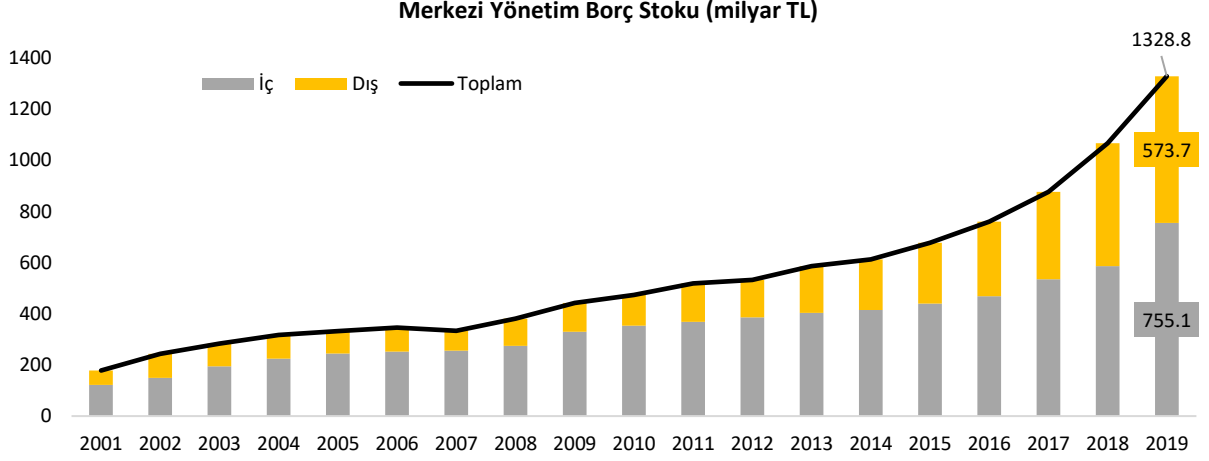


Son dönemde yaşanan yükselişe karşın borç göstergeleri olumlu görünümü koruyor.

Geçen hafta merkezi yönetim borç stoku verileri açıklandı. Buna göre Aralık ayı itibarıyla merkezi yönetim borç stoku 1 trilyon 328.8 milyar TL gerçekleşti. Bunun 755.1 milyar TL'si TL cinsi borçlardan, 573.7 TL'si ise döviz cinsi borçlardan oluştu.



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı

Merkezi yönetim¹ borç stoku 2019 yılında bir önceki yıla göre %24.5 oranında artışla 1 trilyon 328.8 milyar TL gerçekleşti. Borç stokunun artışında iç borç stokundaki artış belirleyici oldu. İç borç stoku 2019 yılında yıllık bazda %28.8 oranında artışla 755.1 milyar TL, dış borç stoku ise %19.3 oranında artışla 573.7 milyar TL gerçekleşti. 2019 yılında iç borç stokunun artış hızı 2018 yılındaki %9.5'ten %28.8'e çıkarken, dış borç stokunun artış hızı ise %41'den %19.3'e geriledi.

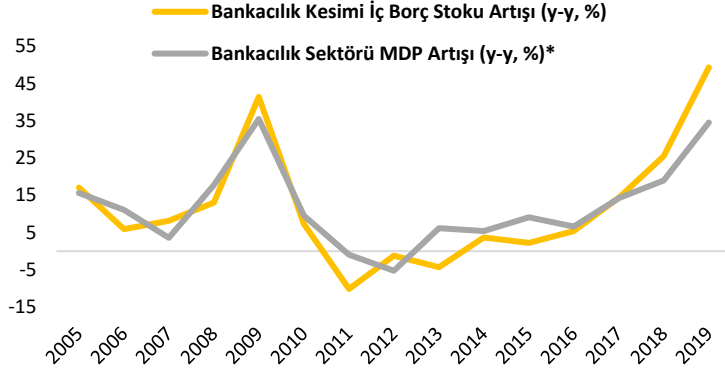
Merkezi Yönetim İç Borç Stoku

İç Borç Stokunu Elinde Bulunduranların Dağılımı	
2019	%
YURT İÇİ YERLEŞİKLER	89.9
Bankacılık Kesimi	58.0
Kamu Bankaları	25.6
Özel Bankalar	18.8
Yabancı Bankalar	8.5
Kalkınma ve Yatırım Bankaları	1.7
Katılım Bankaları	3.5
Banka Dışı Kesim	29.7
Gerçek Kişiler	0.4
Tüzel Kişiler	21.7
Menkul Kıymet Yatırım Fonları	7.6
TCMB	2.2
YURTDIŞI YERLEŞİKLER	10.1
TOPLAM	100

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı

Merkezi yönetim adına borçlanma yetkisine sahip olan Hazine ve Maliye Bakanlığı'nın devlet tahvili ve hazine bonusu yoluyla iç piyasadan yaptığı borçlanma, iç borç stokunu oluşturur. Hazine, ağırlıklı olarak devlet tahvili yoluyla borçlanıyor. Hazine bonusu ise kısa vadeli olduğu için daha az tercih ediliyor. Ancak 2019 yılında enflasyonda ve faizlerde yaşanan yükseliş, kısa vadeli borçlanmanın da yükselmesine neden oldu. Ayrıca TCMB'nin Temmuz ayında faiz indirimlerine başlaması ve faiz indirimlerine devam edeceği beklentisiyle Hazine, borçlanmanın vadesini kısalttı. Böylece finansman maliyetleri düşürülmüş oldu. 2020 yılında ise faizlerin tek haneli seviyelere gerilemesiyle birlikte Hazine tekrar uzun vadeli borçlanmayı tercih edebilir. 2019 yılında devlet tahvili ile borçlanma geçen yıla

¹ **Merkezi yönetimi oluşturan kurumlar:** Genel bütçe içinde yönetilen kurumlar (örneğin TBMM, Cumhurbaşkanlığı, Anayasa Mahkemesi, yüksek yargı organları, bakanlıklar, Jandarma Genel Komutanlığı, TÜİK vb.), özel bütçeli idareler (örneğin YÖK ve üniversiteler, TÜBİTAK, Devlet Tiyatroları, MTA, DSİ vb.) ve düzenleyici ve denetleyici kurumlar (RTÜK, SPK, BDDK, EPDK vb.). Bu kurumlar adına borçlanma yapmaya yetkili olan kurum Hazine ve Maliye Bakanlığı'dır.



