

## İçindekiler:

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

## MB'ye dair beklentiler ve piyasalardaki oynaklık kuru baskılıyor...

Petrol fiyatlarının uzun bir süre düşük düzeylerde seyretmeye devam edeceğine dair beklentiler yanında, ABD'de büyüme performansı gücünü korurken enflasyonun genel olarak baskı altında kalması ve başta Euro Bölgesi'nde olmak üzere küresel ölçekte merkez bankalarının daha gevşek politikalar izleme eğilimi içerisinde olmaları son dönemde piyasalara olumlu yansımıştı. Yine de, Brent petrol fiyatında Ocak sonundan bu yana 45 dolar seviyelerinden 55 doların üzerine hızlı yükseliş dikkate alındığında petrol üreticisi ülkeler aleyhine olan ancak petrol tüketicisi ülkeleri olumlu etkileyen enerji fiyatlarındaki Eylül sonrası temel hikaye olarak dikkat çeken düşüş trendinin, 2015'te devam edip etmeyeceği ve düşük seyrin kalıcı olup olmayacağı önemli bir soru işareti olarak varlığını koruyor. Euro Bölgesi'nde, Yunan bankaları üzerindeki etkisinin yönetilebilir olduğu düşünülen AMB'nin Yunan tahvillerinin likidite karşılığında teminat olarak kabul edilmeyeceği açıklaması halen AB ve Yunan Hükümeti arasında devam eden borç sorununun yeniden ele alındığı görüşmelerin hemen bir sonuca ulaşmayacağı değerlendirmelerini öne çıkarırken, piyasalar açısından önemli belirsizlik kaynaklarından biri olmaya devam ediyor. Öte yandan, Ukrayna ve Venezuela'da ağırlaşarak devam eden ekonomik sorunlar ve son olarak Rusya'nın notunun S&P tarafından yatırım yapılabilir düzeyin altına çekilmesi Gelişmekte Olan Ülkeler'e yönelik risk iştahını dalgalandırıyor. ABD'de ise tarım dışı istihdam verilerinin Ocak ayında öngörülenden yüksek gelmesine ek olarak önceki iki ayın rakamlarında yukarı yönlü revizyonlar ve ortalama saatlik ücretlerdeki artışın hızlanarak %2.2'ye ulaşması Fed'in para politikası adımlarını belirleme sürecinde manşet enflasyondaki gerilemeyi ihmal ederek çekirdek enflasyona ve ücretlere odaklanabileceğini düşündürüyor. İşsizlik oranı %5.7'ye küçük bir artış gösterse de işgücü piyasasında dikkat çeken genel olumlu seyir Fed'in aşırı ölçüde destekleyici para politikasını normalleştirme sürecinde yılın ikinci yarısına kalmadan Haziran'da bir faiz artışına gidebileceği beklentilerini destekliyor. Bu durum, Dolar'ı diğer para birimlerine karşı güçlendirirken, tahvil piyasalarında satış baskısını artırma ihtimali yaratıyor ve Fed'in sıkılaştırma adımlarının küresel piyasalardaki oynaklığı yükselteceği değerlendirmelerine malzeme sağlıyor. Düşük petrol fiyatlarından en fazla fayda sağlanması beklenen; halen yüksek düzeyde seyretmesine rağmen cari dengedeki toparlanma eğiliminin sürdüğü, enflasyon görünümünün iyileştiği Türkiye'de ise Dolar'daki değerlenme sürecinden TL genel olarak olumsuz etkilenirken, son dönemde faizlerin düzeyi ve hızlı bir faiz indirimine dair gelen siyasi değerlendirmeler yanında MB'nin öngörülenden derin bir parasal gevşeme sürecine yönelebileceğine dair algı döviz piyasasındaki baskıyı güçlendiriyor. Yılın ilk enflasyon raporunda, enflasyonun yıl içindeki seyrinde baz etkilerinin de önemli olacağını, buna bağlı olarak Ağustos'a kadar olan dönemde enflasyonu düşürücü etki yaratacağına dikkat çeken ve dezenflasyon süreciyle ilgili Ocak'ta daha da olumluya dönen bir tavır sergileyen MB getiri eğrisinin yataya yakın tutulacağı söylemini korusa da politika faizinin dolayısıyla bunun belirleyici olduğu bankaların ortalama fonlama maliyetinin düzeyini enflasyona yakın belirlemeye çalıştıkları vurgusundan hareketle politika faizinin hızlı bir şekilde indirilebileceğine dair işaretler veriyor. Bu şartlar altında, MB'nin 24 Şubat'taki toplantıda 50 baz puanlık bir indirim yapabileceğini, devam eden adımlarla politika faizinin yılın ilk yarısı sonunda %6.5'e gelebileceğini tahmin ediyoruz. Ancak piyasaların önemli ölçüde dalgalandığı ve TL'nin baskı altında kaldığı son dönemde MB'nin indirim hızının daha yavaş olabileceğini de dikkate almak gerekiyor. MB'nin gevşeme adımlarına ve küresel piyasalardaki risk iştahının seyrine bağlı olarak döviz piyasasındaki oynaklığın önümüzdeki dönemde de süreceğini, buna bağlı olarak Dolar/TL'nin yıl sonunu daha yüksek bir düzeyde kapatabileceği öngörüsünüyle tahminimizi 2.45'ten 2.60'a çekiyoruz.

