

İçindekiler:

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

Siyasi gelişmeler piyasaları etkilemeye devam edecek...

Euro Bölgesi tahvil piyasalarında geçtiğimiz haftalarda gözlenen sert satış temel odak noktası olmaya devam ediyor. Diğer ülkelerin tahvillerinde hareketin görece olarak daha kontrollü olduğu bu eğilim önümüzdeki dönemde piyasa dalgalanmalarının boyutunun hangi ölçüğe gelebileceğine dair ipucu verirken, özellikle Yunanistan'ın borçlarıyla ilgili pazarlık sürecinde kritik tarihin yaklaşmasıyla Euro mekanizmasından çıkma olasılığının arttığına dair değerlendirmeler ve sürece dair olumlu/olumsuz haberler oynaklık yaratmaya devam ediyor. ING, olası gecikmelere rağmen uzlaşmanın yakalanacağı beklentisini korusa da, süreç piyasalar açısından risk unsurlarından biri olarak önemini koruyor. ABD'de ise, Fed'in ilk faiz artışının IMF ve Dünya Bankası'nın 2016 gibi daha geç bir tarihte yapılması önerilerine rağmen, işgücü piyasasında devam eden toparlanma süreci ve enflasyon göstergelerindeki artış işaretleri de dikkate alındığında, 2015 Eylül'ünde gerçekleşebileceği düşünülüyor. Ancak, bu yılın ilk çeyreğini bazı geçici faktörler yanında güçlü doların da muhtemel olumsuz etkileri nedeniyle eksi bir büyümeyle kapatan ABD'de ikinci çeyrekte de zayıf seyreden aktivite göstergeleri Fed'in kararını güçleştirecek gibi gözüküyor. Önümüzdeki döneme yönelik olarak, kırılma riskini koruyan Euro Bölgesi büyümesinin yeniden ivme kaybetmesi, iç talepte dikkate değer bir zayıflama yaşayan Çin'de büyümedeki gerilemenin hız kazanması, ABD'deki toparlanmanın gecikmesi, yeniden ön plana çıkan jeopolitik riskler ve piyasalardaki boyutu büyüyecek dalgalanmalar ise hem Dünya hem de Türkiye ekonomisi açısından diğer önemli risk noktaları olarak özetlenebilir. Türkiye özelinde ise Mart 2014'te yerel seçimlerle başlayan uzun seçim dönemi Haziran başındaki genel seçimlerle tamamlansa da, oluşan Meclis yapısının tek parti hükümetine izin vermemesi yanında ülkenin 90'lar boyunca yaşadığı tecrübenin dengeli ve sürdürülebilir koalisyon hükümetleri kurmanın zorluğuna işaret etmesi, önümüzdeki dönemde bir erken seçim olasılığının azımsanamayacak boyutta olduğunu düşündürüyor. Son ekonomik veriler incelendiğinde, yılın ilk çeyreğinde büyümenin kompozisyonunda net ihracatın katkısı önemli ölçüde zayıflayarak negatifte kalırken, özel kesim kaynaklı talebin toparlanma eğilimini koruyarak 2013'ten beri gözlenen en yüksek düzeye ulaşmasına ve öncü göstergelerin yılın ikinci çeyreğinde de iç talebin olumlu seyrini işaret etmesine rağmen, ağırlığını koruyan büyüme siyasi belirsizliğin yılın ikinci yarısında büyümeye yönelik aşağı yönlü riskleri daha da güçlendirdiği söylenebilir. Buna bağlı olarak 2015 ve 2016 tahminlerimizi sırasıyla %3.3 ve %3.7'den %3.1 ve %3.4'e indiriyoruz. Döviz piyasasındaki oynaklık, siyasi risk algısı ve ekonomik görünümde zayıflama işaretlerinin güçlenebileceği algısına bağlı olarak, tahvil piyasasında portföy akımları 2015'te genel olarak zayıf seyretti. Ancak seçim sonuçları ve koalisyon oluşturma sürecine dair olası gelişmeler önümüzdeki dönemde yabancı yatırımcıları Türkiye'den uzaklaştırma potansiyeli taşıyor. Bu şartlar altında, likidite yönetimi ve finansal istikrar ile TL'yi destekleme adına atılan makro ihtiyari adımlar yetersiz kalır, Fed'in faiz artışına yaklaştığı süreçte güçlenebilecek siyasi belirsizlik kurda hızlı bir düşüşe yol açarsa MB politika faizi ve faiz koridorunda değişiklikler yapmak zorunda kalabilir. Dolayısıyla MB'nin TL'de istikrarı sağlama adına yılın ikinci yarısında politika faizinde 50 baz puanlık ve koridorunun üst bandında en az bu miktarda artış yapmasının, 2016'da da politika faizinde yeni sıkılaştırma adımları atmasının ihtimal dahilinde olduğunu düşünüyoruz. Öte yandan, koalisyonlara dair Türkiye tecrübesi önümüzdeki döneme dair rahatlatıcı bir veri sunmazken, enflasyon tarafında Ağustos sonrası olumsuza dönecek baz etkisi, kurda şimdiki kadarki yükselişin görünümü bozucu etkilerinin TL'nin hareketlerine bağlı olarak daha da sertleşme ihtimali enflasyonun yıl sonunda hedeften önemli ölçüde sapacağı beklentilerini güçlendiriyor. 2015 için yıllık enflasyon tahminimizi %7.7'ye yükseltiyoruz.

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

LÜTFEN ÖNEMLİ AÇIKLAMALAR İÇİN SON SAYFAYA BAKINIZ.