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, BDDK

*MDP: Menkul Değerler Portföyü, 2019 yılı Kasım ayı verileridir.

kişiler sadece %0.4'lük bir kısmını tutuyor. 2019 yılında %10.1 olan yurtdışı yerleşiklerin payı ise küresel kriz sonrası dönemde gelişmiş ülke merkez bankalarının uyguladıkları genişleyici para politikaları sonucu gelişmekte olan ülkelere artan sermaye akımları nedeniyle 2012 yılında %23.2 seviyesine kadar çıkmıştı. Bankalar, iç borç stokunun oldukça önemli bir kısmını elinde bulunduruyor. Çünkü bankalar piyasa yapıcısı (2020 yılında 11 banka piyasa yapıcısı olarak belirlenmiştir.) olmalarının da etkisiyle Hazine tahvil ihraçlarına etkin şekilde katılıyor. Tahviller banka bilançolarının aktif kısmında kayda geçiyor ve Hazine'nin tahvil ihraçları bankacılık sektöründe menkul değerler portföyünün (MDP) hareketinde de belirleyici oluyor. 2019 yılında bankaların kredi iştahının düşük olması ve Hazine'nin iç borçlanmasının yüksek olması sonucu bankacılık sektöründe MDP'nin yıllık artış hızında da hızlı bir artış yaşandı.

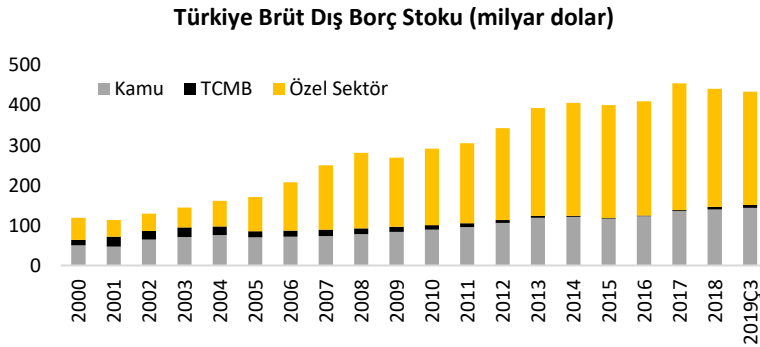
Merkezi Yönetim Dış Borç Stoku

Merkezi Yönetim Dış Borç Stoku	
(Milyon ABD Doları)	2019
Kredi	20,577
Uluslararası Kuruluşlar	15,131
(IMF)	0
(SDR Tahsisatı)	1,326
Hükümet Kuruluşları	3,855
Diğer	1,592
Tahvil	75,815
TOPLAM	96,392

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı

%44.6 seviyesindeydi.

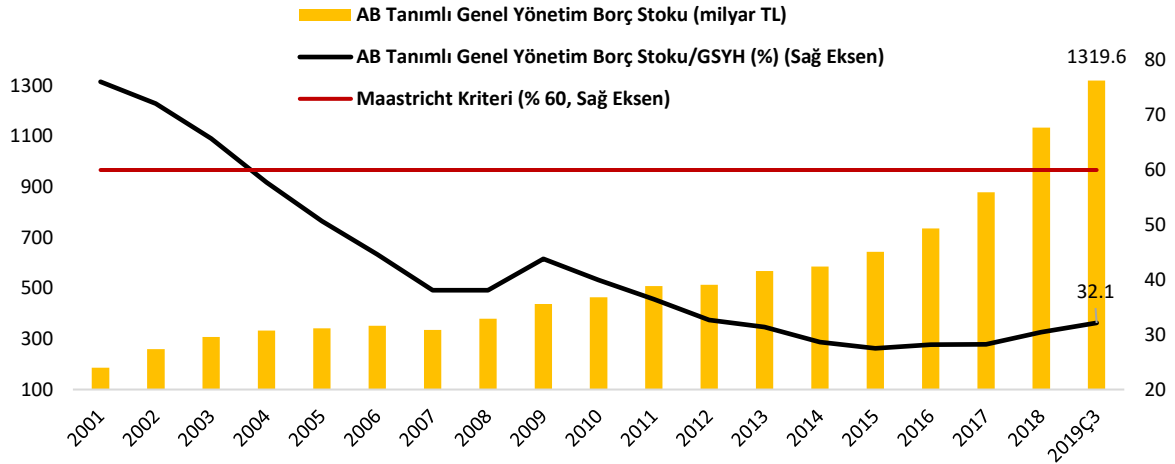
Hazine ve Maliye Bakanlığı'nın dış piyasalarda uluslararası tahvil ve kredi yoluyla yaptığı borçlanma ise dış borç stokunu oluşturuyor. Uluslararası piyasalarda ihraç edilen tahviller dış borç stokunda ağırlığı oluşturuyor. 2019 yılında da dış borç stokunun önemli bir kısmını yurtdışı tahvil ihraçları oluşturdu. 2019 yılında uluslararası tahvil yoluyla borçlanma yıllık bazda %23.7 oranında artışla 451.2 milyar TL (75.8 milyar dolar), kredi yoluyla borçlanma ise %5.5 oranında artışla 122.5 milyar TL (20.6 milyar dolar) gerçekleşti. Kamunun ekonomiye olan desteğinin arttığı 2018 yılında ise kredi yoluyla borçlanmadaki artış %30.8, uluslararası tahvil yoluyla borçlanmadaki artış



