

Makroskop

14 - 20 Temmuz 2008

Haftalık Ekonomi ve Strateji Raporu

Haluk Bürümcekçi (Yönetici Direktör)
Tel: 0212 318 34 49
Email: haluk.burumcekci@fortis.com.tr

H. Erkin Işık, CFA (Yönetici)
Tel: 0212 318 34 05
Email: erkin.isik@fortis.com.tr

Nilüfer Sezgin (Yönetici Yrd.)
Tel: 0212 318 37 90
Email: nilufer.s@fortis.com.tr

Email: arastirma@fortis.com.tr
Tel: 0212 272 79 98
Fax: 0212 275 44 05

Yabancı Akıma Yabancı Kalmayalım...

Doğal olarak piyasa hareketlerini temel makro göstergelerdeki eğilimlerin belirlediğine inansak da, yatırımcıların portföy değişimlerinden kaynaklanan akımların kısa vadede daha önemli bir belirleyici olduğunu düşünmekteyiz. Bu nedenle, Mayıs 2005'den beri düzenli raporlarla bu akımlardaki gelişmeleri yansıtmakta ve bu alandaki öncülüğümüzü korumaktayız. 2007 yılı başından itibaren de, akımların günlük bazda gelişmelerini strateji bültenlerimizde yayınlamaktayız. Frekansını ne kadar artırırsak artıralım, verilerin en azından bir veya bir kaç gün gecikmeli elimize ulaşması, bu analizlerin hiç bir zaman piyasa eğilimlerini öngörmeye bir yardımcı olmayacağını, ancak biraz geriden de olsa neler döndüğünü anlamada büyük yardımcı olduğunu düşündürmektedir. Ne yazık ki, bu verinin öneminin halen de yeterince anlaşılmadığını ve çoğu zaman yanlış yorumlandığını da görmekteyiz. En sık yapılan hata ise, stok gelişmeleri ile akım gelişmelerinin karıştırılması ve varlık fiyatlarındaki değişimden kaynaklanan stok değişimlerinin bir giriş veya çıkış olarak yansıtılmasıdır. Özellikle, ekonomi basınının ısrarla yaptığı bu hatalı değerlendirme, yurtiçi yerleşiklerin konuya uzak olan kesimlerinde sanki dünyadaki tüm sıcak para Türkiye'ye giriyor veya çıkıyor gibi bir algılamaya yaratmaktadır. Bu ise, mevcut eğilimi daha da güçlendiren bir etkide bulunmaktadır. Neyse ki, eğer yeterince ilgi görür ve referans verilmeye başlanırsa, TCMB'nin üç ayda bir yayınlamaya başladığı ve önceki gün ikincisi yayınlanan Uluslararası Yatırım Pozisyonu (UYP) raporu bu alandaki kafa karışıklığını gidermede önemli katkıda bulunabilir. Genel olarak UYP raporunda aktarılan portföy yatırımlarına ilişkin verilerin, bizimkilerle bire bir örtüşmese de eğilimler açısından çok yakın sonuç verdiğini, bir yandan bizim temel yaklaşımımızı (portföy akımlarını kur ve değer artışından arındırmak) doğruladığını, bir yandan da yeni ayrıntılara ulaşmamızı sağladığını görmekteyiz.

Enstrüman Dağılımı (US\$ mln)	Hisse Senedi	DİBS	Yurtdışı Tahvil	Toplam
2001	5,635	727	18,348	24,710
2002	3,450	1,458	18,975	23,883
2003	8,954	3,174	17,896	30,024
2004	16,141	12,314	17,296	45,751
2005	33,387	20,139	19,080	72,606
2006	33,816	26,721	23,873	84,410
2007	64,201	32,165	24,262	120,628

Kaynak: Uluslararası Yatırım Pozisyonu Raporu (Aralık 2007), TCMB

Rapora göre, IMKB'de alım satımı yapılan hisse senetleri ve Hazine Müsteşarlığı tarafından yurtiçinde ihraç edilen DİBS ile yurtdışında ihraç edilen tahvillerin (eurobond) yurtdışında yerleşik kişilerin mülkiyetinde bulunan kısımlarından oluşan stok, 2006 yıl sonunda 84.4 mlr dolar iken 2007 sonu itibarıyla 120.6 mlr dolara yükselmiştir. Ancak elbette aradaki fark ölçüsünde bir yabancı girişi yaşanmamış, 2007 yılında IMKB100 endeksinin % 42.0, DİBS Genel Fiyat endeksinin % 5.8 değer artışı göstermesi, Yeni Türk lirasının ABD doları

karşısında % 17.6, Euro'nun ise ABD doları karşısında % 11.6 değer kazanması yabancıların Türkiye portföyünü büyüten ana unsur olmuştur. Dolayısıyla, fiyat ve kur değişimlerinden arındırılınca, 2007 yılında hisse senedine 5.1 mlr dolar giriş olduğu, bonodan ise 3.3 mlr dolar çıkış gerçekleştiği görülmektedir. Bu ise, kriz sonrası dönemin en düşük net portföy yatırımına işaret etmiştir.