Rapor Tarihi: 15 Haziran 2015

Mayıs aylarında takip edilecek önemli gelişmeler:

- 19 Haziran: Haziran beklenti anketi
- 22 Haziran: Haziran tüketici güven endeksi
- 23 Haziran: Haziran PPK toplantısı
- 24 Haziran: Haziran reel sektör güven endeksi, kapasite kullanım oranı
- 30 Haziran: Mayıs dış ticaret dengesi
- 3 Temmuz: Haziran TÜFE, Yİ-ÜFE
- 8 Temmuz: Mayıs sanayi üretim endeksi
- 10 Temmuz: Mayıs ödemeler dengesi
- 15 Temmuz: Nisan hane halkı işgücü istatistikleri
- 15 Temmuz: Haziran Merkezi Yönetim bütçe gerçekleştirmeleri

Euro Bölgesi tahvil faiz oranlarındaki düşüş geçtiğimiz ayın piyasalarda en dikkat çeken gelişmesiydi...

Euro Bölgesi, son dönemde gelen veriler güçlü sürprizler içermese de, genel olarak ivmesini koruyor...

Dünya Bankası ve OECD küresel büyüme tahminlerini aşağı çekti...

Fed ilk faiz artışının zamanlamasına yönelik olarak verilere duyarlılığını sürdürüyor...

Piyasalar

Küresel Gelişmeler

Yılbaşından bu yana dalgalanmakla birlikte genelde düşüş eğiliminde olan Euro Bölgesi tahvil faiz oranları, özellikle Nisan ortasında tarihi düşük düzeylere gerileyen Almanya tahvilleri başta olmak üzere sonraki dönemde sert bir yükseliş kaydetti. Euro Bölgesi dışında kalan ülkelerde hareketin görece olarak daha kontrollü olduğu bu eğilim önümüzdeki dönemde piyasa dalgalanmalarının boyutunun hangi ölçüğe gelebileceğine dair ipucu verirken, Avrupa Merkez Bankası'nın Mart'tan itibaren uygulamaya koyduğu tahvil alımlarının da katkısıyla hala kırılğan da olsa toparlanmaya başlayan ekonomik aktivite ve enflasyon beklentilerinin yönünü yavaş yavaş yukarı çevirmesi faiz oranlarındaki artış sürecinde belirleyici oldu.

Küresel ekonomideki toparlanma süreci devam etse de, büyümenin 2014 yılı sonunda bu yıl için öngörülen rakamlarla karşılaştırıldığında daha yavaş seyrettiği anlaşılıyor. Dünya ölçeğinde önemli bir ağırlığa sahip olan ve yılbaşından bu yana tahminlerin üzerinde olumlu bir performans sergileyen Euro Bölgesi ise, her ne kadar son dönemde gelen veriler güçlü sürprizler içermese de, genel olarak ivmesini koruyor. Nitekim OECD Haziran başında açıkladığı değerlendirmesinde, düşük petrol fiyatlarının dünya ekonomisinde toparlanmayı destekleyeceği beklentisine rağmen yatırımlardaki yetersizliği de dikkate alarak, küresel ekonomik büyüme tahminlerini 2015 için oranı %4'ten %3.1'e, 2016 içinse %4.3'ten %3.8'e düşürürken, Euro Bölgesi için geçtiğimiz seneye göre oldukça yüksek bir hıza işaret eden %1.4 büyüme öngördü.

Benzer şekilde, gelişmekte olan ülkelerin artan dış borçlanma maliyeti ve düşen emtia fiyatları nedeniyle zor bir dönemden geçtiğini belirten Dünya Bankası'nın da küresel büyüme beklentilerini bu yıl için %3'ten %2.8'e çekerken, Euro Bölgesi ekonomisinin ise zayıflayan döviz kuru, düşen petrol fiyatları ve tarihin en düşük seviyesindeki faiz oranları sayesinde genişlemeye devam edeceğini vurguladı. Son açıklanan verilere bakıldığında, Bölge'nin en büyük ekonomisi olan Almanya'da ikinci çeyreğe iyi bir başlangıç yapıldığını ortaya koyan Nisan sanayi üretimi, tüketici ve reel sektör güveninde geçtiğimiz aylardaki hızlı artış oranları olmasa da korunan yüksek düzey, Mayıs'ta PMI rakamı küçük bir gerileme kaydetse de 50 seviyesinin üzerinde kalması da halen devam eden olumlu performansı teyit ediyor.

Fed'in ilk faiz artışının, işgücü piyasasında devam eden toparlanma süreci ve enflasyon göstergelerindeki artış işaretleri de dikkate alındığında, 2015'te muhtemelen de Eylül'de gerçekleşebileceği değerlendirmeleri ağırlığını korurken, banka açıklanan makro verilere duyarlılığını sürdürüyor. Bu yılın ilk çeyreğini bazı geçici faktörler yanında güçlü doların da muhtemel olumsuz etkileri nedeniyle eksi bir büyümeyle kapatan ABD'yi yakından takip eden piyasalar açısından ikinci çeyrekte de zayıf seyreden aktivite göstergeleri büyümede aşağı yönlü revizyonları beraberinde getirirken, düşük petrol fiyatları ve güçlü doların ihracat, işsizlik ve yatırımları ne ölçüde etkileyeceği önemli bir soru olarak ortaya çıkıyor. Bu çerçevede, OECD 2015'te ABD ekonomisindeki büyüme için tahminini %3.1'den %2'ye düşürürken, sermaye akışlarını ve borçlanma mali-