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı

Merkezi yönetim borç stokunda 2016 yılından bu yana yaşanan artışta ekonomiyi desteklemek için uygulanan genişleyici para politikası etkili oluyor. Ayrıca 2008 krizi sonrası yurtdışı borçlanmanın maliyetinin düşmesi de dış borç stokundaki artışta etkili oldu. Türkiye'de 2001 krizinden sonra uygulanan sıkı maliye politikaları ve bankacılık sektöründeki olumlu

görünüm, 2008 küresel kriziyle mücadele amacıyla uygulanan geleneksel olmayan para politikaları sonucu ortaya çıkan bol likidite döneminde Türkiye'nin bol miktarda sermaye akımı çekmesini sağladı. Bu durum hem kamunun hem özel sektörün yurtdışından düşük maliyetle borç bulabilmesini kolaylaştırdı. Böylece Türkiye'nin dış borç stokunda özel sektör borçları ağırlık kazandı. Özellikle 2009'dan sonra özel sektör dış borç stoku, ucuz ve uzun vadeli finansman sağlanması sayesinde hızlı bir artış gösterdi. Bu artışta 2009 yılında alınan kararla döviz geliri olmayan firmalara da yabancı para cinsinden borçlanabilme imkanı tanınması etkili oldu. Bu kararın Mayıs 2018'de geri alınmasıyla birlikte özel sektörün dış borç stokunda artış yavaşladı.



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı

Kamu kesiminin önemli bir borçluluk göstergesi de Avrupa Birliği (AB) tanımlı genel yönetim borç stokudur. Söz konusu göstergenin hesaplama yöntemi, AB tarafından belirleniyor ve AB üyesi olabilmek için borç stoku/GSYH oranının %60'ın altında kalması gerekiyor. Borç yükü de diyebileceğimiz borç stoku/GSYH rakamı Türkiye'de 2019 yılı üçüncü çeyreği itibariyle %32.1 seviyesinde bulunuyor. Rakam son iki yılda %30'un üzerine çıkmakla birlikte hala %60'ın altında ve Türkiye'nin kamu mali göstergelerinin sağlıklı olduğunu ortaya koyuyor. 2020-2022 yıllarını içeren Yeni Ekonomi Programı'na göre AB tanımlı genel yönetim borç stoku/GSYH oranının 2019 yılını %32.8 seviyesinde sonlandıracağı tahmin ediliyor. 2020 yılı hedefi ise %33.2 seviyesinde. 2020 yılında reel GSYH'de %5'lik bir büyüme hedeflendiği göz önünde bulundurulduğunda AB tanımlı genel yönetim borç stokunda gelecek sene için %15'lik bir artış hedefleniyor. Bir başka ifade ile kamu, 2020 yılında da ekonomiye destek olmak amacıyla borçlanmaya devam edecek ancak borçlanmadaki artış oranı son üç yılın altında kalacak.

Sonuç olarak, son dönemde maliye politikalarının etkin kullanılması sonucu artan bütçe açığı, merkezi yönetim borç stokunda da artışa neden oldu. Ancak ekonomideki canlanmayla birlikte önümüzdeki dönemde borç yükündeki artışın yavaşlayacağını düşünüyoruz. Faizlerin tek haneli seviyelere gerilemesiyle birlikte Hazine, iç borçlanmanın vadesini uzatacaktır. İç borç stokuna kıyasla dış borç stokunun daha düşük olması ve özellikle son dönemde CDS primlerinde yaşanan gerilemenin desteğiyle Hazine'nin dış borçlanmayı artırabileceğini düşünüyoruz. Kur ve faizlerde beklenmedik sert bir hareket yaşanmadığı sürece borçlanmanın ekonomi üzerinde herhangi bir baskı yaratmasını beklemiyoruz.

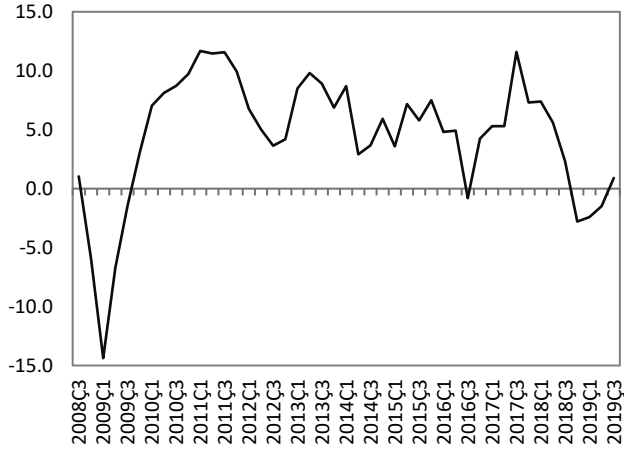
Haftalık Veri Takvimi (27 – 31 Ocak 2020)