Yurtdışında Yerleşiklerin Devlet İç Borçlanma Senetlerinin (DİBS) Kalan Vade Dağılımı – Aralık 2007

(mn SU\$)	0 – 3 Ay	4 – 6 Ay	7 – 9 Ay	10 – 12 Ay	Toplam 1 Yıl	13 – 18 Ay	19 -24 Ay	Toplam 2 Yıl	> 24 Ay	TOPLAM
ALACAKLILAR										
BANKALAR	235	864	3,056	1,329	5,484	1,098	835	1,933	9,344	16,761
Diğer Bankalar	41	430	2,712	708	3,891	964	834	1,798	8,905	14,594
Yurtdışı Şube	194	434	344	621	1,593	134	1	135	439	2,167
DİĞER MALİ KESİM	12	113	1,596	593	2,314	1,910	573	2,483	10,107	14,904
ÜRETİM, TİCARET VE HİZMET	1	22	44	30	97	38	13	51	57	205
GERÇEK KİŞİLER	13	43	84	65	205	55	10	65	25	295
TOPLAM	261	1,042	4,780	2,017	8,100	3,101	1,431	4,532	19,533	32,165

Yurtdışında Yerleşiklerin Devlet İç Borçlanma Senetlerinin (DİBS) Yıllara Göre Dağılımı – Aralık 2007

(mn US\$)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	TOPLAM
ALACAKLILAR								
BANKALAR	5,484	1,933	3,013	2,961	3,335	0	35	16,761
Diğer Bankalar	3,891	1,798	2,574	2,961	3,335	0	35	14,594
Yurtdışı Şube	1,593	135	439	0	0	0	0	2,167
DİĞER MALİ KESİM	2,314	2,483	1,307	3,068	5,716	0	16	14,904
ÜRETİM, TİCARET VE HİZMET	97	51	4	18	35	0	0	205
GERÇEK KİŞİLER	205	65	22	1	2	0	0	295
TOPLAM	8,100	4,532	4,346	6,048	9,088	0	51	32,165

Kaynak: Uluslararası Yatırım Pozisyonu Raporu (Aralık 2007), TCMB

Raporda yer almayan ancak bizim derlediğimiz bu yıla ilişkin güncel veriler ise, çıkış eğiliminin borsayı da içine katarak devam ettiğini yansıtmaktadır. Yılın ilk yarısında, IMKB verilerine göre yabancı çıkışı 1.1 mlr dolara ulaşmıştır. Ödemeler dengesi verileri ise, Mayıs'ta olan Telekom halka arzı (1.2 mlr dolar) nedeniyle Ocak-Mayıs döneminde 1.0 mlr dolara yakın giriş göstermektedir. İlk yarıda bono piyasasından çıkış ise, bizim hesaplamalarımıza göre 2.3 mlr dolar düzeyindedir. İlk iki ayda bono piyasasına 2.4 mlr dolar giriş olması, birikimli çıkışı sınırlamıştır. Ancak Mart'tan itibaren sürekli bir çıkış eğilimi gözlenmiş, Haziran'da ise çıkış 0.5 mlr dolarla hız kesmiştir. Ödemeler dengesi verileri, Ocak-Mayıs dönemi çıkışını 1.1 mlr dolar düzeyinde göstermektedir.