Piyasa Özeti

	11-05-15	12-06-15		
	KAPANIŞ	KAPANIŞ	AYLIK	YBY
	DEĞERİ	DEĞERİ	DEĞİŞİM	DEĞİŞİM
BIST -100	84,753	80,533	-4.98%	-6.05%
DOW JONES	18,105	17,899	-1.14%	0.43%
NIKKEI 225	19,621	20,407	4.01%	16.94%
DAX	11,673	11,196	-4.09%	14.19%
FTSE 100	7,030	6,785	-3.48%	3.33%
BOVESPA	57,197	53,348	-6.73%	6.68%
US 10-YEAR BOND YIELD (%)	2.27	2.39	11.30	21.10
USD/TRY	2.69	2.71	0.01	0.16
EUR/USD	1.12	1.13	1.02%	-6.85%
50:50 USD:EUR BASKET	2.8482	2.8835	1.24%	11.84%
BRENT OIL	62.52	62.84	0.51%	13.29%
VIX	13.8500	13.7800	-0.51%	-28.23%
GOLD	1,183.70	1,180.30	-0.29%	-0.27%
MSCI World	1,789.09	1,770.17	-1.06%	3.54%
MSCI EM	1,036.02	979.46	-5.46%	2.42%
MSCI Turkey	1,188,375.0	1,133,815.0	-4.59%	-7.23%

Dünya Bankası ve IMF Fed'in faiz artış sürecinin 2015'te değil 2016'da başlamasını önerdi...

yetini daha da kötüleştirecek olan Fed faiz artışının 2015'te değil 2016'ya sarkacak şekilde daha geç bir tarihe ertelenmesini öneren Dünya Bankası da benzer şekilde hareket etti. İşgücü piyasasındaki güçlü seyrin devamına işaret eden son Mayıs verisi, Fed'in ne zaman faiz artıracığına odaklanan yatırımcılar tarafından yakından takip edilen ortalama saatlik ücret artışlarının Ağustos'tan bu yana en yüksek seviyeye çıkması ve beklentilerin üzerindeki Mayıs perakende satışlar dikkat çekse de, büyümenin yeniden ivmelendiğine işaret eden daha fazla veri gerekiyor.

Yunanistan görüşmeleri, Fed'in faiz kararının zamanlaması ve enerji fiyatlarının seyri piyasalar tarafından yakından takip edilecek...

Bu şartlar altında, önümüzdeki dönemde piyasaların yön çizmesinde belirleyici olacak temel konular; sürekli haber akışının devam ettiği, bir çözüme ulaşılmadığı takdirde Euro mekanizmasından çıkma ihtimalini de içeren Yunanistan'ın borç yapılandırma görüşmeleri, küresel merkez bankalarının bir süre daha destekleyici olmaya devam edeceği para politikası uygulamaları ve Dünya büyümesi üzerinde belirleyici etkisi olan enerji fiyatlarının seyri olacaktır. Halen kırılan olan Euro Bölgesi büyümesinin yeniden ivme kaybetmesi, iç talepte sert bir yavaşlamanın olduğu Çin'de büyümede düşüşün daha da hızlanması, ABD'deki zayıf büyümenin sürmesi, jeopolitik riskler ve piyasalarda boyutu büyüyecek oynaklık ve dalgalanmalar ise genelde Dünya özelde Türkiye açısından yakından takip edilmesi gereken risk noktaları olarak değerlendirilebilir.

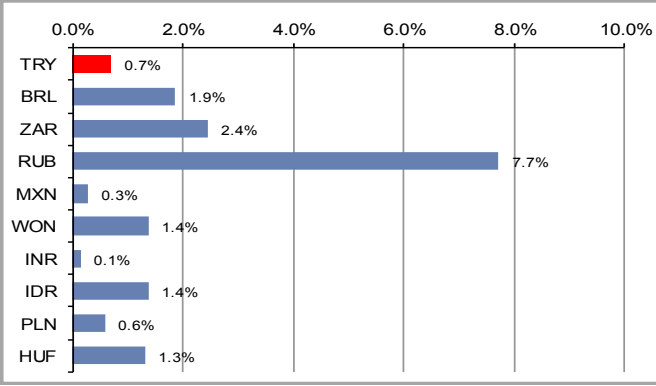
Döviz piyasası

Fed'in ilk faiz artışının zamanlamasına dair beklentiler Eylül'de yoğunlaşıyor...

Küresel döviz piyasaları genel olarak oynak seyrini sürdürürken, 2014 yaz aylarından itibaren 2015 Mart ortasına kadar güçlü bir yükseliş trendi sergileyen ABD Doları son dönemde benzer şekilde hareket etmekte zorlanıyor. Güçlenen büyüme ve enflasyon beklentilerinde dikkat çeken artış eğiliminin etkisiyle Euro Bölgesi tahvillerindeki satışlar güncelliğini korurken, yükselen faizlerin Euro'yu desteklemesi de Dolar'ın değer kazanmasını engelleyen önemli bir faktör olarak öne çıkıyor. Ancak, Euro Bölgesi tahvillerindeki bu hareketin kalıcı olmayabileceği değerlendirilmeleri, ABD'nin henüz güçlü Dolardan rahatsız olduğuna dair bir işaret gelmemesi, büyümeyi 2015 ilk çeyrekte aşağı çeken geçici faktörlerin ortadan kalkması ve IMF ve Dünya Bankası'ndan daha geç bir tarihte yapılması önerilerine rağmen Fed'in ilk faiz artışının zamanlamasına dair beklentilerin Eylül'de yoğunlaşması Euro/Dolar paritesinde önümüzdeki dönemde yeni bir düşüş sürecinin olabileceği tahminlerini destekliyor. Buna bağlı olarak ING, paritenin 2015'i 0.95 seviyesinde kapatacağı öngörüsünü korurken 2016 ortasına doğru 0.90 seviyelerinin görülebileceğini düşünüyor.