Tarih	Ülke	Açıklanacak Veri	Önceki	Beklenti	
27.01.2020	Türkiye	İmalat Sanayi Kapasite Kullanım Oranı (Ocak)	%77.0	%75.5 (Açıklandı)	
		Reel Kesim Güven Endeksi (Ocak)	108.7	106.4 (Açıklandı)	
	ABD	Yeni Konut Satışları (Aralık, a-a)	%-1.1	%1.5	
		Dallas Fed İmalat Aktivite Endeksi (Ocak)	-3.2	-2.0	
		IFO İş Dünyası Güven Endeksi (Ocak)	96.3	97.0	
28.01.2020	ABD	Dayanıklı Mal Siparişleri (Aralık, öncül)	-%2.1	%0.90	
		Case-Shiller Konut Fiyat Endeksi (Kasım, y-y)	%3.34	--	
		Tüketici Güven Endeksi (Ocak)	126.5	128.0	
		Richmond Fed İmalat Endeksi (Ocak)	-5	-3	
29.01.2020	Türkiye	Ekonomik Güven Endeksi (Ocak)	93.8	97.1 (Açıklandı)	
	ABD	Bekleyen Konut Satışları (Aralık, y-y)	%5.6	--	
		Dış Ticaret Dengesi (Aralık)	-63.2 milyar \$	-65.5 milyar \$	
		FOMC Faiz Kararı (Ocak)	%1.75	%1.75	
			Fed Başkanı Powell'in Konuşması	--	--
	Almanya	Tüketici Güven Endeksi (Şubat)	9.6	9.6	
	Japonya	Tüketici Güven Endeksi (Ocak)	39.1	39.5	
	30.01.2020	Türkiye	TCMB Enflasyon Raporu 2019-I	--	--
		ABD	GSYH (4.çeyrek, öncül, ç-ç)	%2.1	%2.1
			Çekirdek Kişisel Tüketim Harcamaları (4.çeyrek, öncül)	%2.1	%1.60
Haftalık İşsizlik Maaş Başvuruları			211 bin kişi	214 bin kişi	
			Kişisel Harcamalar (4.çeyrek, öncül, ç-ç)	%3.2	%2.20
Euro Bölgesi		İşsizlik Oranı (Aralık)	%7.5	%7.5	
		Tüketici Güven Endeksi (Ocak)	-8.1	--	
			İş Dünyası Güven Endeksi (Ocak)	-0.25	-0.2
Almanya		TÜFE (Ocak, öncül, y-y)	%1.5	%1.70	
		İşsizlik Oranı (Ocak)	%5.0	%5.0	
İngiltere	İngiltere Merkez Bankası (BoE) Toplantısı ve Faiz Kararı	%0.75	%0.75		
	BoE Başkanı Carney'in Konuşması	--	--		
31.01.2020	Türkiye	Dış Ticaret Dengesi (Aralık)	-2.23 milyar \$	--	
	ABD	Çekirdek Kişisel Tüketim Harcamaları (Aralık, y-y)	%1.6	%1.60	
		Kişisel Gelirler (Aralık)	%0.5	%0.30	
		Kişisel Harcamalar (Aralık)	%0.4	%0.30	
		Chicago PMI (Ocak)	48.9	48.9	
		Michigan Üniversitesi Tüketici Güven Endeksi (Ocak)	99.1	99.1	
	Euro Bölgesi	TÜFE (Ocak, y-y)	%1.3	%1.20	
		GSYH (4.çeyrek, öncül, y-y)	%1.2	%1.10	
	Almanya	Perakende Satışlar (Aralık, y-y)	%2.8	%4.50	
	Fransa	GSYH (4.çeyrek, öncül, y-y)	%1.4	%1.20	
	İtalya	GSYH (4.çeyrek, öncül, y-y)	%0.3	%0.30	
	İngiltere	Tüketici Güven Endeksi (Ocak)	-11	-9	
	Japonya	İşsizlik Oranı (Aralık)	%2.2	%2.30	
		Sanayi Üretimi (Aralık, öncül, y-y)	-%8.2	-%3.60	
		Perakende Satışlar (Aralık)	-%1.8	-%2.50	

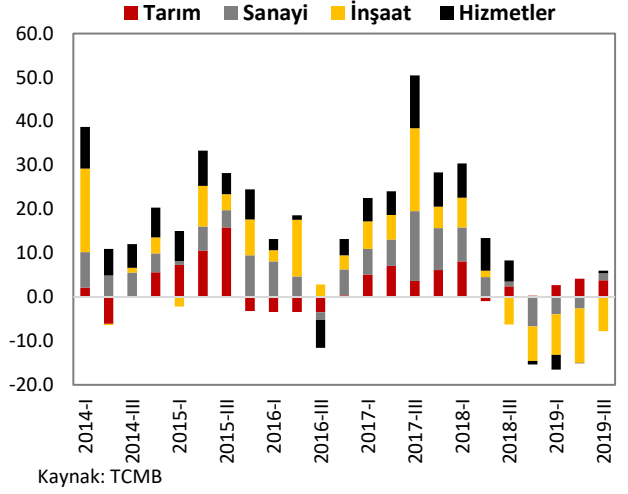
TÜRKİYE

Türkiye Büyüme Oranı

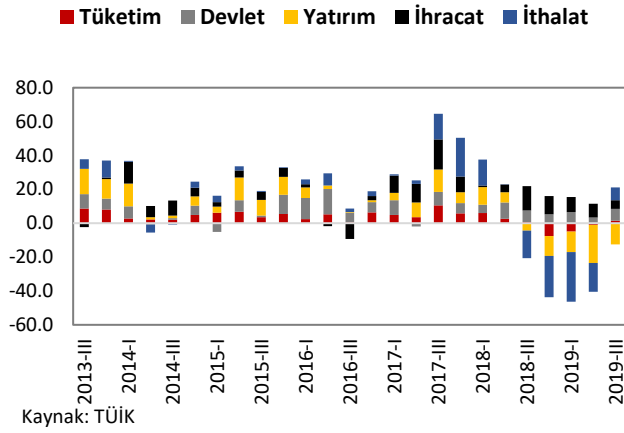
Reel GSYH (y-y, %)