Yüklü çıkış olmamasına rağmen borsada sert düşüş (yılbaşına göre % 40'a ulaşmıştı) yaşanmasını ve önemli boyuttaki çıkışa rağmen bono faizlerinde yükselişin belirli bir seviyenin üzerine gidememesini, genelde iki piyasada güç dengesinin farklı olmasına (borsada yabancı payı % 70, bonoda % 14) bağlamaktayız. **Gözlemlerimiz de, piyasa derinliklerinin farkı nedeniyle bono piyasasına daha kolay ve daha yüklü giriş-çıkış yapılabildiği yönündedir. Para ve swap piyasasının da likit olması önemli bir hareket kabiliyeti sağlamaktadır.** Yerleşikler (ağırlıklı bankalar ve tüzel kişiler) çoğu zaman buradaki hareketleri yumuşatsa da, yabancıların risk iştahındaki azalmadan kaynaklanan çıkış eğiliminin, orta-uzun vadeli piyasa faizleri ve kredi arzı üzerinde etkili olarak, dolaylı yoldan para politikasının etkinliğini azalttığı çok açıktır. **Bonodaki yabancı çıkışının etkisini yumuşatan bir diğer yapısal özellik ise, yabancı portföyünde 2 yıldan uzun vadeli DİBS'lerin ağırlığının % 60'dan fazla olmasına karşılık gösterge tahvilin ağırlığının düşük olmasıdır.** Uzun vadeli tahvillerin dörtte üçünü ise Hazine'nin ihraç ettiği orjinal vadesi 5 yıl olan tahvillerin oluşturduğu görülmektedir. Tahvillerin temel alıcısının, yabancı şirket ve gerçek kişilerden çok yabancı bankalar ve yurtdışı fonlar (payları çok yakın) olduğu da izlenmektedir. **Bu görünüm stokun yenilenme (roll-over) riskini bir hayli azaltmaktadır.**

Buna karşılık, vade dağılımının kısa vade açısından getirdiği başlıca risk, yılın en yüklü itfalarının olduğu Temmuz-Eylül döneminde yabancı portföylere yapılacak 4.8 mlr dolarlık geri ödemenin ne şekilde değerlendirileceğidir. Eğer bu döneme risk iştahında belirgin azalış eğilimi ile girilirse, bono piyasasından çıkış için normal bir gün yerine yüklü itfaların olduğu yani derinliğin artacağı bir dönem tercih edilebilecektir. Aksi takdirde ise, son

günlerdeki düşüğe rağmen halen fonlama maliyetinin 350 baz puan üzerinde olan tahvil getirileri cazip görünmeye devam edecektir. Projeksiyonlarımız, söz konusu dönemde Hazine'nin gerçekleştireceği toplam YTL cinsi itfa 47.5 mlr YTL (39 mlr dolar) düzeyinde gösterirken, ifadaki yabancı payının % 12 ile stok payına yakın bir düzeyde olduğu izlenmektedir.

Piyasa Tarafından Tutulan DİBS'lerin Dağılımı

(milyon YTL)	2006 Ara.	2007 Ara.	2008 Mart	2008 Nis. (1)	2008 May. (2)	Fark (2)-(1)
BANKALAR	110,721	124,101	133,734	135,118	127,463	-7,655
YURTIÇI BANKALAR	102,686	110,111	119,144	120,406	112,790	-7,616
YABANCI BANKALAR	8,035	13,990	14,590	14,712	14,673	-39
BANKA DIŞI KESİM	102,830	104,616	106,967	105,036	106,222	1,186
GERÇEK KİŞİLER	24,091	16,523	17,842	18,340	18,989	649
TÜZEL KİŞİLER	41,972	51,112	52,871	53,276	53,347	71
YURTDIŞI YERLEŞİKLER	36,767	36,981	36,253	33,419	33,885	466
MENKUL KIYMET YATIRIM FONLARI	9,590	12,657	10,882	11,468	12,484	1,016
<i>Piyasa Senetleri Toplam Piyasa Değeri</i>	<i>223,142</i>	<i>241,375</i>	<i>251,582</i>	<i>251,622</i>	<i>246,169</i>	<i>-5,453</i>
<i>Piyasa Senetleri Toplam Anapara Değeri</i>	<i>180,060</i>	<i>188,434</i>	<i>197,439</i>	<i>199,674</i>		
YÜZDE PAYLAR						
BANKALAR	49.6%	51.4%	53.2%	53.7%	51.8%	-1.9%
YURTIÇI BANKALAR	46.0%	45.6%	47.4%	47.9%	45.8%	-2.0%
YABANCI BANKALAR	3.6%	5.8%	5.8%	5.8%	6.0%	0.1%
BANKA DIŞI KESİM	46.1%	43.3%	42.5%	41.7%	43.1%	1.4%
GERÇEK KİŞİLER	10.8%	6.8%	7.1%	7.3%	7.7%	0.4%
TÜZEL KİŞİLER	18.8%	21.2%	21.0%	21.2%	21.7%	0.5%
YURTDIŞI YERLEŞİKLER	16.5%	15.3%	14.4%	13.3%	13.8%	0.5%
MENKUL KIYMET YATIRIM FONLARI	4.3%	5.2%	4.3%	4.6%	5.1%	0.5%

(*) Bankaların DİBS portföyüne, kamu bankalarının alım-satım amaçlı menkul kıymetleri dahil edilmiştir. Kamu bankalarının vadeye kadar elde tutulacak menkul kıymetleri ise buradaki 42 milyar YTL'lik tahvilin ağırlıklı kısmının nakit dışı menkul kıymetlerden oluşması sebebiyle hariç tutuldu.