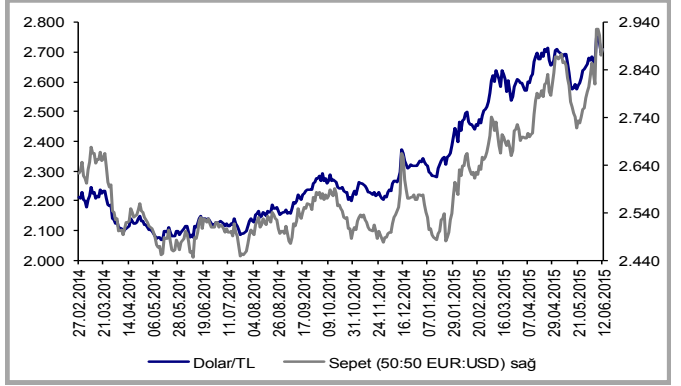
Yurtiçinde ise, Nisan sonundan Mayıs ortasında kadar gelişmekte olan para birimlerinde gözlenen değer kazançlarına paralel hareket eden ve 2.70'in üze-

USD Değişimi, 11 Mayıs - 12 Haziran



Kaynak: Reuters

Kur Gelişmeleri



Kaynak: Reuters

Reel Efektif Kur Endeksi Mayıs itibariyle son 10 yıllık ortalamasının %10 altında seyrediyor...

Döviz piyasasındaki dalgalanmanın sürdüğü bir ortamda MB politika faizini ve faiz koridorunu değiştirmek zorunda kalabilir...

Yurtiçi yerleşiklerin döviz mevduatları 5 Haziran'da 152.2 milyar dolarlık tarihi yüksek düzeye ulaştı....

rindeki seviyelerden 2.57'nin altına gelen Dolar/TL, genel seçim tarihine kadar olan dönemde ise genelde yukarı yönlü bir seyir izleyen diğer benzer para birimlerinden daha iyi bir performans sergiledi. Uzun süreden beri piyasalardaki fiyatlamalar açısından ağırlıklı bir değişken olan siyasi riskin genel seçimlerin ardından ortaya çıkan dört partili bir Parlamento ve koalisyonlarla yönetilecek bir Türkiye resmiyle birlikte belirleyici olmaya devam edeceğinin anlaşılmasıyla birlikte ilk işlem gününde hızla değer kaybeden Dolar/TL sonraki günlerde siyasilerden gelen koalisyon ihtimallerine dair açıklamalarla kısmen gerilese de seçim öncesi seviyesinin üzerinde kaldı. Aynı dönemde 50:50 Dolar:Euro sepeti ise seçimlerin ardından 2.93'ü aştıktan sonra kısmi bir toparlanma kaydetti. Siyasi belirsizliğin süreceği varsayımı altında, TL'deki değer kaybı baskınının nasıl bir etki yaratacağını değerlendirme açısından Reel Efektif Kur Endeksi'ne bakıldığında Mayıs itibariyle son 10 yıllık ortalamasının %10 altında seyrettiği, aynı zaman aralığında gördüğü en düşük değer olan Ocak 2014 rakamına ulaşmak için ise aşağı yönlü %5'lik bir marjın kaldığı anlaşılıyor.

Seçim sonuçlarıyla TL'nin baskı altında kaldığı bir ortamda finansal istikrarı destekleme adına makro ihtiyari adımlara devam eden MB ilk etapta bir hafta vadeli döviz depo faiz oranlarını Dolar için %4.0'ten %3.5'e, Euro için ise %2.0'den %1.5'e indirerek, döviz likidite ihtiyacı olduğunda bankacılık sistemine gerekli desteğin verileceğine işaret etti. Öte yandan, MB'nin döviz rezervleri ihracat reeskont kredilerinden gelen ciddi katkıya rağmen döviz likiditesine yönelik adımların yanında, Aralık ortasında, enerji ithalatçısı KİT'lerin döviz ihtiyacının uygun görülen kısmının Hazine ve MB tarafından doğrudan karşılanacağı kararı ve Dolar/TL'deki yükselişe paralel olarak bankaların rezerv opsiyon mekanizması çerçevesinde TL zorunlu karşılıklar için tuttuğu döviz miktarının gerilemesi sonucu Şubat başından bu yana yaklaşık 8.5 milyar dolarlık dikkate değer bir düşüş kaydetti. Benzer şekilde bankanın net döviz pozisyonu da 33.3 milyar dolarla Ocak 2014 seviyelerine geriledi. Bu durum piyasa katılımcılarında MB'nin döviz rezervinin yeterliliğine dair zaman zaman öne çıkan soru işaretlerini güçlendiriyor.

Döviz kuru hareketlerinde önemli rol oynayan ve Mart ortasında 134.4 milyar dolar olan yurtiçi yerleşiklerin döviz mevduatları ise sonraki haftalarda 18 milyar dolarlık hızlı bir yükselişle 5 Haziran'da 152.2 milyar dolarlık tarihi yüksek düzeye ulaştı. Bu artışın 9.9 milyar doları bireylerden, kalan 6.6 milyar doları şirketlerden kaynaklandı. Söz konusu miktarın ne kadarının portföy tercihlerinin döviz mevduatına yönlendirilmesinden, ne kadarının ise swap işlemleriyle desteklenen sentetik mevduat ürünlerindeki artıştan kaynaklandığına dair bir veri olmamakla birlikte, TL'nin son aylarındaki değer kaybını etkilediği söylenebilir.

Bono ve tahvil piyasası

Gecelik faizleri yüksek tutan MB temkinli politika uygulamasının süreceğine işaret edi-

Enflasyon Mayıs'ta gıda grubundaki fiyat düşüşünün öngörülenin üzerinde gerçekleşmesine bağlı olarak beklentilerin altında kaldı...

