

## İçindekiler:

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

## Yurtdışında dalgalı seyir sürerken, içeride siyaset belirleyici...

Yunan hükümetinin kreditorlerin mali yardım şartlarını referanduma götürmesi ve reddedilmesi piyasalarda belirsizliği ve buna bağlı olarak oynaklığı artırırken, Yunanistan'ın Euro para sistemi dışına çıkma ihtimalini daha önce hiç olmadığı kadar güçlendirdi. Yine de, Yunan halkını zor durumda bırakacak aşırı tasarruf tedbirleri içermeyen ama buna karşılık yolsuzlukla mücadeleye ve vergi gelirlerini daha da arttırmaya yönelik kapsamlı reform adımlarını, hatta reform sürecindeki başarıya bağlı olarak borç yeniden yapılandırmayı da içeren bir program üzerinde anlaşma olasılığı hala devam ediyor. Yunanistan hükümeti açısından ekonomik ve finansal durumun gittikçe kötüleşmesi, Euro Bölgesi açısından ise Euro'dan çıkışın neden olabileceği komplikasyonlar bu ihtimali canlı tutuyor. Dolayısıyla, Euro Bölgesi ülkelerinin Yunanistan'ın yer almadığı bir para birliğine yönelebileceğinin ihtimal dahilinde olduğu fikrinin de piyasalar tarafından dikkate alınmaya başlandığına dair işaretler artsa da referandumun ardından gözlenen kontrollü seyir bir anlaşma beklentisinin sürdüğünü teyit ediyor. Nitekim son gelen haberler de bir anlaşmaya ulaşıldığını ortaya koyuyor. Son dönemde piyasalardaki gergin atmosferde, Çin hisse senedi piyasasında kredili işlemlerle alınan pozisyonların hızla kapatılmasının da etkisiyle Haziran ortasından bu yana %30'a ulaşan ve açıklanan önlemlerin güçlükle kontrol altına aldığı sert düşüş bir diğer önemli faktör olarak öne çıkıyor. Öte yandan ABD'de, bu yılın ilk çeyreğinin eksi bir büyümeyle kapanmasının ardından ikinci çeyrekte de aktivite göstergelerinin zayıf seyrine rağmen son dönemde tüketim harcamalarının ve inşaat sektörü görünümünün toparlanmakta olduğunu gösteren veriler Fed'in faiz artışına ve daha yüksek tahvil faiz oranlarına dair beklentileri destekler görünüyor. Ancak gerek Yunanistan ve Çin kaynaklı gelişmelerin petrol fiyatlarında gözlenen düşüşle çakışması, gerekse ABD'de son istihdam raporunun beklendiği kadar olumlu bir resim sunmaması yeniden deflasyon endişelerini canlandırırken, Fed'in faiz artış adımlarının ötelenebileceği ve artış hızına dair öngörülerin de aşağı çekilebileceğine dair değişebilecek beklentiler piyasa fiyatlarını etkileme potansiyeli taşıyor. Küresel ölçekte risk iştahı dalgalanırken, yurtiçinde piyasalara Hükümet kurma sürecinin başlaması öncesinde çeşitli koalisyon senaryolarına dair olumlu beklentilerle genelde olumlu bir hava hakim oldu. Buna bağlı olarak diğer gelişmekte olan piyasalardan daha iyi bir performans gözlenirse de, hala dış finansman ihtiyacının yüksek düzeyi, MB döviz rezervlerinin yeterliliğine dair zaman zaman öne çıkan soru işaretleri, şirketler kesiminin kur riskine olan duyarlılığını arttıran yüksek yabancı para cinsi borç stoku, enflasyonun hedeften önemli ölçüde sapmış olması ve büyüme performansının potansiyelin altında kalmasının yanında önümüzdeki dönemde görüme dair artan aşağı yönlü riskler yanında bir koalisyon kurulsun bile partilerin birbirilerine yaklaşımı düşünüldüğünde istikrarlı ve uzun süreli bir hükümet kurmanın zorluğu Türkiye'ye yönelik kırılganlık algısını desteklemeye devam ediyor. Dolayısıyla son haftalardaki aşağı yönlü seyre rağmen, makro görünümdeki zayıflıklar ve politik ortamın seçimlerin ardından genel olarak daha belirsiz hale geldiği düşünüldüğünde TL'deki değer kazanma eğiliminin kalıcı olmayabileceğini tahmin ediyoruz. Bu şartlar altında, bir koalisyon hükümeti kurulana kadar MB'nin faizlerde bir değişikliğe gitmeyeceğini, finansal istikrarı sağlama ve TL'yi destekleme adına atılan makro ihtiyari adımlarla likidite yönetimine ağırlık vermeye devam edeceğini öngörüyoruz. Halen uygulanan para politikası çerçevesi yetersiz kalır ve 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, canlanan deflasyon endişeleri ve diğer küresel gelişmelerin Fed'in davranış fonksiyonuna olası etkileri MB'yi önümüzdeki dönemde rahatlatılabilir.

