e yükselse de Mayıs 2013 sonundaki %28.2 seviyesine kıyasla halen düşük seyrediyor. Son olarak, DİBS'lerin vade dağılımına bakıldığında 1 yıldan kısa vadeli borç senetlerinin toplam içerisindeki payının %25.4'e gerilediği ve %29'luk Mayıs 2013 seviyesinin de altına indiği ve uzun vadeli varlıklara olan ilginin arttığı görülüyor. Oynaklığın bir miktar azaldığı yurtiçi piyasalarda Nisan ayında tahvil ve bono piyasasına yönelik girişlerin artması olası görülüyor. Ancak, önümüzdeki dönemde Ağustos ayındaki Cumhurbaşkanlığı seçimi öncesinde siyasi gerilimin tekrar artma ihtimali nedeniyle sermaye girişlerindeki artış eğiliminin kalıcı olmayabileceğini düşünüyoruz.

Gösterge Faiz ve Kur



Kaynak: Reuters

Vadelerine Göre Gösterge Faiz



Kaynak: Reuters

*Hazine borçlanmasını başarı bir şekilde sürdürüyor...*

Nisan ayında Hazine, 16.4 milyar TL'lik iç borç servisine karşılık düzenlediği 6 başarılı ihale ile birlikte 13.8 milyar TL (hedef:13.7 milyar TL) borçlandı. Böylece yıllık borçlanma hedefinin %41'ini tamamlanırken, iç borçlanmanın ortalama maliyeti Nisan ayında %10.4, oldu (Mart: %11.0). Nisan-Mayıs-Haziran programına göre ise Mayıs'ta 14.7 milyar TL iç borç servisinin 12.2 milyar TL'lik kısmının 6 ihaleyle (11 milyar TL piyasadan, 1.2 milyar TL kamudan) borçlanılması planlanıyor.

*Politik riskin tekrar gündeme gelme ihtimaliyle, yerel seçimler sonrasında piyasalarda görülen toparlanmanın kalıcı olmayacağını düşünüyoruz.*

### **Görünüm:**

Mayıs 2013 sonrasında genelde zayıf bir seyir izleyen ve diğer gelişmekte olan ülkelerden önemli ölçüde ayrılan yurtiçi piyasalar Ocak sonunda MB'nin politika faizlerinde artış kararının ardından bu ayrışma eğilimini önemli ölçüde sonlandırsa da genelde zayıf seyretmeye devam etti. Ancak, yerel seçimlerle birlikte son dönemde etkili olan siyasi belirsizliğin en azından kısa vadede azalmasıyla döviz ve tahvil piyasasında başlayan olumlu havanın Moody's'in Türkiye'nin not görünümünü negatife çevirmesine rağmen uluslararası piyasalardaki risk iştahının da katkısıyla Nisan'da da sürebileceği anlaşılıyor. Yine de, Ağustos ayındaki Cumhurbaşkanlığı seçimi öncesinde aday belirlenmesi süreci ve iç siyasetteki gelişmelerin piyasalara olası yansımalarının risk değerlendirmelerine etkisi düşünüldüğünde kurda ve tahvil faizlerinde oynaklığın yeniden öne çıkması söz konusu olabilir. Bu şartlar altında, Ağustos sonuna kadar dalgalı bir hareketin ardından oynaklığın azalmasını beklediğimiz temel senaryomuzda, kurun yılı 2.15 seviyelerine yakın kapatmasını bekliyoruz. Benzer şekilde hareket etmesini öngördüğümüz tahvil faizlerinde ise her ne kadar son günlerde görece bir gevşeme sinyali verse de, MB'nin enflasyonda kayda değer bir iyileşme görünceye kadar özellikle politika faizlerinde bir indirimle karşı ihtiyatlı tutumunu koruyacağını düşünüyoruz. Bu çerçevede gösterge tahvilin yılı çift hanelerde kapatacağını tahmin ediyoruz.