## 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 Şubat 2015

## Şubat ve Mart ayında takip edilecek önemli gelişmeler:

- 11 Şubat: Aralık ödemeler dengesi
- 16 Şubat: Kasım hane halkı işgücü istatistikleri
- 16 Şubat: Ocak Merkezi Yönetim bütçe gerçekleştirmeleri
- 19 Şubat: Şubat tüketici güven endeksi
- 20 Şubat: Şubat Beklenti Anketi
- 23 Şubat: Şubat reel sektör güven endeksi, kapasite kullanım oranı
- 24 Şubat: Şubat PPK toplantısı
- 27 Şubat: Ocak dış ticaret dengesi
- 3 Mart: Şubat TÜFE, Yİ-ÜFE
- 9 Mart: Ocak sanayi üretim endeksi

## Piyasalar

### Küresel Gelişmeler

AB ve ABD yaptırımlarına maruz kalan ve gelirlerinin yaklaşık %50'si petrole dayalı olan Rusya'da enerji piyasasındaki aşağı yönlü sert harekete bağlı olarak gözlenen dalgalanma, para biriminin önemli ölçüde değer kaybı ve bu durumu kontrol altına alabilme adına alınan ciddi faiz artış kararı piyasaların seyrinde önemli rol oynamıştı. Ocak ayında ise İsviçre Merkez Bankası'nın ve Avrupa Merkez Bankası (AMB)'nin aldığı kararlar, Yunanistan'da yapılan erken genel seçimlerin sonuçları ve ABD Merkez Bankası (Fed)'nin açıklamaları ile ABD'deki işsizlik verisi belirleyici oldu.

*İsviçre MB Frank'ın Euro karşısındaki 1.20'lik müdahale kurunu kaldırdı...*

İlk olarak, İsviçre Merkez Bankası'nın AMB'nin yeni ve kapsamlı bir varlık alım programını açıklamasının beklendiği Ocak ayında muhtemelen Euro'nun daha da fazla değer kaybına direnmenin zor olacağı değerlendirilmesinden hareketle Frank'ın Euro karşısındaki 1.20'lik müdahale kurunu kaldırırken, %-0.25 olan politika faizini %-0.75'e indirdi. Bu gelişme küresel piyasalarda ciddi sarsıntıya yol açarken, İsviçre Frangı Euro'ya göre önemli ölçüde değer kazandı.

*AMB 1.1 trln euroya ulaşacağı öngörülen tahvil alım programını açıkladı....*

Geçtiğimiz ayki en önemli gelişme ise büyüme hızı önemli ölçüde yavaş seyrederken enflasyonun da petrol fiyatlarındaki seyrin etkisiyle gerileme eğilimine girdiği bir ortamda artan deflasyon risklerinden dolayı bir süreden beri gerçekleşip gerçekleşmeyeceği değil, zamanlaması ve miktarı üzerinde değerlendirmeler yapılan kamu menkul kıymet alımlarını da içeren yeni bir niceliksel gevşeme sürecinin açıklanması oldu. Euro Bölgesi ekonomisini yeniden sağlıklı bir büyüme patikasına yönlendirmeyi ve enflasyonu %2'ye çıkarmayı amaçlayan bu yeni paket Mart 2015'te başlayarak Eylül 2016'ya kadar olan dönemde aylık 60 milyar euro olmak üzere toplamda yaklaşık 1.1 trilyon euroluk tahvil alımını öngörüyor. Euro Bölgesi devlet tahvilleri ve Avrupa Birliği kurum tahvillerini kapsayacak şekilde genişletilen yeni alım programı için alınacak menkul değerlerin tamamı 'yatırım yapılabilir' kredi derecesine sahip olacak. Programa göre, ülke merkez bankaları, AMB sermayesinde sahip oldukları paya göre alım yapacaklar. Öte yandan, AMB enflasyon hedeflenen düzeye gelinceye kadar varlık alımının devam edebileceği vurgusu da ekleyerek sürecin açık uçlu olabileceğine işaret etti. Ayrıca bankalara yönelik uzun vadeli kredilerinin maliyetini de düşüren bir adım atan AMB bu varlık alım programının yansımalarına dair kesin olarak söylenecek en önemli etki Euro/Dolar paritesinde uzun bir süreden beri devam eden zayıflama eğiliminin süreci yönünde olabilir. Ancak, bu alım programıyla piyasaya sürülecek fazla likiditenin bankaları Euro Bölgesi genelinde kredi arzını artırmaya mı yönlendireceği, yoksa Bölge dışında ağırlıklı olarak gelişmekte olan ülkelerdeki varlık alımlarını mı artıracığına dair kesin bir değerlendirme yapmak için henüz erken gözüküyor.