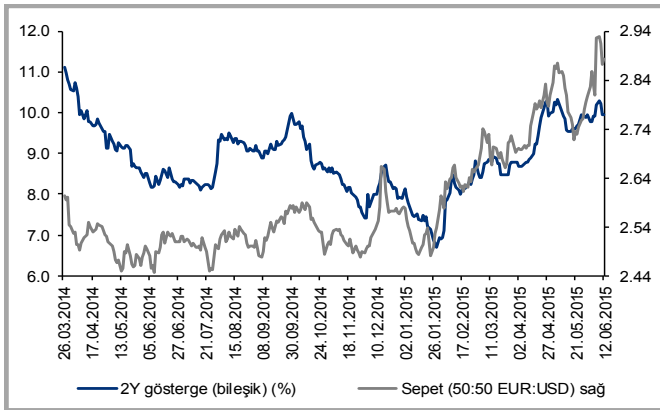
Çekirdek enflasyon 2014 sonundan bu yana gözlenen düşüş eğilimine kur gelişmelerinin de yansımalarıyla son vererek Mayıs'ta yıllık bazda yükseldi...

Doların gelişmekte olan ülke para birimlerine karşı değer kaybettiği Mayıs'ın ilk yarısında TL de benzer şekilde daha güçlü bir seyir izlese de, Haziran'daki genel seçimler öncesinde MB önceki iki toplantıda olduğu gibi Mayıs'ta da 1 haftalık repo faizini %7.50'de bıraktı. Faiz koridorunun alt ve üst sınırları da sırasıyla %7.25 ve %10.75'te tutuldu. Piyasa yapıcılarının gecelik fonlama oranı da %10.25'te kaldı. Son olarak, mevduat munzam karşılıkları ile bankalara TL ve döviz karşılıkları için ödenen faiz oranlarında da herhangi bir değişikliğe gidilmedi. Mayıs değerlendirme notunda Nisan değerlendirmesine göre en önemli değişiklik; temkinli politika uygulamasının, makro ihtiyatlı tutumun enflasyon görünümüne olumlu desteğine rağmen, Nisan enflasyon raporunda da olduğu gibi döviz kurunda öne çıkan oynaklığın çekirdek enflasyon göstergelerindeki iyileşmeyi sınırladığı vurgusu oldu.

Öte yandan, geçtiğimiz aylarda özellikle gıda fiyatlarındaki baskıdan olumsuz etkilenen enflasyon, Mayıs'ta aynı gruptaki fiyat düşüşünün öngörülenin üzerinde gerçekleşmesine bağlı olarak %0.56 ile beklentilerin altında kaldı. Ocak sonrasında döviz kurundaki yükselişin görünümü bozucu etkileri endişe yaratırken ve dezenflasyon sürecindeki zorluklara işaret ederken, bu verinin ardından yıllık rakam artmaya devam ederek %8.09 (Nisan: %7.91) oldu. TÜFE'nin detaylarında, mevsimsel etkilerin ağır bastığı giyim grubundan gelen %0.64 puanlık katkı enflasyonu yukarı çeken en büyük etki olarak dikkat çekti. Döviz kurlarındaki hareketlere duyarlı olan ve Şubat'tan bu yana enflasyonu yükselten ulaştırma grubu ise %0.23 puanla öne çıkan bir diğer grup oldu. İletişim kaynaklı ihmal edilebilir bir etki hariç, enflasyonu düşüren tek ve en önemli kalemlen gıda grubundaki fiyat düşüşü %2.68 ile beklentilerden daha hızlı olurken, enflasyonu %0.56 puan azalttı. Geçtiğimiz aylardaki olumsuz hava koşullarının yansıdığı gıda fiyatlarında Mayıs'taki olumlu seyrin ardından yıllık artış %12.81 ile bir önceki aya göre gerilese de yüksek seyrini korurken, önümüzdeki dönemde bu grupta beklenen düşüş sürecine dair ilk işareti verdi. Öte yandan, 2013 sonundan bu yana çift basamaklı düzeyde seyreden yıllık gıda fiyat artışının yansıdığı lokanta ve oteller (%0.07 puan), eş eşyası (%0.05 puan) ve konut (%0.06 puan) öne çıkan diğer gruplar oldu. Çekirdek enflasyonda ise AA %1.69 ve %1.96 yükselen H ve I endekslerinde yıllık enflasyon 2014 sonundan bu yana gözlenen düşüş eğilimine kur gelişmelerinin de yansımalarıyla son vererek sırasıyla %7.91 ve %7.48 oldu. Özetle, yıllık manşet enflasyon rakamı Mayıs'ta yeniden %8 seviyelerini aşarken, TL'deki değer kaybının fiyatlar üzerinde etkisi gözleniyor. Nitekim gerek çekirdek enflasyon rakamları gerekse gıda hariç yıllık enflasyonda son iki ayda %5.5'ten %6.6'ya olan sıçrama bu değerlendirmeyi teyit ediyor.

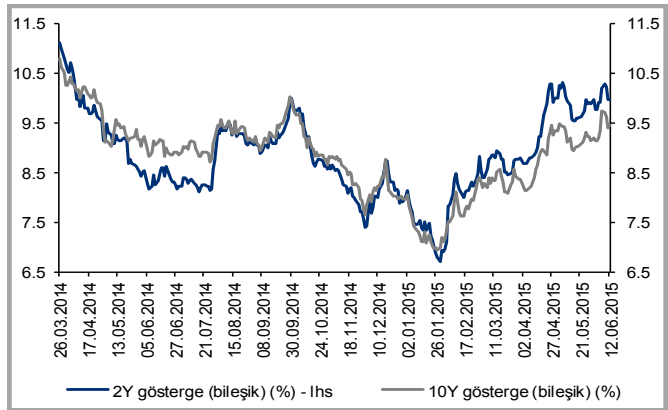
Enflasyonda yukarı yönlü baskının sürdüğü, siyasi riskin ağırlığını koruduğu, yurtdışında başta Euro bölgesi ve Almanya tahvilleri olmak üzere kamu borç-

Gösterge Faiz ve Kur



Kaynak: Reuters

Vadelerine Göre Gösterge Faiz



Kaynak: Reuters

Seçim sonuçlarının ardından yoğunlaşan siyasi belirsizlikle

Döviz piyasasındaki oynaklık, politik belirsizlik ve ekonomik verilerdeki zayıflık yabancı yatırımcıların TL varlıklara ilgisini olumsuz etkiliyor...