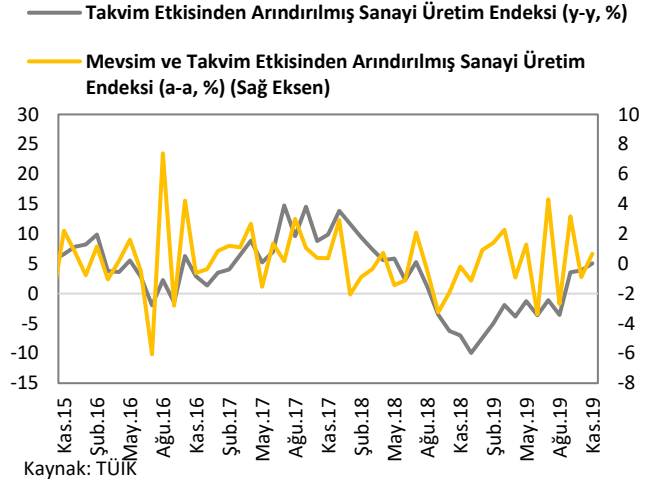
Sektörel Büyüme Hızları (y-y, %)



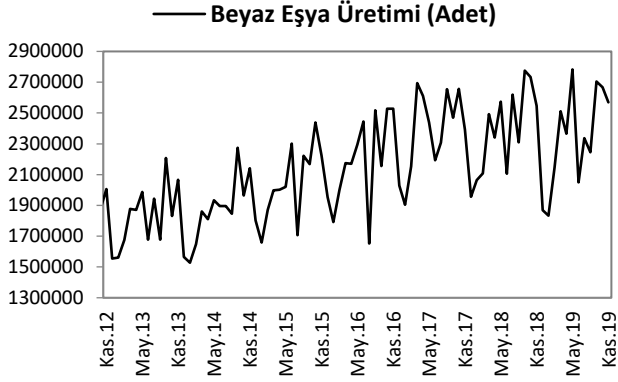
Harcama Bileşenlerinin Büyüme Hızları (y-y, %)