*Yunanistan'da yeni hükümetin AB ile yaptığı borç yapılandırma görüşmeleri piyasalar tarafından yakından izleniyor...*

Euro'daki zayıflığın arkasında yatan faktörlerden biri olarak gösterilen Yunanistan'daki seçimler ve son dönemde siyasal dengeleri değiştireceği işaretleri veren Syriza'nın parti programına dair endişeler piyasaları hareketlendiren gelişmelerden bir diğeri oldu. Seçimler sonrasında Parlamento'da çoğunluğu sağlamamakla birlikte önemli ölçüde güçlenen Syriza merkez sağ ve son seçimlere kadar iktidarda olan Yeni Demokrasi Partisi'nden ayrılan ve beklentilerin

**Piyasa Özeti**

	09-01-15	09-02-15		
	KAPANIŞ	KAPANIŞ	AYLIK	YBY
	DEĞERİ	DEĞERİ	DEĞİŞİM	DEĞİŞİM
BIST -100	87,648	84,574	-3.51%	-1.34%
DOW JONES	17,737	17,729	-0.05%	-0.53%
NIKKEI 225	17,198	17,712	2.99%	1.50%
DAX	9,649	10,664	10.52%	8.75%
FTSE 100	6,501	6,837	5.17%	4.13%
BOVESPA	48,840	49,383	1.11%	-1.25%
US 10-YEAR BOND YIELD (%)	1.97	1.95	-2.10	-22.60
USD/TRY	2.29	2.47	0.08	0.06
EUR/USD	1.18	1.13	-4.36%	-6.40%
50:50 USD:EUR BASKET	2.5049	2.6380	5.31%	2.32%
BRENT OIL	47.79	56.45	18.12%	1.77%
VIX	17.5500	18.5500	5.70%	-3.39%
GOLD	1,222.65	1,238.93	1.33%	4.68%
MSCI World	1,683.80	1,714.23	1.81%	0.27%
MSCI EM	961.37	972.83	1.19%	1.73%
MSCI Turkey	1,242,846.0	1,197,856.0	-3.62%	-1.99%

ötesinde bir oyla önemli sayıda milletvekili çıkararak Bağımsız Yunanlılar Partisi (Anel) ile koalisyon kurdu. Her ne kadar, Yunanistan'ın yeni Maliye Bakanı'nın hükümetin ülkeye mali yardım veren Avrupa Birliği ve IMF ile işbirliği yapmayacağı ve mali yardımın süresinin uzatılması için çaba sarf etmeyeceğini dair söylemleri olsa da, seçimler sonrasında yeni Başbakan'ın daha uyumlu bir tavra işaret eden açıklamaları dikkat çekiyor.

*Güçlü tarım dışı istihdam verisi Fed'in yıl ortasında faiz artıracığına dair beklentileri kuvvetlendirdi...*

Öte yandan, Ocak toplantısında Fed ekonominin yaratılan güçlü istihdam ile "sağlam bir hızda" büyüdüğünü belirterek faizlerin 2015'te artırılması planına bağlı kaldığının sinyalini verdi. Banka, daha önceki açıklamalarında ABD ekonomisinde büyümenin "ılımlı hızda" olduğu değerlendirmesinde bulunuyordu. Fed, Aralık'ta olduğu gibi geçtiğimiz ay da halen sıfır düzeyinde bulunan borçlanma faizlerini yükseltme kararı verirken "sabırlı" olacağını tekrar etmekle beraber, enerji fiyatlarındaki gerilemenin de etkisiyle bazı enflasyon göstergelerinin zayıfladığını da kabul etti. Tarım dışı istihdam ise Ocak ayında beklentilerin üzerinde artarken, çalışanların ücretlerinde önceki ayki düşüşün ardından kaydedilen belirgin artış Fed'in yıl ortasında faiz artıracığına dair beklentileri kuvvetlendirdi.

Sonuç olarak, petrol fiyatlarındaki gerileme eğiliminin güçlü bir dezenflasyon eğilimi yarattığı, bu durumun son haftalarda örnekleri görüldüğü üzere başta AMB olmak üzere küresel ölçekte merkez bankalarının daha gevşek politikalar izlemesine olanak sağladığını söyleyebiliriz.

**Döviz piyasası**

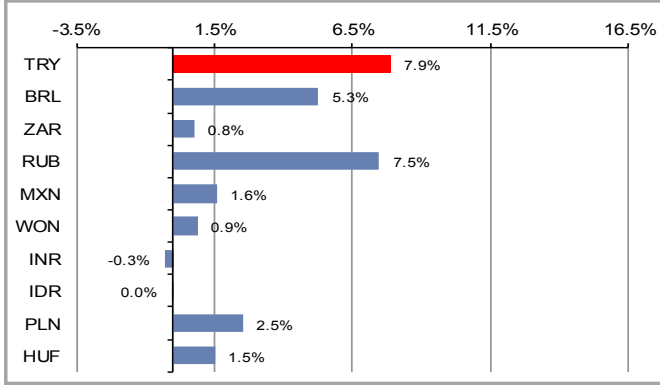
*AMB'nin tahvil alım programı Euro/Dolar paritesindeki düşüşü hızlandırdı....*

550 milyar euroluk ortalama piyasa beklentisine rağmen AMB'nin Ocak faiz kararı toplantısında Eylül 2016'ya kadar devam edeceğini duyurduğu tahvil alım programında toplam alım miktarını 1.1 trln euroyla beklentilerin oldukça üzerinde açıklaması bir süreden beri aşağı yönlü seyreden Euro/Dolar paritesini daha da zayıflattı. Öte yandan, Yunanistan seçimlerine dair endişeler ve ülke borcunun yeniden yapılandırılmasına dair çeşitli açıklamaların yarattığı belirsizlik de bu harekete katkıda bulundu. Buna bağlı olarak Aralık ortasında 1.25 civarında olan parite sert bir düşüşle 1.10 seviyelerini gördükten sonra küçük bir toparlanma kaydetti.