## HAZİNE İÇ BORÇ İHALELERİ

2013	Toplam Satış Miktarı	139,970.21
	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 MİKTARI (TRYmilyon)								
Mart	DT	05.03.2014	14.11.2018	1.95	10.73	11.01	3268.82	3122.61	680.44	650.00	3949.26	3772.61
	TUFEX	05.03.2014	20.02.2019	2.29	3.33	3.36	2583.62	2612.72	662.54	670.00	3246.16	3282.72
	DT	05.03.2014	24.02.2016	1.94	11.03	11.20	2644.56	2634.73	752.80	750.00	3397.36	3384.73
	DT	05.03.2014	11.11.2020	3.47	8.91	9.11	2011.54	1983.54	771.74	761.00	2783.28	2744.54
	DT	05.03.2014	27.09.2023	1.60	10.54	10.81	3492.56	3255.60	0.00	0.00	3492.56	3255.60
	DT	19.03.2014	15.07.2017	11.36	11.55	11.34	400.50	347.29	318.29	276.00	718.79	623.29
Nisan	TUFEX	02.04.2014	20.02.2019	4.12	3.34	3.36	1680.92	1733.55	824.19	850.00	2505.11	2583.55
	DT	02.04.2014	27.03.2019	2.34	10.22	10.48	2247.53	2263.17	297.93	300.00	2545.46	2563.17
	DT	02.04.2014	24.02.2016	3.49	10.42	10.69	1701.96	1727.23	180.32	183.00	1882.28	1910.23
	DT	02.04.2014	20.03.2024	2.32	10.09	10.34	1399.66	1426.79	686.69	700.00	2086.34	2126.79
	DT	02.04.2014	11.11.2020	2.44	8.92	9.12	2504.75	2485.49	1180.00	1170.93	3684.75	3656.42
	DT	09.04.2014	15.07.2015	3.37	10.09	9.96	843.68	747.92	219.97	195.00	1063.65	942.92
Ocak-Nisan 2014								Toplam Satış Miktarı	54,900.50			
								Piyasa Çevrim Oranı	86.74%			

## İç borçlanma programı - Nisan 2014 ayı ihale takvimi

Vade	Senet türü	İhale tarihi	Valör tarihi	İtfa tarihi
5 Yıl (1785 Gün)	TL cinsi TÜFE'ye endeksli Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç)	31.03.2014	02.04.2014	20.02.2019
5 Yıl (1820 Gün)	TL cinsi sabit kuponlu Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (ilk ihraç)	31.03.2014	02.04.2014	27.03.2019
2 Yıl (693 Gün)	TL cinsi sabit kuponlu Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç)	01.04.2014	02.04.2014	24.02.2016
7 yıl (2415 gün)	TL cinsi değişken faizli Devlet Tahvili-6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç)	01.04.2014	02.04.2014	11.11.2020
10 yıl (3640 gün)	TL cinsi sabit kuponlu Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (ilk ihraç)	01.04.2014	02.04.2014	20.03.2024
15 Ay (462 Gün)	TL cinsi kuponsuz Devlet Tahvili (yeniden ihraç)	08.04.2014	09.04.2014	15.07.2015

## İç borçlanma programı - Mayıs 2014 ayı ihale takvimi

Vade	Senet türü	İhale tarihi	Valör tarihi	İtfa tarihi
2 Yıl (644 Gün)	TL cinsi sabit kuponlu Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç)	20.05.2014	21.05.2014	24.02.2016
5 Yıl (1771 Gün)	TL cinsi sabit kuponlu Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç)	20.05.2014	21.05.2014	27.03.2019
10 yıl (3640 gün)	TL cinsi TÜFE'ye endeksli Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (ilk ihraç)	20.05.2014	21.05.2014	08.05.2024
14 Ay (413 Gün)	TL cinsi kuponsuz Devlet Tahvili (yeniden ihraç)	26.05.2014	28.05.2014	15.07.2015
7 yıl (2548 gün)	TL cinsi değişken faizli Devlet Tahvili-6 ayda bir kupon ödemeli (ilk ihraç)	27.05.2014	28.05.2014	19.05.2021
10 yıl (3584 gün)	TL cinsi sabit kuponlu Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç)	27.05.2014	28.05.2014	20.03.2024