Sanayi Üretim Endeksi

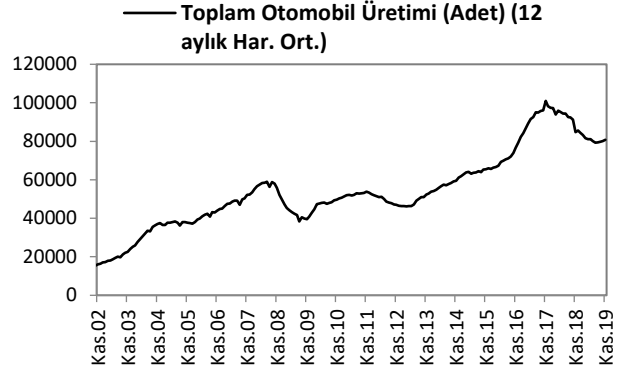


Beyaz Eşya Üretimi



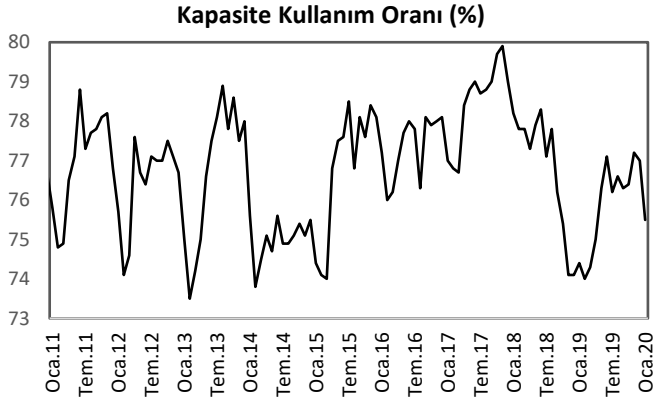
Kaynak:Hazine ve Maliye Bakanlığı

Toplam Otomobil Üretimi



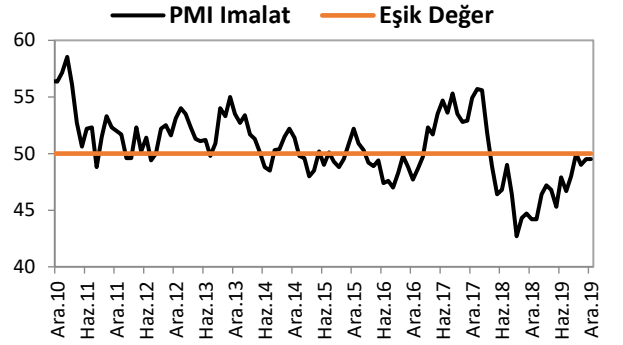
Kaynak: OSD, VakıfBank

Kapasite Kullanım Oranı



Kaynak: TCMB

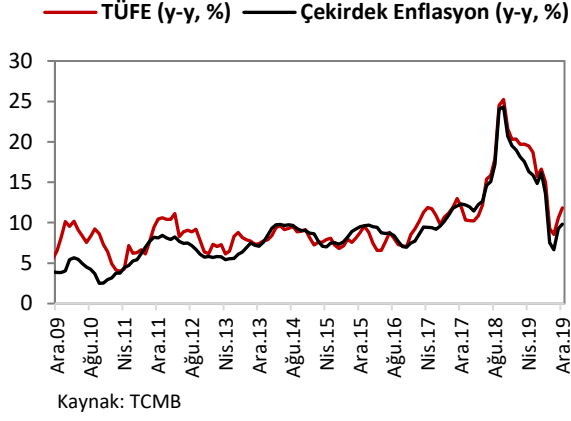
İmalat PMI



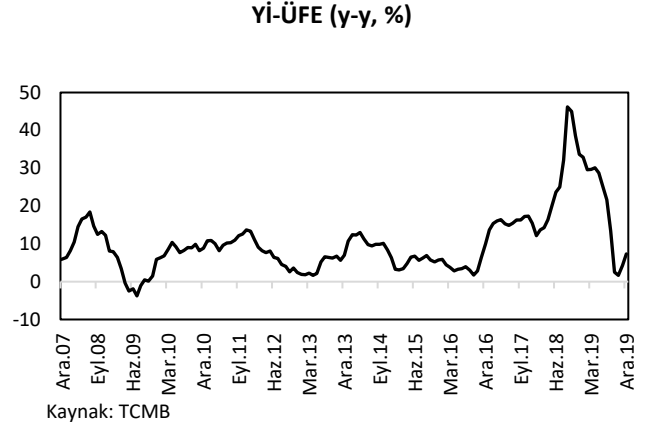
Kaynak:Reuters

ENFLASYON GÖSTERGELERİ

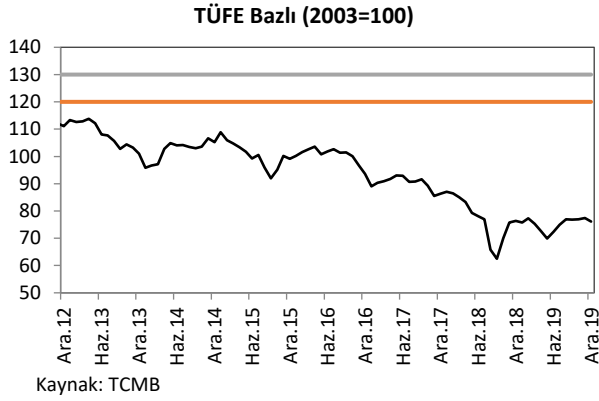
TÜFE ve Çekirdek Enflasyon



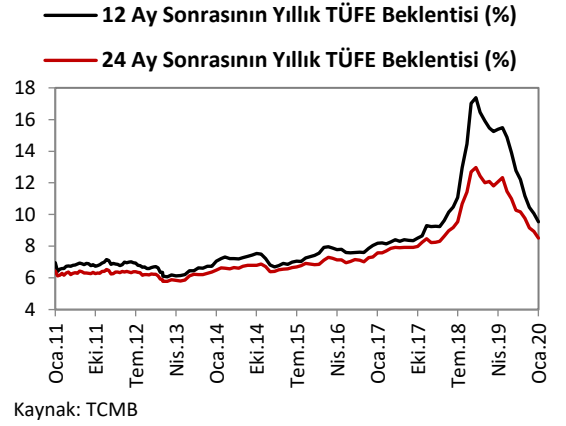
Yİ-ÜFE



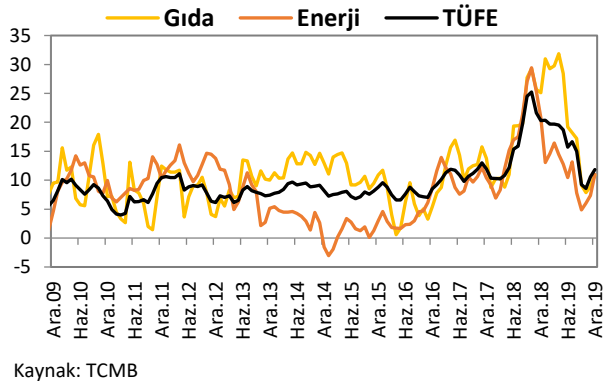
Reel Efektif Döviz Kuru



Enflasyon Beklentileri

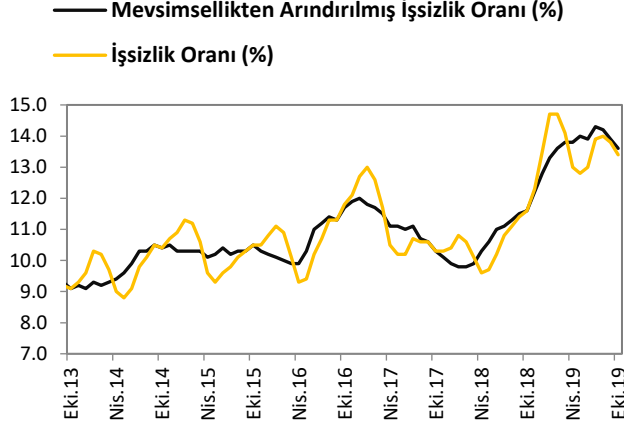


Gıda ve Enerji Enflasyonu (y-y, %)