*ING 2015 için parite tahminini 1.1'den 1.0'e, 2016 için ise 1.0'den 0.90'a revize etti...*

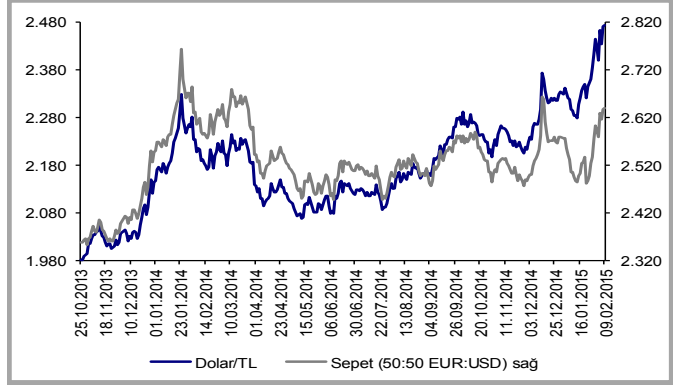
Daha önceki Fed ve Japonya Merkez Bankası'nın niceliksel gevşeme kararlarına paralel olarak genişleyen bilanço büyüklüklerinin ilgili para birimlerini de önemli ölçüde zayıflatması, Fed'den 2015 içerisinde beklenen sıkılaştırma sürecinin etkilerinin henüz para birimlerine yeterince yansımaması, piyasaların halen Fed'in faiz artırımının zamanlaması ve hızı konusunda nispeten iyimser

## USD Değişimi, 9 Ocak - 9 Şubat



Kaynak: Reuters

## Kur Gelişmeleri



Kaynak: Reuters

olması ve Euro Bölgesi'nde politik risk priminin Yunanistan seçimleri yanında yerel ve genel seçimlerin yapılacağı İspanya'dan da etkileneceği düşünüldüğünde önümüzdeki dönemde Euro/Dolar paritesinin baskı altında kalmaya devam edeceği düşünülebilir. Buna paralel olarak, ING 2015 için parite tahminini 1.1'den 1.0'e, 2016 için ise 1.0'den 0.90'a revize etti.

*Dolar/TL son dönemde hızla yükselerek tarihi yüksek düzeye ulaştı...*

Yurtiçi döviz piyasasında ise, Ekim sonrasında petrol fiyatlarında aşağı yönlü güçlü hareket sonucu diğer gelişmekte olan ülke para birimlerinden genelde pozitif ayrılan Dolar/TL Aralık'ın ilk yarısında Rusya'ya yönelik artan risk algısı ve buna paralel olarak diğer gelişmekte olan ülke piyasalarının da olumsuz etkilenmesiyle 2.40'a ulaştı. Aralık'ın ikinci yarısında 2.30-2.35 bandında dalgalanan kur Aralık enflasyonunun beklentilerin çok altında kalmasının yarattığı etkiyle 27 Ocak'ta açıklanan yılın ilk enflasyon raporuna kadar genel olarak olumlu hareketini sürdürdü. Raporun açıklandığı toplantıda MB Başkanı'nın (her ne kadar sonradan vazgeçilse de) erken bir PPK yapılarak faiz indirimi kararının alınabileceğini açıklamasının ardından Dolar/TL sonraki dönemde zayıf seyretti. Faiz indirimine dair siyasi değerlendirmelerin de öne çıktığı bu dönemde MB'nin daha hızlı bir gevşeme sürecini tercih edebileceği algısı ve ABD işsizlik verisinin küresel risk iştahını zayıflatması döviz piyasasının baskı altında kalmasında belirleyici oldu.

*Reel efektif döviz kuru Ocak'ta son bir yılın en yüksek düzeyine ulaştı...*

Reel efektif döviz kuru Ocak 2015 itibariyle 116.9 ile Mayıs 2013'ten bu yana en yüksek düzeyine ulaştı. Reel kurdaki değerlendirme eğilimi özellikle 2014 başından itibaren belirgin hale gelirken, bu seyrde enflasyonun yüksek düzeyi ve TL'nin piyasadaki dalgalanmalara rağmen yılın son çeyreğinden itibaren Ocak sonuna kadar olan dönemde genel olarak daha olumlu bir performans sergilemesi belirleyici oldu. Yine de son haftalarda kurdaki zayıflık düşünüldüğünde Şubat'ta reel efektif döviz kurunun gerileyeceği söylenebilir.

*MB bankaların Euro cinsi yükümlülükler için tuttuğu zorunlu karşılıklardan komisyon alacak...*

Ayrıca Ocak ayında MB'nin attığı iki adım dikkat çekti. İlkinde bankaların Euro cinsi yükümlülükler için tuttuğu zorunlu karşılıklardan komisyon almaya başlayacağı açıklandı. AMB'nin son dönemde attığı adımların önemli ölçüde aşağı çektiği Euro faiz oranlarına paralel olarak bu kararı alan MB yurtiçinde Euro cinsi döviz mevduat oranlarının gerileyeceğini öngördü. Ek olarak bu adım, gerileyen Euro/Dolar paritesinin olumsuz etkilediği Dolar cinsi açıklanan döviz rezervlerinde Euro'nun payını azaltıcı etki yaratacak.