Kısa dönemde küresel piyasalardaki hareketlerle siyasi haber akışına bağlı olarak TL varlık fiyatlarının dalgalı bir seyir izleyeceği söylenebilir...

lanma piyasalarında faiz oranlarının artış eğiliminde olduğu ve oynaklığın önemli ölçüde büyüdüğü bir ortamda Mayıs başında %10 seviyesinin üzerinde olan 2 yıllık gösterge faiz oranı ayın ilk yarısında düşüş kaydetti. Sonraki dönemde yeniden yükselen ve genel seçim sonuçlarının ardından yoğunlaşan siyasi belirsizlikle çift basamaklı düzeye dönen gösterge faiz takip eden günlerde kısmen gerilese de yüksek kalmaya devam etti. Benzer bir seyir izleyen 10 yıllık tahvil faizi de %9.5 seviyelerinden %9'un altına geriledikten sonra hızla %9.70'i aşıya da, seçim ertesindeki sert yükselişin nispeten telafi edilmesiyle yeniden %9.5'in altına geldi. Dolayısıyla, 2 ve 5 yıllık tahvillerle 10 yıllık kağıdın faiz oranları farkı daralıp genişlese de, verim eğrisi MB'nin sıkı politika duruşunun kısa vadeli faizlere yansımalarına bağlı olarak negatif eğimli olmaya devam ediyor. Siyasi gelişmelerin öne çıktığı son günlerde faiz oranlarının düzeyi ile ilgili piyasanın odak noktası temel makroekonomik göstergelere dair beklenti ve değerlendirmelerden bir miktar uzaklaşmış gözüküyor.

Döviz piyasasındaki oynaklık, siyasi risk algısı ve ekonomik görünümde zayıflama işaretlerinin ortaya çıkabileceği algısına bağlı olarak, tahvil piyasasında 2015'te genel olarak zayıf seyreden portföy akımları 8 Mayıs-5 Haziran arasında repo dahil 1.6 milyar dolarlık (repo hariç 0.5 milyar dolar giriş) dikkate değer bir çıkış kaydetti. Buna paralel olarak, yılbaşından bu yana çıkış repo dahil 2.9 milyar dolar çıkış olurken, repo hariç yabancı işlemlerinin netleştirilmiş toplamı sadece 45 milyon dolarla ihmal edilebilir bir düzeyde kaldı. Hisse senedi piyasasında yabancı yatırımcıların Mayıs'ta alım ve satım işlemlerinin büyüklüğü birbirine denk olurken, aynı durum birikimli bazda ilk beş aydaki işlemlerde de gözlemlendi.

Mayıs'ta 11.9 milyar TL'lik itfaya karşılık altı ihaleyle 9.0 milyar TL'lik (8.4 milyar TL piyasadan, 0.2 milyar TL kamudan) borçlanma öngören Hazine net 9.8 milyar TL'lik satış yaptı. Haziran'da 9.5 milyar TL'lik itfaya karşılık beş ihaleyle 8.5 milyar TL'lik (5.5 milyar TL piyasadan, 3.0 milyar TL kamudan) borçlanma planlanıyor. Ortalama borçlanma maliyeti ise Mart'ta %8.2'den Nisan'da %9.7'ye yükseldikten sonra Mayıs'ta %9.6 düzeyinde kaldı. Yılın ilk beş ayında 2015'teki borçlanma ihtiyacının %57'sini karşılayan Hazine'nin iç borç çevrim oranı ise %85.4 oldu.

Görünüm:

Politika uygulamasına yönelik kararlarını enflasyon görünümündeki gelişmelere bağlayan MB'nin seçimler sonrasında ortaya çıkan politik ortamın belirsizliği beslediği bir ortamda 2015'te oldukça zayıf seyreden portföy yatırımlarında çıkış yönlü hareketlenmeler olma ihtimalini de dikkate alarak tedbirli duruşunu koruyacağını ve likiditeyi sıkılaştırıcı uygulamalarla gecelik faizleri yüksek tutmayı sürdüreceğini söyleyebiliriz. Ancak likidite yönetimi ve finansal istikrar ile TL'yi destekleme adına atılan makro ihtiyari adımlar yetersiz kalır, Fed'in faiz artışına yaklaştığı süreçte güçlenen siyasi belirsizlik kurda hızlı bir düşüşe yol açarsa MB politika faizi ve faiz koridorunda değişiklikler yapmak zorunda kalabilir. Öte yandan, koalisyonlara dair Türkiye tecrübesi önümüzdeki döneme dair rahatlatıcı bir veri sunmazken, enflasyon tarafında Ağustos sonrası olumsuzu dönecek baz etkisi, kurda şimdiye kadarki yükselişin görünümü bozucu etkilerinin TL'nin hareketlerine bağlı olarak daha da sertleşme ihtimali enflasyonun yıl sonunda hedeften önemli ölçüde sapacağı beklentilerini güçlendiriyor. Bu şartlar altında, önümüzdeki dönemde, küresel piyasalardaki hareketlerle siyasi haber akışına bağlı olarak Dolar/TL'nin dalgalı bir seyir izleyeceğini, hükümet kurma sürecine dair olumlu haberlerle gerilese de baskının süreceğini düşünüyoruz. Ek olarak, yüksek kısa vadeli faizler, öngörülerden yüksek seyretme eğiliminin devam edebileceği anlaşılan enflasyon ve siyasi risk algısının da tahvil faizlerini olumsuz etkilemeye devam edeceğini söyleyebiliriz .