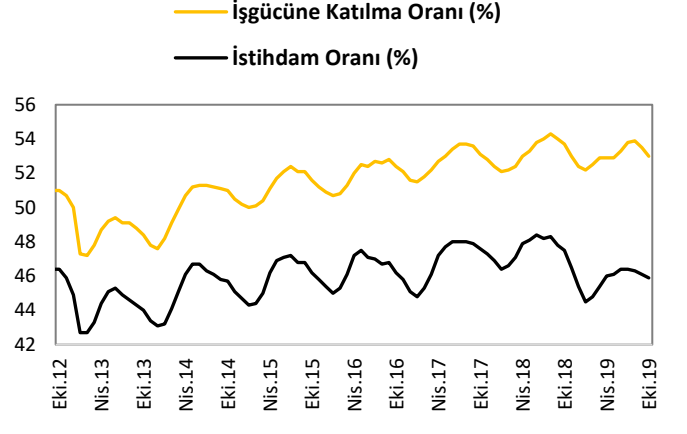
İŞGÜCÜ GÖSTERGELERİ

İşsizlik Oranı



Kaynak: TÜİK

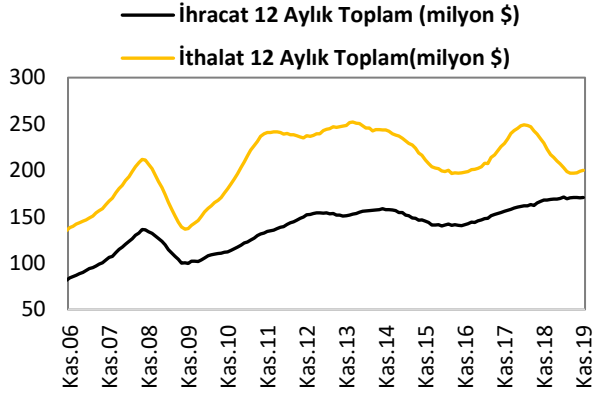
İşgücüne Katılım Oranı



Kaynak: TÜİK

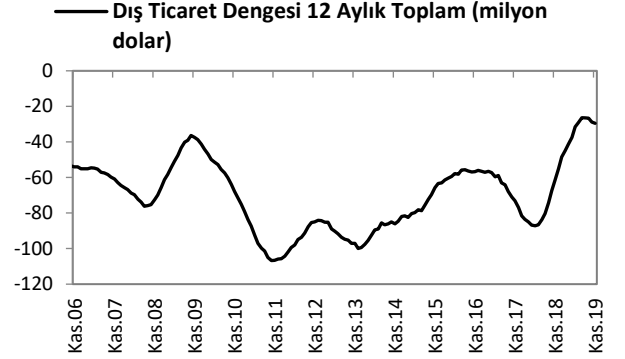
DIŞ TİCARET GÖSTERGELERİ

İthalat-İhracat



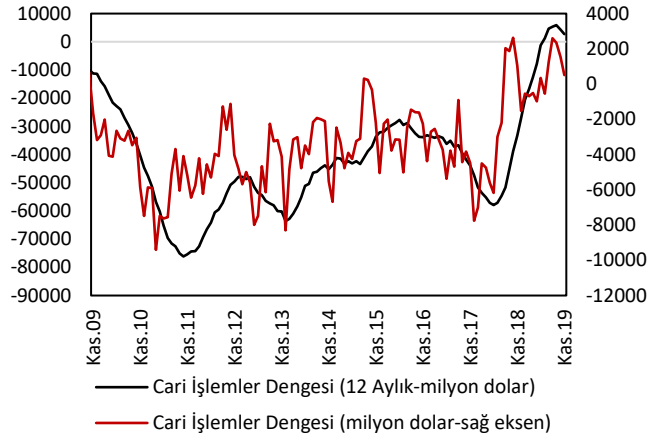
Kaynak: TCMB

Dış Ticaret Dengesi



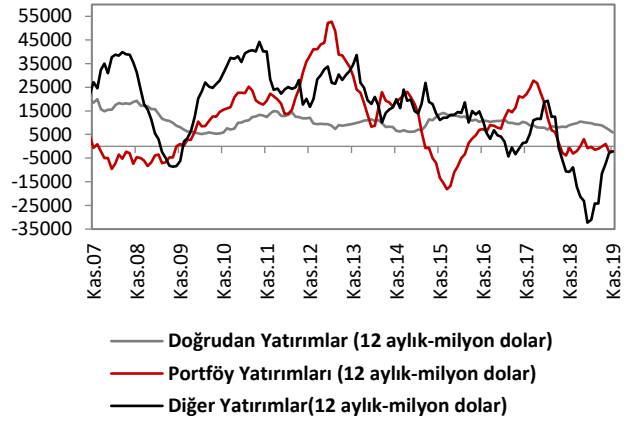
Kaynak: TCMB

Cari İşlemler Dengesi



Kaynak: TCMB

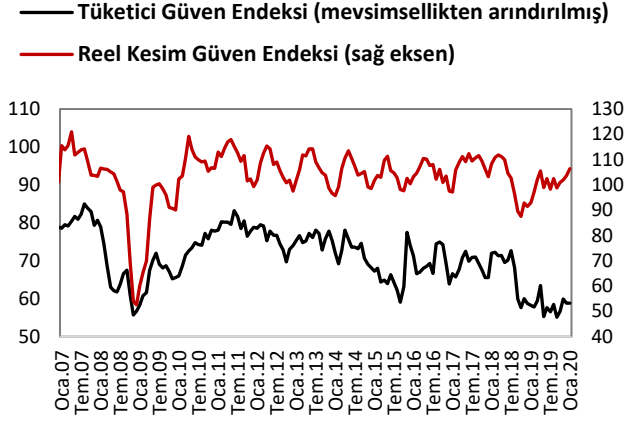
Sermaye ve Finans Hesabı



Kaynak: TCMB

TÜKETİM GÖSTERGELERİ

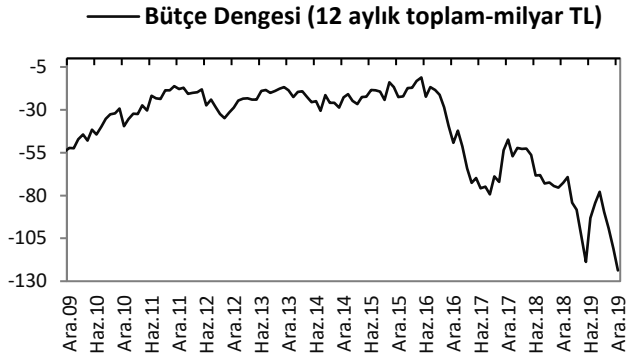
Tüketici Güveni ve Reel Kesim Güveni



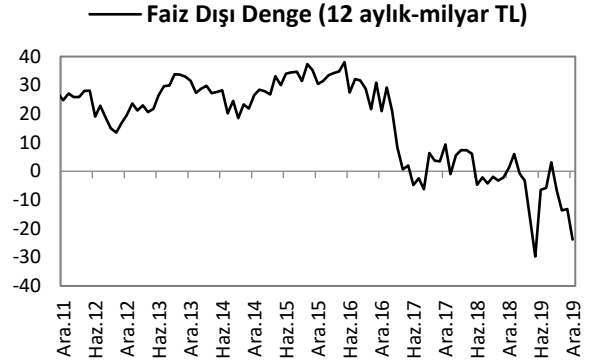
Kaynak: TCMB

KAMU MALİYESİ GÖSTERGELERİ

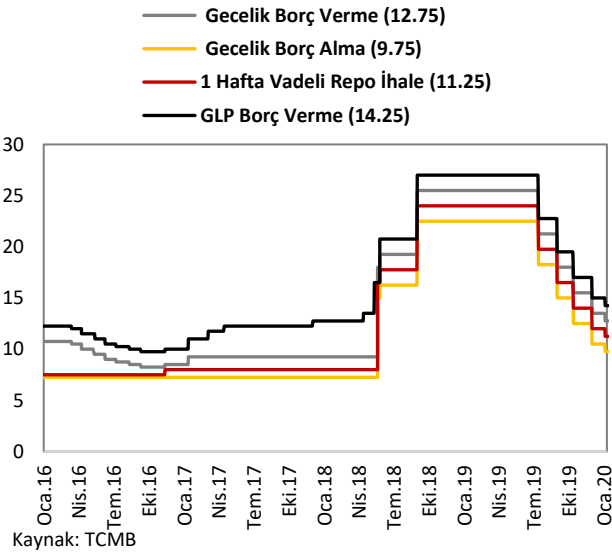
Bütçe Dengesi



Faiz Dışı Denge



TCMB Faiz Oranları



Türkiye Makro Ekonomik Görünüm

Reel Ekonomi					
	GSYH (Cari Fiyatlarla, milyon TL)	GSYH Büyüme Oranı (zincirleşmiş hacim endeksi, y-y, %)	İşsizlik Oranı (%)	Sanayi Üretim Endeksi (y-y, %) (takvim etkisinden arındırılmış)	Kapasite Kullanım Oranı (%)
2017	3,110,650	7.5	10.9	9.0	78.5
2018	3,724,388	2.8	11.0	1.3	76.8
Son Yayınlanan	1,145,099 (Ç3)	0.9 (Ç3)	13.4 (Ekim)	5.1 (Kasım)	75.5(Ocak 2020)
Fiyat Gelişmeleri (y-y, %)					
	TÜFE	Çekirdek TÜFE	Yİ - ÜFE		
2017	11.92	12.30	15.47		
2018	20.30	19.53	33.64		
2019 (Aralık)	11.84	9.81	7.36		
Parasal Göstergeler (Milyon TL)					
	M1	M2	M3	Emisyon	TCMB Brüt Döviz Rezervleri (Milyon \$)
2018	512,524	1,940,589	1,988,304	123,370	71,890
2019	712,832	2,457,542	2,575,195	145,006	79,46
Son Yayınlanan (17.01.2020)	716,141	2,458,156	2,575,126	143,494	78,35
Faiz Oranları (%)					
	TCMB O/N (Borç Alma)	TCMB O/N (Borç Verme)	TCMB Haftalık Repo	TRLIBOR O/N	
2018	22.50	25.50	24.00	24.38	
2019	10.50	13.50	12.00	10.49	
Son Yayınlanan (29.01.2020)	9.75	12.75	11.25	10.54	
Mal Ticareti ve Cari Denge (Milyar \$)					