*MB'nin ihracat reeskont kredisi limiti yükseltilirken, kapsamı genişletildi...*

Bir diğer kararla, ihracat reeskont kredisi limiti 15 milyar dolardan 17 milyar dolara yükseltilirken, ihracatın yanı sıra döviz kazandırıcı hizmetlerden turizm hizmetleri ve diğer bazı hizmetler de reeskont kredisi kapsamına alındı. Bu adımla, Türkiye'ye turist akışında önemli ağırlığa sahip olan çevre ülkelerde ve Rusya'da devam eden jeopolitik ve ekonomik problemlerin özellikle turizm sektörüne yansımalarının sınırlanmaya çalışıldığı söylenebilir.

Döviz kuru hareketleri üzerinde önemli rol oynayan ve Aralık sonunda 136 milyar dolar olan yurtiçi yerleşiklerin döviz mevduatları ise 30 Ocak'ta 133.3 milyar dolara geldi.

## Bono ve tahvil piyasası

2014'ün ikinci yarısında çift basamaklı düzeylere yaklaşan, ancak takip eden aylarda düşen enerji fiyatlarının da katkısıyla gerileyen enflasyondaki iyileşme süreci bu yılın ilk yarısında da devam edecek gibi gözüküyor. Nitekim, Ocak sonunda Merkez Bankası Başkanı Erdem Başçı da enflasyonun, piyasa beklentileriyle karşılaştırıldığında daha iyimser bir değerlendirmeye, 2015 sonunda %5.5 ve 2016 yılında %5.0 olarak gerçekleşeceğini tahmin ettiklerini açıkladı. Bu şartlar altında MB faiz indiriminin olası olduğu değerlendirmelerinin de dikkat çektiği Ocak toplantısında politika faizini %8.25'ten %7.75'e çekse de, döviz piyasasındaki dalgalanmalar ve TL üzerindeki baskı yanında dış piyasalardaki risk iştahında oynaklıkların dikkat çektiği bir ortamda bankalar arası para piyasasında gecelik repo faizini yüksek tutmaya devam etti. MB para piyasası faizlerini yüksek tutsa da enflasyon dinamikleri önümüzdeki dönemde görünümde daha olumlu bir seyrin hakim olacağı beklentilerini destekliyor. Nitekim, Ocak rakamı %1.1 ile piyasa beklentisinden yüksek gerçekleşse de güçlü baz etkisiyle yıllık enflasyon %8.17'den %7.24'e geriledi. Çekirdek enflasyonda ise dokuz alt grubun biri hariç genelinde fiyatlar azalırken, AA sırasıyla %0.33 ve %0.22 yükselen H ve I endekslerinde yıllık enflasyon Ocak'ta gerileyerek sırasıyla %9.36 ve %8.63 oldu. Buna göre, çekirdek enflasyon göstergelerinde son aylarda gözlenen iyileşme eğilimi korundu.

*Çekirdek enflasyon göstergelerinde son aylarda gözlenen iyileşme eğilimi korundu...*

*MB politika faizini dolayısıyla bunun belirleyici olduğu bankaların ortalama fonlama maliyetinin düzeyini enflasyona yakın belirlemeye çalışıyor ...*

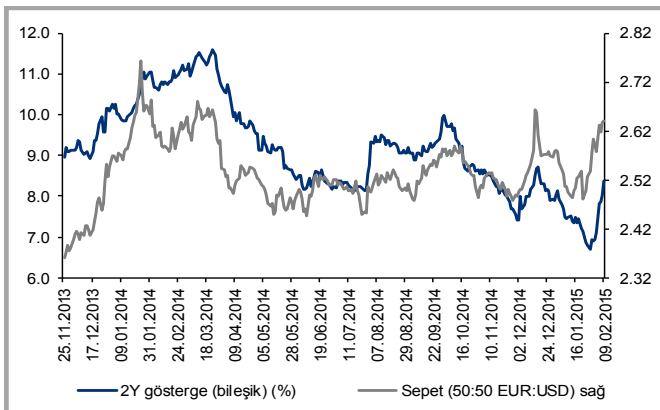
Özetle, önümüzdeki dönemde kurda istikrarlı bir seyir gözlemlendiği takdirde, enflasyonun 2015'in özellikle ilk yarısında aşağı yönlü seyredeceği söylenebilir. Öte yandan, enflasyon raporu toplantısında Başkan Başçı koridorun üst sınırının piyasalardaki oynaklığı kontrol edebilecek faiz düzeyine dair değerlendirmelere bağlı olarak belirlendiğine, buna bağlı olarak gecelik borç verme oranı konusunda daha temkinli olduklarına vurgu yaparken, 1 haftalık repo faizinin dolayısıyla bunun belirleyici olduğu bankaların ortalama fonlama maliyetinin düzeyini enflasyona yakın belirlemeye çalıştıklarını belirtmişti. Bu politika eğilimi dikkate alındığında, Ocak'ta başlayan gevşeme sürecinin devam edeceği sinyali veren MB'nin 24 Şubat'taki faiz kararı toplantısında 50 baz puanlık bir indirim yapabileceği anlaşılıyor.