**Muhammet Mercan - Baş Ekonomist**

## ING Bank A.Ş.

### Ekonomik Araştırmalar Grubu

#### Adres:

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

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

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

Rapor Tarihi: 13 Temmuz 2015

## Temmuz ve Ağustos aylarında takip edilecek gelişmeler:

- 15 Temmuz: Nisan hane halkı işgücü istatistikleri
- 15 Temmuz: Haziran Merkezi Yönetim bütçe gerçekleştirmeleri
- 15 Temmuz: Temmuz beklenti anketi
- 23 Temmuz: Temmuz tüketici güven endeksi
- 23 Temmuz: Temmuz PPK toplantısı
- 27 Temmuz: Temmuz reel sektör güven endeksi, kapasite kullanım oranı
- 30 Temmuz: 2015-III enflasyon raporu
- 31 Temmuz: Haziran dış ticaret dengesi
- 3 Ağustos: Temmuz TÜFE, Yİ-ÜFE
- 7 Ağustos: Haziran sanayi üretim endeksi
- 11 Ağustos: Haziran ödemeler dengesi

*Son haftalarda piyasaların seyrinde Yunanistan krizi ve Çin hisse senedi piyasalarındaki düşüş önemli rol oynadı...*

*Yunanistan'la ilgili yoğun belirsizliğe rağmen tarafların eninde sonunda bir uzlaşmaya varacağı beklentisi halen ağır basıyor...*

*Yunanistan kriziyle ilgili gelişmeler AMB'nin kararları üzerinde belirleyici olacaktır...*

## Piyasalar

### Küresel Gelişmeler

Piyasalar geçtiğimiz haftalarda ağırlıklı olarak Yunanistan krizini ve Çin hisse senedi piyasalarında ciddi bir boyuta ulaşan düşüşü yakından takip etti. Öte yandan, Nisan ortasında tarihi düşük düzeylere gerileyen Almanya tahvilleri başta olmak üzere Euro Bölgesi borçlanma araçlarında sonraki haftalarda gözlenen satış eğilimi Yunanistan'ın borç probleminin çözümüne yönelik görüşmelerin yarattığı belirsizlik ortamında geçtiğimiz ay yerini nispeten sakin bir seyre bıraktı.

Borç krizinin çözümlenmesine yönelik uzun süreden beri yürütülen görüşmelerin sonuçsuz kalması ve Yunan hükümetinin kreditorlerin mali yardım şartlarını Temmuz başında referanduma götürme kararı almasının ardından Avrupa Merkez Bankası'nın (AMB) Yunan bankalarına yaptığı fonlamayı arttırmaması, Yunanistan'ı sermaye kontrolleri uygulamaya mecbur bıraktı. Referandum sürecinde hem bankalar hem de borsalar kapalı kalırken, ATM'lerden para çekme limiti günlük 60 euro olarak belirlendi. Krizin derinleştiği ortamda Yunanistan IMF'ye yapması gereken 1.6 milyar euroluk ödemeyi gerçekleştiremezken, ECB'ye 20 Temmuz tarihinde ödeme yapıp yapamayacağı sorusu da önemini koruyor. Bu ortamda 5 Temmuz'da gerçekleşen referandumda, kreditorlerin kurtarma şartlarını Yunan halkı %61 gibi büyük bir çoğunlukla reddetti. Referandumun ardından sonuçları değerlendirmek için bir araya gelen Almanya Başbakanı ve Fransa Cumhurbaşkanı ise görüşmelerin devamı için kapının açık olduğu mesajını verdi. Öte yandan, 2014 sonunda alınan erken seçim kararından bu yana mevduat kaçıışıyla karşı karşıya kalan ve altı ayda 39 milyar euro mevduat kaybeden Yunan bankalarının buna paralel olarak AMB fonlamasına artan bağımlılığı Acil Likidite Yardımı'nın sürmesini daha da önemli duruma getiriyor. Referandumun ardından ilk etapta AMB likidite desteğinin düzeyini değiştirmeyenken, teminatların dikkate alınan kısmında yaptığı indirimler dikkat çekti. Yunanistan vadesi gelen borçlarının ödeyememiş olsa da, bir iflas durumuyla karşılaşarak karşılaşmayacağı görüşmelerin seyrine bağlı olacak. Sürece dair yoğun belirsizliğe rağmen tarafların eninde sonunda bir uzlaşmaya varacağı beklentisi ağır basarken, piyasaların referandum ardından nispeten kontrollü seyre bu beklentiyi teyit ediyor.

Euro Bölgesi kaynaklı gelişmeler piyasalar açısından önemini korurken, AMB'nin faiz kararı toplantısının sonuçları da izlenecek. Temmuz toplantısında gerek politika faizi ile AMB'ye yapılan mevduatın faiz düzeyinin aynı kalacağı, ek olarak bankanın tahvil alım programını sürdürmeye yönelik kararlılık vurgusunun devam edeceği temel beklenti olarak ortaya çıkıyor. Bu şartlar altında, Yunanistan kriziyle ilgili gelişmelerin gelecek dönemde AMB'nin kararları üzerinde belirleyici olacağı söylenebilir.