## İç Borç Ödemelerinin Alıcılara Göre Dağılımı

Milyon TL	Piyasa	Kamu Kuruluşları	TOPLAM
Nisan 2014 İç Borç Ödemeleri			
02.04.2014	8,257	3,062	11,319
09.04.2014	3,926	234	4,160
16.04.2014	250	49	299
30.04.2014	464	139	603
<b>TOPLAM</b>	<b>12,897</b>	<b>3,485</b>	<b>16,382</b>
Mayıs 2014 İç Borç Ödemeleri			
07.05.2014	92	65	157
14.05.2014	268	13	281
21.05.2014	13,502	795	14,297
<b>TOPLAM</b>	<b>13,862</b>	<b>873</b>	<b>14,735</b>
Haziran 2014 İç Borç Ödemeleri			
04.06.2014	8,970	3,744	12,714
11.06.2014	3,183	0	3,183
18.06.2014	356	70	426
25.06.2014	473	70	543
<b>TOPLAM</b>	<b>12,981</b>	<b>3,884</b>	<b>16,866</b>

**EK B:**

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013T	2014T	2015T	2016T
<b>Ekonomik Aktivite</b>											
Reel GSYH (% - YY)	6.9	4.7	0.7	-4.8	9.2	8.8	2.1	4.0	2.5	4.0	4.5
Özel tüketim (% YY)	4.6	5.5	-0.3	-2.3	6.7	7.7	-0.5	4.6	1.7	4.6	5.2
Kamu tüketimi (% YY)	8.4	6.5	1.7	7.8	2.0	4.7	6.1	5.9	3.0	3.5	3.5
Yatırım (%YY)	13.3	3.1	-6.2	-19.0	30.5	18.0	-2.7	4.3	3.1	6.3	8.6
Sanayi üretimi (%YY)	7.7	6.9	-0.9	-10.4	12.4	9.7	2.5	3.0	2.7	4.4	4.9
İşsizlik oranı (%)	10.2	10.3	11.0	14.0	11.9	9.8	9.2	9.7	10.3	10.1	9.8
Nominal GSYH (TL milyar)	758	843	951	953	1,099	1,297	1,417	1,562	1,758	1,950	2,162
Nominal GSYH (EUR milyar)	421	474	501	442	552	558	615	608	595	745	843
Nominal GSYH (USD milyar)	526	649	742	617	732	774	786	820	797	909	1060
Kişi başına GSYH (USD)	7,586	9,240	10,438	8,559	10,022	10,466	10,504	10,722	10,311	11,629	13,429
<b>Fiyatlar</b>											
TÜFE (ortalama %YY)	9.6	8.8	10.4	6.3	8.6	6.5	8.9	7.5	8.4	6.7	5.8
TÜFE (yıl sonu %YY)	9.7	8.4	10.1	6.5	6.4	10.4	6.2	7.4	8.2	6.6	5.6
Yİ-ÜFE (ortalama %YY)	9.8	6.3	12.7	1.2	8.5	11.1	6.1	4.5	11.4	6.6	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	46.0	42.3	39.2	36.2	35.0	34.5	33.6	32.5
<b>Dış Denge*</b>											
İhracat (USD milyar)	93.6	115.4	140.8	109.6	120.9	143.4	163.2	163.4	182.5	199.2	217.5
İthalat (USD milyar)	134.7	162.2	193.8	134.5	177.3	232.5	228.6	243.3	242.8	268.7	298.5
Dış ticaret dengesi (US\$ milyar)	-41.1	-46.9	-53.0	-24.9	-56.4	-89.1	-65.3	-79.8	-60.3	-69.5	-81.1
Dış ticaret dengesi (GSYH %)	-7.8	-7.2	-7.1	-4.0	-7.7	-11.5	-8.3	-9.7	-7.6	-7.6	-7.6
Cari denge (US\$ milyar)	-31.8	-37.8	-40.4	-12.2	-45.4	-75.1	-48.5	-64.9	-43.6	-54.5	-67.1
Cari denge (GSYH %)	-6.0	-5.8	-5.4	-2.0	-6.2	-9.7	-6.2	-7.9	-5.5	-6.0	-6.3
Net doğrudan yatırım (US\$ milyar)	19.3	19.9	17.2	7.1	7.6	13.7	9.2	9.6	7.4	9.3	11.4
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 yat. (GSYH %)	-2.4	-2.7	-3.1	-0.8	-5.2	-7.9	-5.0	-6.8	-4.5	-5.0	-5.2
İhracat hacmi - miktar (%YY)	12	12	7	-8	11	6	16	-1	10	3	5
İthalat hacmi - miktar (%YY)	8	13	-1	-13	18	13	1	7	-4	10	8
Döviz rezervleri (altın hariç, USD milyar)	60.9	73.3	71.0	70.7	80.7	78.5	99.9	112.7	108.0	117.0	125.0
İthalatı karşılama oranı (ay)	5.4	5.4	4.4	6.3	5.5	4.0	5.2	5.6	5.3	5.2	5.0
<b>Borç Göstergeleri</b>											
Brüt dış borç stoku (US\$ milyar)	208	250	281	269	292	304	338	388	420	461	513
Brüt dış borç stoku (GSYH %)	40	39	38	44	40	39	43	47	53	51	48
Brüt dış borç stoku (İhracat %)	223	217	200	245	241	212	207	238	230	231	236
Toplam dış borç servisi (US\$ milyar)	40.1	48.7	53.9	59.0	55.9	50.9	52.7	55.0	97.2	80.6	75.5
Toplam dış borç servisi (GSYH %)	8	8	7	10	8	7	7	7	12.2	8.9	7.1
Toplam dış borç servisi (İhracat %)	43	42	38	54	46	36	32	34	53.3	40.5	34.7
<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	8.00
Geniş para arzı (%YY)	23.4	15.4	27.5	12.9	19.0	11.5	10.3	23.2	13.6	12.4	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	10.0	8.6
USD/TRY yıl sonu	1.41	1.16	1.51	1.51	1.55	1.91	1.78	2.13	2.15	2.10	2.00
USD/TRY ortalama	1.43	1.30	1.29	1.55	1.50	1.67	1.79	1.93	2.21	2.15	2.04
EUR/TRY yıl sonu	1.86	1.71	2.14	2.16	2.05	2.46	2.35	2.94	2.80	2.52	2.60
EUR/TRY ortalama	1.80	1.78	1.90	2.15	1.99	2.32	2.30	2.57	2.96	2.62	2.56
EUR/USD (dönem sonu)	1.32	1.46	1.40	1.43	1.34	1.29	1.32	1.38	1.30	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	1.22	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)  
Muammer Kömürcüoğlu Ekonomist + 90 212 329 0753 [muammer.komurcuoglu@ingbank.com.tr](mailto:muammer.komurcuoglu@ingbank.com.tr)