Kaynak: TCMB

Kısacası, piyasa eğilimleri açısından bir öncüleme gücü olmasa da, portföy akımlarını olabildiğince yakından izlemek eğilimin nasıl oluştuğunu anlamak açısından önemlidir. Ama daha önemlisi ve daha zor olanı, akımları tetikleyen unsurları doğru tespit edebilmek ve bunları yakından izleyebilmektir. İlkindeki öncülüğümüzü bu alanda da gösterdiğimizi düşünmekteyiz. Elbette takdir sizlerin...

Önümüzdeki Haftanın Gündemi

- Bu hafta yurtiçinde gözler, 50 baz puan artırımı yapmasını beklediğimiz Merkez Bankası'nın faiz kararında olacak. CNBC-e anketine göre, Temmuz'da 14 kurum 50 baz puan, 9 kurum da 25 baz puan artırımı beklemektedir.
- ABD'de ise 25 Haziran Fed toplantısına ait tutanaklar ile enflasyon ve ekonomik aktivite verileri kadar FED Başkanı Ben Bernanke'nin 15 ve 16 Temmuz'da sunacağı Yarıyıl Parasal Politika Raporu da önemli olacak. Avrupa'da Almanya'nın ZEW endeksi, Japonya'da ise faiz kararı izlenecek. Japonya'dan değişiklik beklenmiyor.
- Hazine, Çarşamba günü yapacağı 12.2 mlr YTL'si piyasaya olmak üzere toplam 13.6 mlr YTL yüklü itfasi öncesinde, Pazartesi günü 3 aylık referans bono ve Salı günü de yeni gösterge tahvil ile 12 aylık iskontolu tahvil ihraç edecek.

Türkiye'de Açıklanacak Veriler

Önem	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Fortis Tahmin	Konsensus
Orta	Merkezi Hükümet Bütçesi FDF, Haz.	Mln YTL	14 - 18 Tem.	-	-
Zayıf	İşsizlik Oranı, Nis.	%	15 Tem., 10:00	-	-
Orta	Tüketici Güven Endeksi, Haz.	-	16 Tem., 10:00	-	-
Yüksek	PPK Faiz Kararı, Tem.	Bp	17 Tem., 19:00	+50	+ 25-50

Yurtdışında Açıklanacak Veriler

Önem	Ülke	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus
Orta	Almanya	ZEW Endeksi, Tem.	-	15 Tem., 12:00	-56.0
Yüksek	ABD	Çekirdek ÜFE ve ÜFE, Haz.	% aylık	15 Tem., 15:30	0.3 & 1.3
Yüksek	ABD	Perak. Satış., Top. & Oto. Hariç, Haz.	% aylık	15 Tem., 15:30	0.4 & 0.9
Yüksek	Japonya	Merkez Bankası Faiz Kararı, Tem.	-	15 Tem.	değişim beklenmiyor
Yüksek	ABD	Çekirdek TÜFE ve TÜFE, Haz.	% aylık	16 Tem., 15:30	0.2 & 0.7
Orta	ABD	Kapasite Kullanımı, Haz.	%	16 Tem., 16:15	79.3
Orta	ABD	Sanayi Üretimi, Haz.	% aylık	16 Tem., 16:15	-0.1
Yüksek	ABD	Fed Tutanakları, 25 Haz. Toplantısı	-	16 Tem., 21:00	-
Yüksek	ABD	İnşaat İzin. & Konut Başlangıç., Haz.	Mln	17 Tem., 15:30	0.96 & 0.97
Orta	ABD	Philadelphia Fed Endeksi, Tem.	-	17 Tem., 17:00	-15.0

Makro ve Finansal Gösterge Tahminleri

Makro Ekonomik Görünüm 2007-2010

	2007	2008t	2009t	2010t
GSYİH (Mlr YTL)	856.4	953.1	1,056.8	1,154.0
GSYİH (Mlr US\$)	658.8	756.4	812.9	880.9
GSYİH büyümesi	4.5%	4.5%	5.0%	5.0%
ÜFE (yıllık %)	5.9	13.0	5.0	5.0
TÜFE (yıllık %)	8.4	11.0	8.2	7.3
Dış Ticaret Dengesi (Mlr US\$)	-62.8	-78.6	-92.2	-99.0
İhracat (FOB, Bavul hariç)	107.2	138.5	154.7	172.4
İthalat (CIF, Altın dahil)	170.1	217.1	246.9	271.3
Cari İşlemler Dengesi (Mlr US\$)	-37.8	-49.0	-56.3	-59.9
Cari İşlemler Dengesi / GSYİH (%)	-5.7	-6.4	-6.9	-6.8