ABD'de ise, Haziran toplantısında politika faizini değiştirmeyen Fed, zorlu kış şartlarının ardından ekonominin ılımlı bir şekilde büyüdüğünü ve bu yılın sonu itibarıyla bir faiz artışını kaldırabilmek için büyük ihtimalle yeterince güçlü oldu-

**Piyasa Özeti**

	12-06-15	10-07-15		
	KAPANIŞ	KAPANIŞ	AYLIK	YBY
	DEĞERİ	DEĞERİ	DEĞİŞİM	DEĞİŞİM
BIST -100	80,533	82,792	2.81%	-3.42%
DOW JONES	17,899	17,760	-0.77%	-0.35%
NIKKEI 225	20,407	19,780	-3.07%	13.35%
DAX	11,196	11,316	1.06%	15.40%
FTSE 100	6,785	6,673	-1.64%	1.63%
BOVESPA	53,348	52,591	-1.42%	5.17%
US 10-YEAR BOND YIELD (%)	2.39	2.42	3.00	24.10
USD/TRY	2.71	2.67	-0.02	0.14
EUR/USD	1.13	1.12	-0.94%	-7.73%
50:50 USD:EUR BASKET	2.8835	2.8206	-2.18%	9.40%
BRENT OIL	62.84	57.32	-8.78%	3.34%
VIX	13.7800	16.8300	22.13%	-12.34%
GOLD	1,180.30	1,163.56	-1.42%	-1.69%
MSCI World	1,770.17	1,743.32	-1.52%	1.97%
MSCI EM	979.46	932.85	-4.76%	-2.45%
MSCI Turkey	1,133,815.0	1,164,996.0	2.75%	-4.67%

*Fed Başkanı faiz kararının hâlâ verilmediğini ve istihdam piyasasındaki gelişmelere bağlı olduğunu belirtti...*

ğunu fakat istihdam piyasasına dair endişelerin devam ettiğini belirtti. Ekonomi %2'lik büyüme hedefine doğru yol almaya devam ederken, merkez bankasının politika metni bu yıl sonuna doğru bir ve belki de iki faiz artışına doğru ilerlendiğini gösterdi. Fakat Janet Yellen faiz kararının hâlâ verilmediğini ve istihdam piyasasındaki gelişmelere bağlı olduğunu belirterek uzun süredir dile getirdiği endişeyi yeniden vurguladı. Gerek bu açıklamalar, gerekse ABD'de tarım dışı istihdamın Haziran'da 223,000 ile beklentilerin altında bir yükseliş gösterirken, bir önceki ayın istihdam artışının aşağı yönlü revize edilmesi piyasaları olumlu etkiledi.

*Çin hisse senedi piyasasında son haftalarda gözlenen oynaklık ve sert düşüş dikkat çekiyor...*

Öte yandan, Çin hisse senedi piyasasında son haftalarda gözlenen oynaklık ve Haziran ortasından bu yana %30'a ulaşan sert düşüş bir diğer önemli hareket olarak öne çıkıyor. Bu gerilemede kredili işlemlerle alınan pozisyonların hızla kapatılmasının belirleyici olduğu vurgulanıyor. Çin Merkez Bankası'nın kredili işlemlerde ağırlıklı konumda olan kamu sahipliğindeki finansal şirkete ("China Secutirites Finance") likidite desteği vereceği, kamu finans şirketlerinin 120 milyar yuan değerinde hisse senedi alacağı ve halka arzların askıya alınacağı taahhütleri dâhil olmak üzere piyasaya istikrar kazandırma adına alınan önlemler doğru yönde atılmış adımlar olarak değerlendirilirken, hisse senetlerinde düşüş eğilimi kontrol altına alınmış gözüküyor.

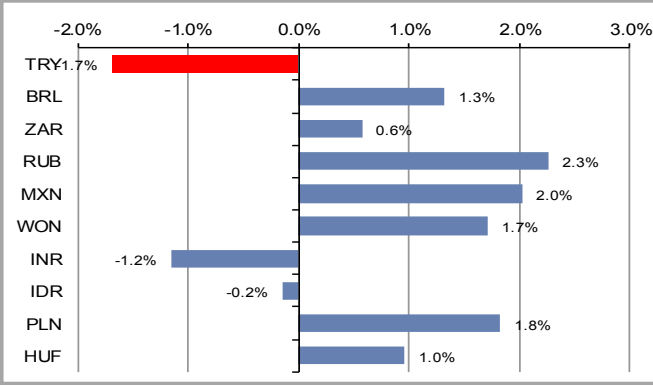
Önümüzdeki dönemde Euro mekanizmasından çıkma ihtimalini de içeren Yunanistan'la sürdürülen görüşmeler ve küresel merkez bankalarının para politikası uygulamaları piyasaların yön çizmesinde belirleyici olacak temel konular olarak kalacaktır.