### **AÇIKLAMA:**

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalananak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu rapor, ING Bank A.ř.Ekonomik Araştırmalar Grubu tarafından sadece bilgi amaçlı olarak hazırlanmıştır. Hiç bir şekilde bir yatırım  nerisi veya herhangi bir yatırım aracının doğrudan alımına veya satımına dair bir teklif veya referans olarak alınmamalıdır. Sunulan bilgilerin yayım tarihi itibarıyla yanlış/yanıltıcı olmamasına  zen gösterilmiş olmasına karşın, ING Bank A.ř.bilgilerin doğru ve tam olmasından sorumlu değildir. Bu raporda yer alan bilgiler herhangi bir uyarı yapılmadan değişebilir. ING Bank A.ř.ve kurum çalışanları bu raporda sunulan bilgilerin kullanılmasından kaynaklanabilecek herhangi bir doğrudan ve dolaylı zarardan ötürü hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmemektedir. Telif hakkı saklıdır, herhangi bir amaçla ING Bank A.ř.'nin izni olmadan raporun tamamı veya bir kısmı başka bir yerde yeniden yayımlanamaz, dağıtımı yapılamaz. Tüm hakkı saklıdır. Bu raporda referans verilen yatırımlar ciddi risk taşıyabilir. Geçmiş performans, takip eden dönem için bir gösterge değildir. Yatırımcılar bu rapora dayanmadan kendi araştırmalarını ve yatırım tercihlerini yapmalıdırlar. Sadece finansal konularda getiri ve riskleri değerlendirebilecek düzeyde yeterli bilgi ve deneyime sahip olan yatırımcılar, bu raporda bahsi geçen yatırım araçları veya piyasalarda yatırım almayı dikkate almalı, diğer kişiler bu rapora dayanarak bir karar almamalıdır.

ING Bank A.ř., bu raporun Türkiye'de yayımlanmasından sorumludur.