*Piyasanın odak noktası dezenflasyon ve dış dengedeki toparlanma gibi temel makroekonomik göstergelerden uzaklaştı...*

Bono ve tahvil piyasasında, olumlu beklentilerle son aylarda aşağı yönlü seyreten 2 yıllık gösterge faiz oranı 28 Ocak'ta %6.7'ye 10 yıllık tahvilin getirisi ise %7'ye geriledi. Ancak, faiz oranlarının düzeyi ile ilgili siyasi değerlendirmelerin öne çıktığı son günlerde piyasanın odak noktası dezenflasyon ve dış dengedeki toparlanma gibi temel makroekonomik göstergelere dair iyimser beklentilerden uzaklaşırken, faiz oranlarının yönü de hızla yukarı döndü. Paralel olarak 2 ve 10 yıllık tahvillerin getirisi sert artışlarla 9 Ocak kapanışta %8.36 ve %7.94'e ulaştı. Ocak boyunca hızla dikleşen getiri eğrisinin eğimi ise özellikle kısa taraftaki yükselişlerle son günlerde hızla negatife döndü.

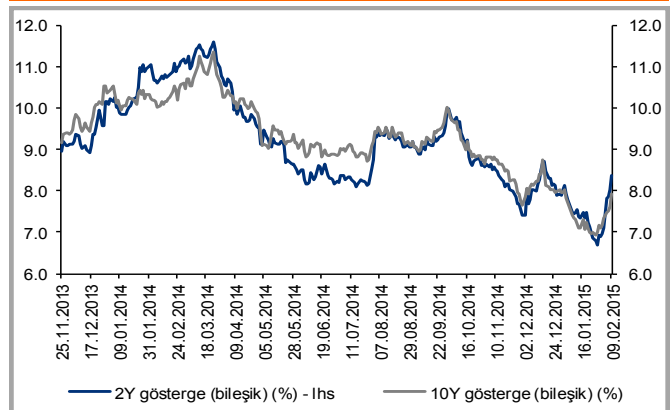
Tahvil piyasasında Mayıs 2013'ten bu yana devam eden genel olarak zayıf portföy akımları bu eğilimini Ocak'ta da korurken, 2-30 Ocak arasındaki toplam

Gösterge Faiz ve Kur



Kaynak: Reuters

Vadelerine Göre Gösterge Faiz



Kaynak: Reuters

giriş repo dahil 0.2 milyar dolar (repo hariç 0.2 milyar dolar çıkış) oldu. Buna paralel olarak, son 12 ayda toplam yabancı girişi ise repo dahil 2 milyar dolar (repo hariç 2.3 milyar dolar) oldu. Hisse senedi piyasasında yabancı yatırımcı iştahı Ocak'ta 0.5 milyar dolar, son 12 ayda 3.5 milyar dolar alımla daha olumlu seyretti.

*Hazine Şubat'ta 6 ihaleyle  
14.4 milyar TL borçlanacak...*

Ocak'ta 12.3 milyar TL itfasi olan ve açıkladığı programa göre 10.8 milyar TL (8.8 milyar TL piyasadan, 2.0 milyar TL kamudan) borçlanmayı planlayan Hazine altı ihaleyle 11.4 milyar TL'lik kaynak sağladı. Buna paralel olarak, ortalama borçlanma maliyeti Aralık'ta %8.8'den Ocak'ta %8.0'e geriledi. Son olarak, Hazine'nin iç borç çevrim oranı yılın ilk ayında %92.2 oldu. Şubat'ta 16.0 milyar TL'lik itfaya karşılık altı ihaleyle 14.4 milyar TL'lik (9.9 milyar TL piyasadan, 3.0 milyar TL kamudan, 1.5 milyar TL'si ise kira sertifikası ihracıyla) borçlanma öngörülüyor.

### **Görünüm:**

*Politika faizindeki indirimin  
hızlı olabileceği değerlendir-  
meleri yanında küresel piyasa-  
larda risk iştahındaki dalgalan-  
malar TL üzerindeki baskıyı  
artırıyor...*

Kurda istikrarlı bir seyir gözlemlendiği takdirde, enflasyonun 2015'in özellikle ilk yarısında gerek baz etkisi gerekse enerji fiyatlarındaki gerileme ve gıda fiyatlarında öngörülen normalleşmenin katkısıyla dikkate değer bir düşüş kaydedeceği söylenebilir. Buna paralel olarak enflasyon raporu toplantısında daha sert bir gevşeme olabileceği sinyalini veren MB'nin 24 Şubat'taki toplantıda 50 baz puanlık bir indirim yapabileceğini, devam eden adımlarla politika faizinin yılın ilk yarısı sonunda %6.5'e gelebileceğini tahmin ediyoruz. Ancak piyasaların önemli ölçüde dalgalandığı ve TL'nin baskı altında kaldığı son dönemde MB'nin indirim hızının daha yavaş olabileceğini de dikkate almak gerekiyor. Öte yandan, politika faizindeki indirimin önceki aylarda öngörülenden daha hızlı değerlendirmeleri yanında MB'nin davranışlarına dair yorumlar ve küresel piyasalarda risk iştahındaki dalgalanmalar TL üzerindeki baskıyı artırıyor. Döviz piyasasındaki baskıya benzer şekilde bono ve tahvil piyasasında gösterge tahvil faizi de son günlerde önemli ölçüde yükselmiş bulunuyor. Önümüzdeki dönemde, MB'nin gevşeme adımlarına ve küresel piyasalardaki risk iştahının seyrine bağlı olarak döviz piyasasındaki oynaklığın süreceği beklenebilir. Öte yandan, dezenflasyon sürecinin temel hikaye olarak ağırlığını korumasının tahvil getirilerindeki baskıyı hafifletebileceğini, dolayısıyla aşağı yönlü hareketlerin olabileceğini düşünüyoruz.