**Döviz piyasası**

*Yunanistan ve Çin kaynaklı risk değerlendirmelerinin öne çıktığı piyasalarda belirsizlik algısı ve oynaklık yeniden yükselme eğilimine girdi. ...*

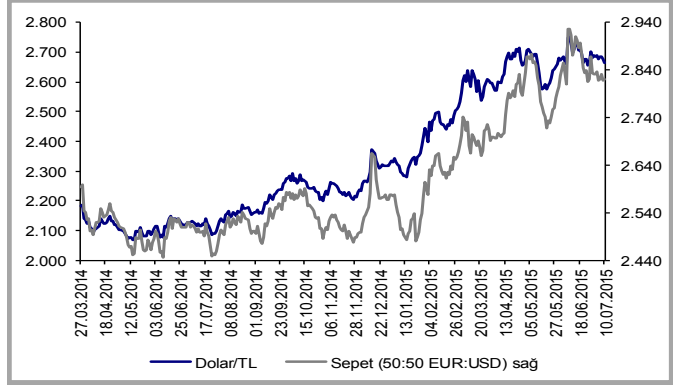
Yunanistan ve Çin kaynaklı risk değerlendirmelerinin öne çıktığı piyasalarda belirsizlik algısı ve oynaklık son dönemde yeniden yükselme eğilimine girdi. Yunanistan'a yönelik olarak, krizin neredeyse başından beri ülkenin Euro'dan çıkmayacağı ve er ya da geç bir anlaşmaya ulaşabileceğine dair değerlendirmeler özellikle referandumun ardından değişmeye başlamış gözüküyor. Her ne kadar Yunan hükümetinin Avrupa İstikrar Mekanizması imkanından yararlanmak için başvurduğu ve gerek emeklilik gerekse vergi sisteminde reformlar yapacağına dair haberler gelse de, bu girişimlerin kapsamlı bir anlaşma için yeterli olmayabileceği algısı güçleniyor. Bu şartlar altında Euro Bölgesi ülkelerinin Yunanistan'ın yer almadığı bir para birliğine yönelebileceğinin ihtimal dahilinde olduğu fikrinin de piyasalar tarafından dikkate alınmaya başlandığına dair işaretler artıyor. Dolayısıyla, AMB'nin güçlenen ekonomik büyümenin etkisiyle tahvil alım programını erkenden sonlandırıp sonlandırmayacağına dair sorular

## USD Değişimi, 12 Haziran - 10 Temmuz



Kaynak: Reuters

## Kur Gelişmeleri



Kaynak: Reuters

*AMB'nin finansal koşullardaki sıkışmaya müdahale etme ihtimali yüksek kalmaya devam ediyor...*

önemli ölçüde ortadan kalkarken, Haziran ortasında 1.14'e kadar ulaşan Euro/Dolar paritesinin son gelişmelerle yeniden 1.11 seviyelerine dönmesi bu ortamda Euro'nun nispeten daha zayıf seyrettiğini ortaya koyuyor. AMB'nin finansal koşullardaki sıkışmaya müdahale etme ihtimalinin yüksekliği düşünüldüğünde, Euro/Dolar paritesinin önümüzdeki dönemde zayıf kalmaya devam edeceği söylenebilir.

Öte yandan, Çin'de hisse senedi piyasasında kredili işlemlerin azalması sürecinde sert düşüşler gözlenirken ve kamu tarafından alınan önlemler bu eğilimi kontrol alma konusunda önemli bir başarı kaydetmişken, söz konusu hareketlerin diğer piyasalara olası yansımalarının yakından takip edilmesi gerekiyor. Gerek Çin'deki gelişmelerin küresel sistemde ağırlıklı bir yere sahip olan ülkenin büyüme görünümüne dair beklentileri olumsuz etkilemesi, gerekse Yunanistan krizinin daha da kötüleşmesi potansiyeli genel olarak tahvil faizlerine olumlu Yansırken hisse senedi piyasalarını baskılıyor. Risk iştahındaki görece bozulmaya işaret eden bu ortamda Dolar diğer gelişmekte olan ülke para birimlerine karşı son günlerde değer kazanırken, TL'nin olumlu ayrışarak daha olumlu bir performans sergilemesi dikkat çekiyor.

*Dolar/TL bir koalisyonun er geç kurulacağı algısıyla son haftalarda 2.65-2.70 bandında daha sakin bir seyir izledi...*

Genel seçimlerin ardından ortaya çıkan Parlamento yapısı ve tek partili iktidar döneminin sona erdiği Türkiye algısıyla birlikte ilk etapta hızla değer kaybeden ve 2.75'e ulaşan Dolar/TL sonraki dönemde bir koalisyonun er geç kurulacağı düşüncesiyle 2.65-2.70 bandında daha sakin bir seyir izledi. Aynı dönemde 50:50 Dolar:Euro sepeti ise seçimlerin ardından 2.93'ü aştıktan sonra 2.80-2.82 seviyelerine döndü. Devam eden siyasi belirsizliğe ve erken seçim ihtimali hala gündemde olmasına rağmen dövizdeki bu olumlu seyrin sürdürülebilirliğinin yakından takip edilmesi gerekiyor. Öte yandan, Reel Efektif Döviz Kuru'nun Haziran'da beklentilerin üzerinde gerileyen tüketici fiyatlarının da katkısı sonucu 98.4 ile uzun vadede gözlenen en düşük seviyelere yaklaşması kurda aşağı yönlü potansiyelin sınırlı olduğunu düşündürüyor. Öte yandan, TL'nin geldiği bu düzey özellikle Orta Doğu ve Kuzey Avrupa ülkeleri olmak üzere Türkiye'nin fiyata duyarlı ihracat pazarlarındaki gücünü artırıcı etki yaratarak dış ticarete olumlu yansiyebilir.