Finansal Göstergelere İlişkin Tahminler

	11 Temmuz	1Ay	3Ay	6Ay	12Ay	2008	2009
USD/YTL	1.2139	1.2500	1.2700	1.2950	1.3054	1.2950	1.3100
EUR/YTL	1.9073	1.9650	1.9680	1.9430	1.8930	1.9430	1.8500
Döviz Sepeti	3.1212	3.2150	3.2380	3.2380	3.1984	3.2380	3.1600
EUR/USD	1.5712	1.5720	1.5500	1.5000	1.4500	1.5000	1.4100
O/N	16.25%	16.75%	17.50%	17.50%	17.50%	17.50%	16.75%
Gösterge Tahvil	21.70%	22.00%	21.50%	20.50%	19.50%	20.50%	19.50%

Fortis Bank S.A./N.V. Montagne du Parc 3 B-1000 Brussels Belçika Tel: +32 2 565 11 11	Fortis Bank Hollanda N.V. Rokin 55 P.O. Box 243 1000 AE Amsterdam Hollanda Tel: +31 20 527 91 11	Fortis Bank Lüksemburg 50, avenue J.F. Kennedy L-2951 Luxembourg Lüksemburg Tel: +352 42 421	Fortis Bank, Fransa 30, quai de Dion Bouton F-92824 Puteaux Cedex Fransa Tel: +33 1 55 67 72 00
Fortis Bank Almanya Christophstrasse 33-37 50670 Cologne Almanya Tel: +49 221 161 13 30	Fortis Bank Hong Kong 27/F, Fortis Bank Tower 77-79 Gloucester Road Hong Kong Tel: +852 28 23 04 56	Fortis Bank İtalya Via Cornaggia 10 I-20123 Milano İtalya Tel: +39 02 57 53 24 61	Fortis Bank Norveç Haakon VII's gate 10 0161 Oslo Norveç Tel: +47 23 11 49 50
Fortis Bank Polonya S.A. P.O. Box 15 02-676 Warszawa Polonya Tel: +48 22 566 90 00	Fortis Bank Portekiz Rua Alexandre Herculano 50-6 Andar 1250-011 Lisboa Portekiz Tel: +351 213 13 93 16	Fortis Bank Singapur 63 Market Street #21-01 Singapur 048942 Tel: +65 65 38 03 90	Beta Capital S.V., S.A. Serrano 73 28006 Madrid İspanya Tel: +34 91 436 56 00
Fortis Bank Türkiye Yıldız Posta Caddesi No: 54 Gayrettepe 34353 İstanbul Türkiye Tel: +90 212 274 42 80	Fortis Bank UK Camomile Court 23 Camomile Street London EC3A 7PP İngiltere Tel: +44 207 247 80 00	Fortis Bank ABD 520 Madison Avenue, 3 rd Floor New York, NY 10022 ABD Tel: +1 212 418 87 00	Fortis Securities LLC 520 Madison Avenue, 3 rd Floor New York, NY 10022 ABD Tel: +1 212 418 87 14

Bu bültende yer alan bilgiler ve yorumlar, kamuya açık, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiştir. Bununla beraber, gerek bu bültendeki gerekse bu bültende kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden olduğu gibi bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kar yoksunluğundan, manevi zararlardan ve üçüncü kişilerin uğrayabileceği zararlardan, velhasıl her ne surette olursa olsun kullanımı olumsuz etkileyecek her türlü sonuçtan dolayı Fortis Bank AŞ veya Fortis Yatırım Menkul Değerler AŞ'nin ve ayrıca her ne nam altında olursa olsun her ne akitle bağlı olursa olsun her türlü çalışana hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Bu bülten yatırımcıları bilgilendirmek amacıyla hazırlanmış olup, hiçbir şekilde menkul kıymetlerin alımı veya satımı konusunda tavsiye olarak yorumlanmamalıdır, fonların portföylerinin geçmiş döneme ilişkin getirileri gelecek dönemlerin göstergesi olamaz. Katılma Paylarının değeri menkul kıymet piyasalarındaki şartlara göre her zaman iniş ve çıkışlar (dalgalanmalar) gösterebilir. Fevkalade değişken ve profesyonel bir piyasada oluşan işbu bilgiler, hiçbir surette gönderenleri ilzam etmez ve/veya sorumlu kılmaz. Kullanan ancak kendi bilgi, inisiyatif ve değerlendirmesi ile hareket edecektir.