## 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	
OCAK	DT	07.01.2015	10.07.2019	1.98	7.79	7.94	2,988.2	3,189.8	253.9	271.0	3,242.0	3,460.8
	TUFEX	07.01.2015	18.09.2024	3.80	1.89	1.90	1,748.7	1,836.1	599.5	640.0	2,348.3	2,476.1
	DT	07.01.2015	16.11.2016	3.19	7.61	7.76	1,274.6	1,324.3	0.0	0.0	1,274.6	1,324.3
	FRN	07.01.2015	19.05.2021	10.39	8.80	9.00	531.6	547.0	468.4	500.0	1,000.0	1,047.0
	DT	07.01.2015	24.07.2024	1.93	7.58	7.73	1,419.8	1,572.6	468.4	500.0	1,888.2	2,072.6
	DT	14.01.2015	16.12.2016	3.81	7.75	7.77	938.5	875.8	107.2	100.0	1,045.7	975.8
Ocak 2015										Toplam Satış Miktarı		11,357
										Piyasa Çevrim Oranı		92.2%

\* TÜFEye endeksli tahviller için reel faiz verilmiştir.

## İç borçlanma programı -Şubat 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)	09-02-2015	11-02-2015	05-02-2020
10 yıl (3507 gün)	TL cinsi TÜFE'ye endeksli Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç)	09-02-2015	11-02-2015	18-09-2024
2 yıl (644 gün)	TL cinsi sabit kuponlu Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç)	10-02-2015	11-02-2015	16-11-2016
6 yıl (2289 gün)	TL cinsi değişken faizli Devlet Tahvili-6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç)	10-02-2015	11-02-2015	19-05-2021
9 yıl (3451 gün)	TL cinsi sabit kuponlu Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç)	10-02-2015	11-02-2015	24-07-2024
14 Ay (420 Gün)	TL cinsi kuponsuz Devlet Tahvili (ilk ihraç)	17-02-2015	18-02-2015	13-04-2016

## İç borçlanma programı -Mart 2015 ayı ihale takvimi

Vade	Senet türü	İhale tarihi	Valör tarihi	İtfa tarihi
5 Yıl (1778 Gün)	TL cinsi sabit kuponlu Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç)	24-03-2015	25-03-2015	05-02-2020
10 yıl (3640 gün)	TL cinsi sabit kuponlu Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (ilk ihraç)	24-03-2015	25-03-2015	12-03-2025

## İç borçlanma programı -Nisan 2015 ayı ihale takvimi

Vade	Senet türü	İhale tarihi	Valör tarihi	İtfa tarihi
5 Yıl (1743 Gün)	TL cinsi sabit kuponlu Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç)	27-04-2015	29-04-2015	05-02-2020
10 yıl (3640 gün)	TL cinsi TÜFE'ye endeksli Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (ilk ihraç)	27-04-2015	29-04-2015	16-04-2025
2 yıl (567 gün)	TL cinsi sabit kuponlu Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç)	28-04-2015	29-04-2015	16-11-2016
7 yıl (2548 gün)	TL cinsi değişken faizli Devlet Tahvili-6 ayda bir kupon ödemeli (ilk ihraç)	28-04-2015	29-04-2015	20-04-2022
10 yıl (3605 gün)	TL cinsi sabit kuponlu Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç)	28-04-2015	29-04-2015	12-03-2025