*MB döviz rezervleri Mart ortasından bu yana 120-122 milyar dolar düzeyinde nispeten istikrar kazanmış gözüküyor....*

Aralık'tan ortasından sonra hızlı gerileyen MB'nin döviz rezervleri Mart ortasından bu yana 120-122 milyar dolar düzeyinde nispeten istikrar kazanmış gözüküyor. Aylık bazda günlük döviz ihaleleri yoluyla 0.9-1.0 milyar dolar arasında satış yapan, ek olarak miktarı belli olmamakla birlikte enerji ithalatçısı KİT'lerin döviz ihtiyacını karşılayan MB'nin portföy akımlarının önemli ölçüde azaldığı hatta dönem dönem dikkate değer çıkışların olduğu bir ortamda rezervlerini koruması, döviz rezervinin yeterliliğine dair zaman zaman öne çıkan soru işaretlerinden kaçınabilmek için önem taşıyor.

Yurtiçi döviz talebinin bir göstergesi olan ve Mart ortasında 134.4 milyar dolar olan yurtiçi yerleşiklerin döviz mevduatları ise sonraki aylarda 19.4 milyar dolarlık hızlı bir yükselişle 3 Temmuz'da 153.7 milyar dolara ulaştı. Ancak, bu

değişimin ne kadarının yurtiçi yerleşiklerin doğrudan döviz alımlarından, ne kadarının ise swap işlemleriyle desteklenen sentetik mevduat ürünlerinden kaynaklandığına dair elde bir veri bulunmuyor. Artışın 12.1 milyar dolarının bireylerden, 7.3 milyar dolarının ise şirketlerden kaynaklandığı anlaşılıyor.

## Bono ve tahvil piyasası

2015 başından beri gıda fiyatlarındaki yukarı yönlü harekette öngörülen düzeltmenin Mayıs'taki fiyat düşüşleriyle başlamasının ardından, bu eğilimin Haziran'da da devam etmesine bağlı olarak aylık enflasyon %-0.51 ile beklentilerin önemli ölçüde altında kaldı. Öte yandan, TL'de önceki aylardaki zayıflamanın olumsuz etkileri enflasyon görünümüne yansırken, yıllık rakam geçtiğimiz sene gelen güçlü baz etkisinin de katkısıyla sert bir şekilde düşerek %7.20 (Mayıs: %8.09) oldu.

TÜFE'yi aşağı çeken en önemli kalem olan gıda grubundaki fiyat düşüşü % 2.79 ile beklentilerden daha hızlı oldu ve %-0.69 puan katkı sağladı. Dolayısıyla, gıda fiyatlarında Mayıs'taki olumlu seyrin Haziran'da da sürmesinin ardından yıllık artış son iki ayda %14.36'dan %9.28'e hızlı bir şekilde gerileyerek, uzun dönemli ortalama seviyelere dönüşün devam ettiğini ortaya koydu. Mevsimsel olarak Haziran'da genelde ılımlı seyreden giyim grubundan gelen %-0.10 puanlık katkı da bir diğer olumlu etkiydi. Haziran'daki gerilemenin ardından gıda fiyatlarındaki yıllık artış 2013 sonundan bu yana ilk defa tek basamaklı düzeye gelse de, bu gruptaki değişimlerden etkilenen lokanta ve oteller grubundaki yukarı yönlü hareket sürdü. %13.62 ile yıllık enflasyonun en yüksek düzeye ulaştığı bu grubun katkısı %0.08 puan düzeyinde gerçekleşti. Çekirdek enflasyonda ise 2014 sonundan beri gözlenen düşüş eğilimine Mayıs'ta son veren I endeksi büyük ölçüde döviz kurundaki gelişmelerle ilgili AA %0.33 yükselişle yıllık bazda %7.51'e ulaştı.