	Cari İşlemler Dengesi	İthalat	İhracat	Dış Ticaret Dengesi	
2017	-47.3	233.8	157.0	-76.8	
2018	-27.8	223.0	168	-55.1	
Son Yayınlanan	0.52 (Kasım)	17.74 (Kasım)	15.50 (Kasım)	-2.23 (Kasım)	
Borç Stoku Göstergeleri (Milyar TL)					
	Merkezi Yön. İç Borç Stoku	Merkezi Yön. Dış Borç Stoku	Kamu Net Borç Stoku		
2017	535.4	341.0	262.2		
2018	586.1	480.9	507.2		
Son Yayınlanan	755.0 (Aralık)	573.7 (Aralık)	643.1 (Ç3)		
Kamu Maliyesi (Milyar TL)					
	Bütçe Giderleri	Bütçe Gelirleri	Bütçe Dengesi	Faiz Dışı Denge	
2017 (Aralık)	77.18	55.89	-21.29	-19.86	
2018 (Aralık)	85.08	67.01	-18.07	-15.99	
2019 (Aralık)	104.1	73.3	-30.8	-26.6	
Rasyolar (%)					
	Bütçe Açığı/GSYH	Brüt Dış Borç Stoku/GSYH	Cari Denge/GSYH		
	2.5 (Ç3)	59.1 (Ç3)	0.8 (Ç3)		

Cem Erođlu	Müdü	cem.eroglu@vakifbank.com.tr	0216-724 30 80
Fatma Özlem Kanbur	Müdü Yardımcısı	fatmaozlem.kanbur@vakifbank.com.tr	0216-724 30 83
Naime Dođan Eriş	Uzman	naimedogan.eriş@vakifbank.com.tr	0216-724 30 82
Bilge Pekçađlayan	Uzman	bilge.pekcaglayan@vakifbank.com.tr	0216-724 30 84
Sinem Ulusoy Kasap	Uzman	sinemulusoy.kasap@vakifbank.com.tr	0216-724 30 86
Selin Mumcu	Uzman Yardımcısı	selin.mumcu@vakifbank.com.tr	0216-724 30 88

Bu rapor Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan sağlanan bilgiler kullanılarak hazırlanmıştır. Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. bu bilgi ve verilerin doğruluğu hakkında herhangi bir garanti vermemekte ve bu rapor ve içindeki bilgilerin kullanılması nedeniyle doğrudan veya dolaylı olarak oluşacak zararlardan dolayı sorumluluk kabul etmemektedir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmış olup, hişbir konuda yatırım önerisi olarak yorumlanmamalıdır. Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. bu raporda yer alan bilgilerde daha önceden bilgilendirme yapmaksızın kısmen veya tamamen değişiklik yapma hakkına sahiptir.