## İç Borç Ödemelerinin Alıcılara Göre Dağılımı

Milyon TL	Piyasa	Kamu Kuruluşları	TOPLAM
Şubat 2015 İç Borç Ödemeleri			
04.02.2015	375	84	459
11.02.2015	11,339	1,470	12,810
18.02.2015	2,054	61	2,115
25.02.2015	597	107	704
<b>TOPLAM</b>	<b>14,365</b>	<b>1,722</b>	<b>16,088</b>
Mart 2015 İç Borç Ödemeleri			
04.03.2015	147	35	181
11.03.2015	473	107	580
18.03.2015	911	367	1,278
25.03.2015	3,172	158	3,330
<b>TOPLAM</b>	<b>4,702</b>	<b>667</b>	<b>5,369</b>
Nisan 2015 İç Borç Ödemeleri			
1.04.2015	919	177	1,096
8.04.2015	1,006	238	1,244
10.04.2015	14	0	14
15.04.2015	19	0	19
29.04.2015	7,753	3,058	10,811
<b>TOPLAM</b>	<b>9,711</b>	<b>3,472</b>	<b>13,183</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	2.9	4.0	4.1
Özel tüketim (% YY)	4.6	5.5	-0.3	-2.3	6.7	7.7	-0.5	5.1	1.5	3.1	4.6
Kamu tüketimi (% YY)	8.4	6.5	1.7	7.8	2.0	4.7	6.1	6.2	4.9	3.5	3.0
Yatırım (%YY)	13.3	3.1	-6.2	-19.0	30.5	18.0	-2.7	4.2	-0.9	2.8	4.7
Sanayi üretimi (%YY)	7.7	6.9	-0.9	-10.4	12.4	9.6	2.5	3.4	3.6	4.8	5.1
Yıl sonu işsizlik oranı (%)	9.0	9.2	10.0	13.1	11.1	9.1	8.4	9.0	9.9	9.7	9.5
Nominal GSYH (TL milyar)	758	843	951	953	1,099	1,298	1,417	1,565	1,751	1,920	2,121
Nominal GSYH (EUR milyar)	421	474	501	442	552	559	615	610	605	714	851
Nominal GSYH (US\$ milyar)	526	649	742	617	732	774	786	820	799	754	800
Kişi başına GSYH (US\$)	7,586	9,240	10,438	8,559	10,022	10,466	10,504	10,696	10,277	9,651	10,134
<b>Fiyatlar</b>											
TÜFE (ortalama %YY)	9.6	8.8	10.4	6.3	8.6	6.5	8.9	7.5	8.9	6.1	6.2
TÜFE (yıl sonu %YY)	9.65	8.39	10.06	6.5	6.4	10.4	6.2	7.4	8.2	6.5	6.2
ÜFE (ortalama %YY) – 2003 öncesi TEFE	9.8	6.3	12.7	1.2	8.5	11.1	6.1	4.5	10.2	4.4	6.1
<b>Kamu Dengesi (GSYH %)</b>											
Konsolide bütçe dengesi	-0.6	-1.6	-1.8	-5.5	-3.6	-1.4	-2.1	-1.2	-1.3	-1.8	-1.6
Faiz dışı denge	5.4	4.1	3.5	0.1	0.8	1.9	1.3	2.0	1.6	1.0	1.2
Toplam kamu borcu	46.5	39.9	40.0	46.0	42.3	39.1	36.2	36.2	34.6	33.6	32.4
<b>Dış Denge*</b>											
İhracat (US\$ milyar)	94	115	141	110	121	143	163	163	171	181	195
İthalat (US\$ milyar)	135	162	194	134	177	233	229	244	235	233	258
Dış ticaret dengesi (US\$ milyar)	-41	-47	-53	-25	-56	-89	-65	-80	-64	-52	-63
Dış ticaret dengesi (GSYH %)	-7.8	-7.2	-7.1	-4.0	-7.7	-11.5	-8.3	-9.8	-8.0	-6.9	-7.8
Cari denge (US\$ milyar)	-32	-38	-40	-12	-45	-75	-48	-65	-46	-33	-44
Cari denge (GSYH %)	-6.0	-5.8	-5.4	-2.0	-6.2	-9.7	-6.2	-7.9	-5.7	-4.4	-5.4
Net doğrudan yatırım (US\$ milyar)	19.3	19.9	17.2	7.1	7.6	13.7	9.2	9.2	4.9	6.7	8.0
Net doğrudan yatırım (GSYH %)	3.7	3.1	2.3	1.2	1.0	1.8	1.2	1.1	0.6	0.9	1.0
Cari açık + net doğrudan yatırım (GSYH %)	-2.4	-2.7	-3.1	-0.8	-5.2	-7.9	-5.0	-6.8	-5.1	-3.5	-4.4
İhracat hacmi - miktar (%YY)	12	12	7	-8	11	6	16	-1	5	7	8
İthalat hacmi - miktar (%YY)	8	13	-1	-13	18	13	1	8	-1	6	7
Döviz rezervleri (altın hariç, US\$ milyar)	58	72	70	71	81	78	102	110	108	115	123
İthalatı karşılama oranı (ay)	5.2	5.3	4.3	6.3	5.5	4.0	5.3	5.4	5.5	5.9	5.7
<b>Borç Göstergeleri</b>											
Brüt dış borç stoku (US\$ milyar)	208	250	281	269	292	304	339	390	404	406	417
Brüt dış borç stoku (GSYH %)	40	39	38	44	40	39	43	48	51	54	52
Brüt dış borç stoku (İhracat %)	223	217	199	245	241	212	208	238	236	224	214
Toplam dış borç servisi (US\$ milyar)	40	49	54	59	56	51	53	55	58	85	53
Toplam dış borç servisi (GSYH %)	8	8	7	10	8	7	7	7	7	11	7
Toplam dış borç servisi (İhracat %)	43	42	38	54	46	36	32	34	34	47	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	6.50	6.50
Geniş para arzı (%YY)	23.4	15.4	27.5	12.9	19.0	11.5	12.9	22.8	12.9	10.6	11.4
3 aylık TL faiz oranı (%) ortalama	16.6	17.3	17.6	10.2	7.4	8.5	8.7	6.9	10.1	7.9	6.9
USD/TL yıl sonu	1.41	1.16	1.51	1.51	1.55	1.91	1.78	2.13	2.32	2.60	2.65
USD/TL ortalama	1.43	1.30	1.29	1.55	1.50	1.67	1.79	1.93	2.19	2.55	2.65
EUR/TL yıl sonu	1.86	1.71	2.14	2.16	2.05	2.46	2.35	2.94	2.82	2.60	2.39
EUR/TL ortalama	1.80	1.78	1.90	2.15	1.99	2.32	2.30	2.57	2.90	2.69	2.49
EUR/USD yıl sonu	1.32	1.46	1.40	1.43	1.34	1.29	1.32	1.38	1.22	1.00	0.90
EUR/USD ortalama	1.26	1.37	1.47	1.39	1.33	1.39	1.29	1.33	1.32	1.06	0.94



---

---

## ING Bank Ekonomik Araştırmalar Grubu

Muhammet Mercan      Bař 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.