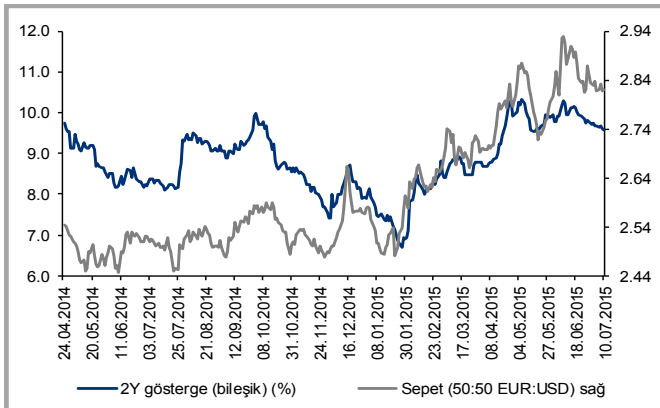
Geçtiğimiz aylarda yükselen enflasyon beklentileri yanında, piyasalardaki oynaklığa rağmen, MB geçtiğimiz üç toplantıda olduğu gibi Haziran toplantısında da politika faizini ve faiz koridorunu değiştirmede. Mart'tan bu yana TL'yi destekleme ve finansal istikrarı sağlama adına makro ihtiyari politika araçlarını kullanmaya ağırlık veren ve en son genel seçimlerin ertesinde döviz depo faiz oranlarını aşağı çeken MB bu araçların en önemlilerinden mevduat munzam karşılıkları, rezerv opsiyon mekanizması katsayıları ile bankalara TL ve döviz karşılıkları için ödenen faiz oranlarında değişikliğe gitmedi. Haziran değerlendirme notunda en önemli değişiklik; enflasyonu etkileyebilecek değişkenlere dair MB'nin görüşlerinin eklenmesi oldu. Geçtiğimiz aylardaki sert hava koşullarının yansıdığı gıda fiyatlarında Mayıs'taki olumlu seyrin beklenen gerilemeye dair işareti vermesinin ardından banka devam edecek düzeltmenin enflasyonu düşürücü etki yapacağına dikkat çekti. Ayrıca, yıllık çekirdek enflasyonda 2014 sonundan bu yana gözlenen düşüş eğiliminin Mayıs'ta sona ermesinde belirleyici olan kurdaki zayıflama sürecinin iyileşmeyi sınırladığı vurgulandı.

*Haziran'da aylık enflasyon %-0.51 ile beklentilerin önemli ölçüde altında kaldı...*

*Gıda grubundaki fiyat düşüşü %2.79 ile beklentilerden daha hızlı oldu ve aylık enflasyona %-0.69 puan katkı sağladı...*

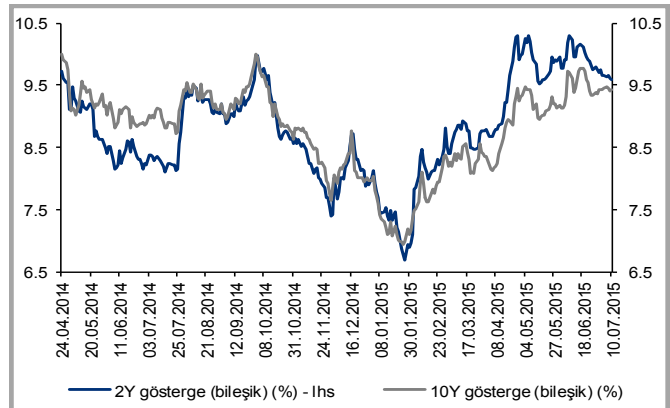
*MB önceki üç toplantıda olduğu Haziran toplantısında da politika faizini ve faiz koridorunu değiştirmede....*

Gösterge Faiz ve Kur



Kaynak: Reuters

Vadelerine Göre Gösterge Faiz



Kaynak: Reuters

*Kısa vadeli faizlerin MB'nin likidite uygulamalarıyla yüksek seyrettiği ortamda verim eğrisi negatif eğimli kaldı*

*Yılbaşından bu yana tahvil piyasasında yabancı çıkış repo dahil 3.5 milyar dolar oldu...*

*Hazine'nin ort. borçlanma maliyeti Haziran'da %9.85 ile bu yıl içerisinde gördüğü en yüksek düzeye geldi...*

*Fed'in faiz artış sürecinin yaklaşması, Yunanistan krizi ve yurtiçinde hala güçlü olan erken seçim ihtimalinin neden olabileceği siyasi belirsizlik MB davranışını etkileyebilir...*

Gıda fiyatlarında olumluya dönen katkıya rağmen, gıda dışı fiyatlarda özellikle de çekirdek göstergelerde baskının sürdüğü, seçimlerden bu yana bir aydan fazla bir zaman geçmesine rağmen henüz bir hükümetin kurulmadığı bir ortamda genel seçim sonuçlarının ardından yoğunlaşan siyasi belirsizlikle yeniden çift basamaklı düzeye dönen gösterge faiz takip eden günlerde koalisyon kurulma sürecine dair olumlu beklentilerle geriledi. Benzer bir seyir izleyen 10 yıllık tahvil faizi de 9.70'i aşırsa da, seçim ertesindeki sert yükselişin telafi edilmesiyle yeniden %9.5'in altına geldi. Dolayısıyla, 2 yıllık gösterge tahvile 10 yıllık kağıdın faiz oranları farkı seçimlerden bu yana daralsa da, kısa vadeli faizlerin MB'nin likidite uygulamalarıyla yüksek kaldığı ortamda verim eğrisi negatif eğimli kaldı.

Mayıs ortasından itibaren takip eden beş hafta boyunca yabancı satışlarının gözlemlendiği ve toplam çıkışın repo dahil 2.2 milyar dolara (repo hariç -1.2 milyar dolar) ulaştığı bono piyasasında sonraki iki haftada rakamın repo hariç 1.5 milyar dolar alıma dönmesi yabancı yatırımcıların muhtemelen siyasi riske dair olumlu beklentilerle hareket ettiğini düşündürüyor. Öte yandan, yılbaşından bu yana rakamlara bakıldığında çıkışın repo dahil 3.5 milyar dolara ulaştığı, repo hariç yabancı işlemlerinin netleştirilmiş toplamının ise sadece 170 milyon dolarla oldukça düşük bir düzeyde kaldığı anlaşılıyor. Hisse senedi piyasasında yabancı yatırımcıların Haziran'da alım ve satım işlemlerinin büyüklüğü birbirine denk olurken, aynı durum birikimli bazda yılbaşından bu yana da gözlemlendi.