HAZİNE İÇ BORÇ İHALELERİ

HAZİNE İÇ BORÇ İHALELERİ												
2014							Toplam Satış Miktarı		126,793			
							Piyasa Çevrim Oranı		80.8%			
SATIŞ MİKTARI (TRYmilyon)												
	İHRAÇ TARİHİ	VADE TARİHİ	İHALE-TALEP/SATIŞ	FAİZ ORANI		PİYASA		KAMU KURUM.		TOPLAM		
				BASİT	BİLEŞİK	NOM	NET	NOM	NET	NOM	NET	
Mart	DT	25.03.2015	05.02.2020	1.63	8.08	8.25	1,519.9	1,491.4	965.1	947.0	2,485.1	2,438.4
	DT	25.03.2015	12.03.2025	2.00	7.98	8.14	1,556.0	1,558.1	499.3	500.0	2,055.4	2,058.1
Nisan	DT	08.04.2015	08.06.2016	2.74	9.10	9.03	624.8	564.5	209.2	189.0	834.0	753.5
	DT	29.04.2015	05.02.2020	1.22	9.72	9.95	1,843.3	1,711.1	1,174.2	1,090.0	3,017.5	2,801.1
	TUFEX	29.04.2015	16.04.2025	1.87	2.28	2.29	1,854.1	1,808.5	1,066.2	1,040.0	2,920.3	2,848.5
	DT	29.04.2015	16.11.2016	6.15	9.71	9.95	1,120.5	1,137.1	640.5	650.0	1,761.1	1,787.1
	FRN	29.04.2015	20.04.2022	1.50	9.11	9.31	808.5	765.4	597.9	566.0	1,406.4	1,331.4
	DT	29.04.2015	12.03.2025	2.58	9.21	9.43	2,065.9	1,920.9	537.7	500.0	2,603.6	2,420.9
Mayıs	DT	13.05.2015	05.02.2020	3.99	9.39	9.61	2,424.4	2,287.4	0.0	0.0	2,424.4	2,287.4
	TUFEX	13.05.2015	16.04.2025	2.01	2.35	2.36	2,017.0	1,966.2	0.0	0.0	2,017.0	1,966.2
	DT	13.05.2015	16.11.2016	1.79	9.65	9.88	1,523.4	1,552.9	276.6	282.0	1,800.0	1,834.9
	FRN	13.05.2015	20.04.2022	2.19	9.00	9.20	1,358.8	1,298.1	0.0	0.0	1,358.8	1,298.1
	DT	13.05.2015	12.03.2025	2.11	9.08	9.28	1,691.2	1,592.1	0.0	0.0	1,691.2	1,592.1
	DT	20.05.2015	16.12.2015	5.23	9.69	9.88	397.4	376.3	501.5	475.0	898.9	851.3
Ocak - Mayıs 2015							Toplam Satış Miktarı		50,405			
							Piyasa Çevrim Oranı		85.4%			

İç borçlanma programı -Haziran 2015 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)	15-06-2015	17-06-2015	05-02-2020
10 yıl (3591 gün)	TL cinsi TÜFE'ye endeksli Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç)	15-06-2015	17-06-2015	16-04-2025
6 ay (182 gün)	TL cinsi kuponsuz Devlet Tahvili (yeniden ihraç)	16-06-2015	17-06-2015	16-12-2015
2 yıl (728 gün)	TL cinsi sabit kuponlu Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (ilk ihraç)	16-06-2015	17-06-2015	14-06-2017
10 yıl (3556 gün)	TL cinsi sabit kuponlu Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç)	16-06-2015	17-06-2015	12-03-2025

İç borçlanma programı -Temmuz 2015 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)	13-07-2015	15-07-2015	08-07-2020
2 yıl (700 gün)	TL cinsi sabit kuponlu Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç)	14-07-2015	15-07-2015	14-06-2017
10 yıl (3528 gün)	TL cinsi sabit kuponlu Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç)	14-07-2015	15-07-2015	12-03-2025

İç borçlanma programı -Ağustos 2015 ayı ihale takvimi

Vade	Senet türü	İhale tarihi	Valör tarihi	İtfa tarihi
12 Ay (364 Gün)	TL cinsi kuponsuz Devlet Tahvili (ilk ihraç)	18-08-2015	19-08-2015	17-08-2016
5 Yıl (1785 Gün)	TL cinsi sabit kuponlu Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç)	18-08-2015	19-08-2015	08-07-2020

İç Borç Ödemelerinin Alıcılara Göre Dağılımı

Milyon TL	Piyasa	Kamu Kuruluşları	TOPLAM
Haziran 2015 İç Borç Ödemeleri			
17.06.2015	7,468	1,472	8,940
24.06.2015	473	70	543
TOPLAM	7,941	1,542	9,483
Temmuz 2015 İç Borç Ödemeleri			
01.07.2015	135	0	135
08.07.2015	114	30	144
10.07.2015	3,535	748	4,283
15.07.2015	1,223	191	1,414
29.07.2015	684	247	931
TOPLAM	5,691	1,216	6,906
Ağustos 2015 İç Borç Ödemeleri			
05.08.2015	465	105	570
12.08.2015	446	113	558
19.08.2015	5,470	61	5,530
26.08.2015	603	109	712
TOPLAM	6,984	387	7,371

EK B:

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015T	2016T	2017T
Ekonomik Aktivite											
Reel GSYH (% Yıllan Yıla – YY)	4.7	0.7	-4.8	9.2	8.8	2.1	4.2	2.9	3.1	3.4	3.7
Özel tüketim (% YY)	5.5	-0.3	-2.3	6.7	7.7	-0.5	5.1	1.3	3.8	4.0	4.2
Kamu tüketimi (% YY)	6.5	1.7	7.8	2.0	4.7	6.1	6.5	4.6	3.1	3.3	3.5
Yatırım (%YY)	3.1	-6.2	-19.0	30.5	18.0	-2.7	4.4	-1.3	-0.6	2.2	2.9
Sanayi üretimi (%YY)	6.9	-0.9	-10.4	12.4	9.6	2.4	3.5	3.5	3.8	4.1	4.5
Yıl sonu işsizlik oranı (%)	9.2	10.0	13.1	11.1	9.1	8.4	9.0	9.9	10.2	10.0	9.9
Nominal GSYH (TL milyar)	843	951	953	1,099	1,298	1,417	1,567	1,750	1,926	2,131	2,365
Nominal GSYH (EUR milyar)	474	501	442	552	558	615	612	600	660	776	751
Nominal GSYH (US\$ milyar)	649	742	616	732	777	790	813	798	712	728	772
Kişi başına GSYH (US\$)	9,240	10,438	8,559	10,022	10,466	10,504	10,696	10,268	9,108	9,225	9,683
Fiyatlar											
TÜFE (ortalama %YY)	8.8	10.4	6.3	8.6	6.5	8.9	7.5	8.9	7.5	6.7	6.3
TÜFE (yıl sonu %YY)	8.39	10.06	6.5	6.4	10.4	6.2	7.4	8.2	7.7	6.8	6.3
ÜFE (ortalama %YY) – 2003 öncesi TEFE	6.3	12.7	1.2	8.5	11.1	6.1	4.5	10.2	5.0	6.6	5.8
Kamu Dengesi (GSYH %)											
Konsolide bütçe dengesi	-1.6	-1.8	-5.5	-3.6	-1.4	-2.1	-1.2	-1.3	-1.9	-1.8	-1.7
Faiz dışı denge	4.1	3.5	0.1	0.8	1.9	1.3	2.0	1.6	1.3	1.1	1.0
Toplam kamu borcu	39.9	40.0	46.0	42.3	39.1	36.2	36.1	33.5	32.2	31.1	30.1
Dış Denge*											
İhracat (US\$ milyar)	115	141	110	121	142	162	162	169	167	179	194
İthalat (US\$ milyar)	162	194	134	177	231	227	242	233	218	235	255
Dış ticaret dengesi (US\$ milyar)	-47	-53	-25	-56	-89	-65	-80	-64	-51	-56	-61
Dış ticaret dengesi (GSYH %)	-7.2	-7.1	-4.0	-7.7	-11.5	-8.3	-9.8	-8.0	-7.1	-7.7	-7.9
Cari denge (US\$ milyar)	-38	-40	-12	-45	-75	-48	-65	-46	-34	-38	-43
Cari denge (GSYH %)	-5.8	-5.4	-2.0	-6.2	-9.7	-6.1	-8.0	-5.8	-4.7	-5.3	-5.6
Net doğrudan yatırım (US\$ milyar)	19.9	17.2	7.1	7.6	13.7	9.2	9.2	5.5	6.3	7.4	8.3
Net doğrudan yatırım (GSYH %)	3.1	2.3	1.2	1.0	1.8	1.2	1.1	0.7	0.9	1.0	1.1
Cari açık + net doğrudan yatırım (GSYH %)	-2.7	-3.1	-0.8	-5.2	-7.9	-5.0	-6.9	-5.1	-3.9	-4.3	-4.6
İhracat hacmi - miktar (%YY)	12	7	-8	11	6	16	-1	5	3	4	5
İthalat hacmi - miktar (%YY)	13	-1	-13	18	13	1	8	-1	2	4	6
Döviz rezervleri (altın hariç, US\$ milyar)	72	70	71	81	78	102	110	108	104	108	114
İthalatı karşılama oranı (ay)	5.3	4.3	6.3	5.5	4.0	5.4	5.5	5.5	5.7	5.5	5.4
Borç Göstergeleri											
Brüt dış borç stoku (US\$ milyar)	250	281	269	292	304	339	389	402	409	414	421
Brüt dış borç stoku (GSYH %)	39	38	44	40	39	43	48	50	57	57	54
Brüt dış borç stoku (İhracat %)	217	200	245	241	214	210	241	238	244	231	217
Toplam dış borç servisi (US\$ milyar)	49	54	59	56	51	53	55	49	42	52	56
Toplam dış borç servisi (GSYH %)	8	7	10	8	7	7	7	6	6	7	7
Toplam dış borç servisi (İhracat %)	42	38	54	46	36	32	34	29	25	28	28
Faiz ve Kurlar											
Merkez Bankası politika faizi (%) yılsonu	15.75	15.00	6.50	6.50	5.75	5.50	4.50	8.25	7.50	8.50	8.50
Geniş para arzı (%YY)	15.4	27.5	12.9	19.0	11.5	12.9	22.8	11.2	10.7	11.4	11.6
3 aylık TL faiz oranı (%) ortalama	17.3	17.6	10.2	7.4	8.5	8.7	6.9	10.1	10.2	10.0	9.9
USD/TL yıl sonu	1.16	1.51	1.51	1.55	1.91	1.78	2.13	2.32	2.80	3.00	3.20
USD/TL ortalama	1.30	1.29	1.55	1.50	1.67	1.79	1.93	2.19	2.71	2.93	3.06
EUR/TL yıl sonu	1.71	2.14	2.16	2.07	2.47	2.35	2.93	2.81	2.80	2.85	3.52
EUR/TL ortalama	1.78	1.90	2.16	1.99	2.33	2.30	2.56	2.91	2.92	2.75	3.15
EUR/USD yıl sonu	1.46	1.40	1.43	1.34	1.29	1.32	1.38	1.22	0.95	0.95	1.10
EUR/USD ortalama	1.37	1.47	1.39	1.33	1.39	1.29	1.33	1.32	1.05	0.93	1.02

ING Bank Ekonomik Araştırmalar Grubu

Muhammet Mercan Bař Ekonomist + 90 212 329 0751 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.