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 öngören Hazine net 9.0 milyar TL'lik satış yaptı. Temmuz'da ise 6.9 milyar TL'lik itfaya karşılık üç ihaleyle 6.5 milyar TL'lik (4.4 milyar TL piyasadan, 2.1 milyar TL kamudan) borçlanma planlanıyor. Bu gelişmelere paralel olarak Hazine'nin ortalama borçlanma maliyeti Haziran'da %9.85 ile bu yıl içerisinde gördüğü en yüksek düzeye ulaştı. Yılın ilk yarısında 2015'teki borçlanma ihtiyacının %70'ini karşılayan Hazine'nin ikinci yarıda finansman ihtiyacı açısından oldukça rahatlaması, dolayısıyla borç arzının azalacak olması önümüzdeki dönemde ikinci el faizleri destekleyici bir unsur olabilir.

### **Görünüm:**

Enflasyon tarafında gerek gıda hariç yıllık enflasyonun hemen hemen değişmeden kalması gerekse bu gelişmeyi de içeren çekirdek enflasyon rakamlarının yüksek düzeyde seyretmesi, enflasyon görünümünde ciddi bir toparlanma olmadığını teyit ediyor. Enflasyon görünümünde önemli bir iyileşmenin olmadığı ve beklentilerdeki bozulmanın devam ettiği bir ortamda, Fed'in faiz artış süreci yaklaşırken portföy akımlarının daha da zayıflaması, Yunanistan krizi kaynaklı yurtdışı piyasalarda olası oynaklık ve yurtiçinde hala güçlü olan erken seçim ihtimalinin neden olabileceği siyasi belirsizlik MB'yi bu senenin ilerleyen döneminde bir faiz artışına zorlayabilir. Ancak, kısa vadede MB'nin siyasi gelişmelerin döviz piyasasına olası yansımalarını yakından izleyeceği ve TL'yi destekleme adına likidite yönetimi ile makro ihtiyari politikaları kullanmaya devam edeceği söylenebilir. Bu şartlar altında, kısa dönemde Dolar/TL'deki oynak seyrin korunacağını, siyasi tarafla ilgili olumlu beklentilerle diğer gelişmekte olan para birimlerinden son haftalarda olumlu ayrışsa da baskının sürebileceğini düşünüyoruz. Öte yandan, yüksek kısa vadeli faizler, enflasyon tarafında Ağustos sonrasında yeniden gözlenebilecek artış eğilimi gibi faktörlerin de tahvil faizlerini olumsuz etkileme potansiyeli olduğunu söyleyebiliriz.

HAZINE 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	
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
Haziran	DT	17.06.2015	05.02.2020	2.34	9.55	9.78	1,584.5	1,499.2	845.5	800.0	2,430.1	2,299.2
	TUFEX	17.06.2015	16.04.2025	2.58	2.60	2.62	1,113.9	1,081.3	827.2	803.0	1,941.1	1,884.3
	DT	17.06.2015	16.12.2015	1.36	9.85	10.10	591.7	563.9	209.9	200.0	801.5	763.9
	DT	17.06.2015	14.06.2017	1.39	9.89	10.13	1,088.0	1,082.4	502.6	500.0	1,590.6	1,582.4
	DT	17.06.2015	12.03.2025	1.31	9.45	9.67	1,945.9	1,803.8	701.2	650.0	2,647.1	2,453.8
Ocak - Haziran 2015										Toplam Satış Miktarı		59,388
										Piyasa Çevrim Oranı		86.7%

\* TÜFEye endeksli tahviller için reel faiz verilmiştir.

## 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 borçlanma programı -Eylül 2015 ayı ihale takvimi

Vade	Senet türü	İhale tarihi	Valör tarihi	İtfa tarihi
5 Yıl (1757 Gün)	TL cinsi sabit kuponlu Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç)	15-09-2015	16-09-2015	08-07-2020

## İç Borç Ödemelerinin Alıcılara Göre Dağılımı

Milyon TL	Piyasa	Kamu Kuruluşları	TOPLAM
Temmuz 2015 İç Borç Ödemeleri			
01.07.2015	135	0	135
08.07.2015	114	30	144
15.07.2015	3,535	748	4,283
22.07.2015	1,223	191	1,414
29.07.2015	683	247	930
TOPLAM	5,690	1,215	6,906
Ağustos 2015 İç Borç Ödemeleri			
05.08.2015	465	105	570
12.08.2015	504	144	647
19.08.2015	5,470	61	5,530
26.08.2015	603	109	712
TOPLAM	7,041	418	7,460
Eylül 2015 İç Borç Ödemeleri			
02.09.2015	154	36	190
09.09.2015	473	107	580
16.09.2015	895	357	1,252
23.09.2015	590	228	818
30.09.2015	964	185	1,149
TOPLAM	3,076	913	3,989

**EK B:**

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015T	2016T	2017T
<b>Ekonomik Aktivite</b>											
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)	8.6	-1.1	-10.4	12.4	9.6	2.4	3.5	3.5	3.8	4.1	4.5
Yıl sonu işsizlik oranı (%)	9.1	10.0	13.0	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	1,923	2,125	2,339
Nominal GSYH (EUR milyar)	493	504	438	509	576	613	616	580	657	773	748
Nominal GSYH (US\$ milyar)	651	735	615	729	770	793	813	798	713	726	758
Kişi başına GSYH (US\$)	9,226	10,281	8,475	9,890	10,308	10,482	10,610	10,268	9,122	9,188	9,500
<b>Fiyatlar</b>											
TÜFE (ortalama %YY)	8.8	10.4	6.3	8.6	6.5	8.9	7.5	8.9	7.3	6.8	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	5.5	7.2	6.4
<b>Kamu Dengesi (GSYH %)</b>											
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	4.2	3.5	0.0	0.7	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	30.0
<b>Dış Denge*</b>											
İhracat (US\$ milyar)	115	140	109	120	142	162	162	169	161	171	183
İthalat (US\$ milyar)	162	193	134	176	231	227	242	233	213	227	244
Dış ticaret dengesi (US\$ milyar)	-47	-53	-25	-56	-89	-65	-80	-64	-51	-56	-61
Dış ticaret dengesi (GSYH %)	-7.2	-7.2	-4.0	-7.7	-11.6	-8.2	-9.8	-8.0	-7.2	-7.7	-8.0
Cari denge (US\$ milyar)	-38	-40	-12	-45	-75	-48	-65	-47	-35	-39	-43
Cari denge (GSYH %)	-5.9	-5.5	-2.0	-6.2	-9.7	-6.1	-8.0	-5.8	-4.9	-5.4	-5.7
Net doğrudan yatırım (US\$ milyar)	19.9	17.0	6.9	7.6	13.7	9.2	9.2	5.5	6.2	7.5	8.4
Net doğrudan yatırım (GSYH %)	3.1	2.3	1.1	1.0	1.8	1.2	1.1	0.7	0.9	1.0	1.1
Cari açık + net doğrudan yatırım (GSYH %)	-2.8	-3.2	-0.9	-5.2	-8.0	-5.0	-6.9	-5.1	-4.0	-4.3	-4.6
İhracat hacmi - miktar (%YY)	12	7	-8	11	6	16	-1	5	6	7	8
İthalat hacmi - miktar (%YY)	13	-1	-13	18	13	1	8	-1	5	6	7
Döviz rezervleri (altın hariç, US\$ milyar)	72	70	71	81	78	102	110	108	101	104	108
İthalatı karşılama oranı (ay)	5.3	4.3	6.3	5.5	4.0	5.4	5.5	5.6	5.7	5.5	5.3
<b>Borç Göstergeleri</b>											
Brüt dış borç stoku (US\$ milyar)	250	281	269	292	304	339	389	402	399	403	408
Brüt dış borç stoku (GSYH %)	38	38	44	40	39	43	48	50	56	55	54
Brüt dış borç stoku (İhracat %)	218	201	247	243	214	210	241	238	247	235	223
Toplam dış borç servisi (US\$ milyar)	49	54	59	56	51	53	55	49	41	55	59
Toplam dış borç servisi (GSYH %)	7	7	10	8	7	7	7	6	6	8	8
Toplam dış borç servisi (İhracat %)	42	39	54	47	36	33	34	29	25	32	32
<b>Faiz ve Kurlar</b>											
Merkez Bankası politika faizi (%) yılsonu	15.75	15.00	6.50	6.50	5.75	5.50	4.50	8.25	8.00	9.00	9.00
Geniş para arzı (%YY)	15.4	27.5	12.9	19.0	11.5	12.9	22.8	11.2	10.9	11.5	11.1
3 aylık TL faiz oranı (%) ortalama	17.3	17.6	10.2	7.4	8.8	8.9	6.9	10.1	10.8	10.5	9.6
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	1.29	1.29	1.55	1.51	1.68	1.79	1.93	2.19	2.70	2.93	3.09
EUR/TL yıl sonu	1.70	2.11	2.16	2.07	2.47	2.35	2.93	2.81	2.80	2.85	3.52
EUR/TL ortalama	1.71	1.89	2.18	2.16	2.25	2.31	2.54	3.02	2.93	2.75	3.13
EUR/USD yıl sonu	1.46	1.40	1.43	1.34	1.30	1.32	1.37	1.21	1.00	0.95	1.10
EUR/USD ortalama	1.32	1.46	1.40	1.43	1.34	1.29	1.32	1.38	1.09	0.94	1.01



---

---

## ING Bank Ekonomik Araştırmalar Grubu

Muhammet Mercan      Baş Ekonomist      + 90 212 329 0751      [muhammet.mercan@ingbank.com.tr](mailto:muhammet.mercan@ingbank.com.tr)

### **AÇIKLAMA:**

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