

Makroskop

30 Haziran - 6 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

YTL Gücünü Nereden Alıyor?...

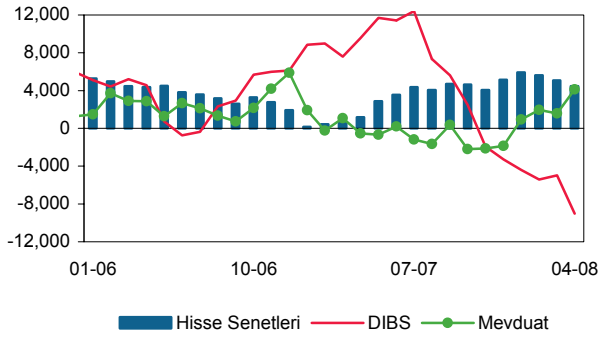
ABD Merkez Bankası (Fed) toplantısı, finans sektörüne yönelik endişelerin yeniden güçlendiği, S&P mali sektör endeksinin Mart ayı ortasındaki panik günlerinin değerlerinin bile altına geldiği bir dönemde gerçekleşti. Bu haftanın raporunda böylesi sıkıntılı bir dönemde YTL'nin gücünü nereden aldığını sorgulayacağız. Ama önce Fed'in kararına ve yansımalarına bakalım...

Gerçekten de, yine tüm gözler 30 Nisan'dan beri ilk toplantısını gerçekleştiren Banka'nın üzerindeydi. Bu tarihten beri köprülerin altından çok sular akmış, ekonomik koşullar ve buna ilişkin piyasa algılamaları büyük ölçüde değişmişti. İlk çeyreğin büyüme üzerindeki endişeleri, son dönemde sürekli yükselen enerji ve gıda fiyatları nedeniyle enflasyona doğru kaymıştı. Nitekim, Banka'nın da bunu dikkate alarak Eylül 2007'de başlattığı faiz indirim sürecini 325 baz puan indirimle % 2 seviyesinde sona erdirmesi için tüm şartlar hazırды.

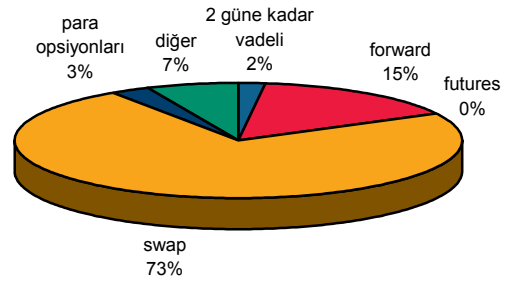
Fed, faizleri aynı tutarak konut sektöründeki daralma ve kredi krizinden etkilenen ekonomiyi toparlamak için başlattığı agresif faiz indirimlerine son vermiş oldu. Fed açıklamasının ileriye yönelik sinyal cümlesi ise, "*Büyüme üzerindeki aşağı yönlü riskler, devam etmesine karşın, bir miktar azalmış görünüyorlar. Ancak, enflasyonda ve enflasyon beklentilerindeki yukarı yönlü riskler arttı*" şeklindeydi. Bu ise, Bankanın önümüzdeki dönemde enflasyona daha fazla ağırlık vereceği ve bu doğrultuda faiz artırımlarına kapıyı açık bıraktığı şeklinde algılandı. Daha önemlisi, FOMC üyelerinden birinin faizleri sabit tutma kararına katılmayarak faizleri artırma yönünde oy kullanmasıydı. Böylece komitenin faizlerde dengesinde de hafifçe artırım yönüne kaydığı açıkça gözlenmiş oldu. Toplantı sonrası vadeli işlemlerde Eylül toplantısında 25 baz puanlık artırım kesin görülürken, yıl sonuna kadar 50-75 baz puan arası bir artış fiyatlanmaktaydı. Yine de, Bankanın artırım için henüz bir acelesi olmadığını düşünüyoruz. Veri akışı her zamankinden önemli olurken, özellikle çekirdek enflasyonun mevcut ılımlı görünümünü koruması durumunda bekleme süresini uzatmayı tercih etmesi de söz konusu. Ancak mevcut görünümün (algılamaların) borsalar açısından olumsuz, tahviller için başta olumsuz sonrasında ise olumlu yansımaları olabileceğini düşünüyoruz. Euro/dolar paritesi için ise önemli bir değişiklik getirmesini beklemiyoruz. Fed'in faiz artırmaya doğru yaklaşması, gelişmekte olan ülkeler merkez bankalarını para politikalarını daha da sıkılaştırma yönünde baskı altında tutacaktır. Bu ise para birimlerine destek verirken, yerel para cinsinden tahvil getirilerini yükseltme yönünde etkileyebilecektir.

Bunların ötesinde, para politikalarının dönüm noktaları yanında getirdiği belirsizlikler nedeniyle tek başına bile piyasalar açısından bir sıkıntı kaynağı olmaya devam edecektir. Ayrıca, son dönemde ekonomik görünüme ilişkin belirsizliklerin (Haziran ayı aktivite öncü verilerinde zayıflama) yeniden artması, hızlı toparlanma yerine düşük büyümenin daha uzun süre devam ettiği senaryolara ağırlık verilmesini getirebilir.

Yurtdışı Yerleşiklerin Portföy Yatırımları (12 ay kümülatif, mn US\$) (*)



Bankacılık Sektörü Bilanço Dışı YP Pozisyonunun Bileşenleri (**)



(*) Ödemeler dengesi verileri kullanılmıştır. Nisan itibarı ile son 12 aylık akımları gösterir. (**) 2007 sonu itibarı ile türev işlemlerin dağılımı.

Kaynak: TCMB, BDDK, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

Bu şekilde devam edecek bir küresel ortamda, risk iştahının yeniden belirgin olarak güçlenmesini öngörmek ya da en azından risk iştahının genele yayılmasını beklemek de mümkün görünmemektedir.

Elbette, sermaye akımlarının serbest olduğu küresel finansal sistemde yüksek risk / yüksek getiri peşinde koşan yatırımcılar her zaman olacaktır. Bunların zaman zaman güçlenen hareketleri, kısa vadede kalıcı olmasını beklemediğimiz piyasa eğilimlerine de yol açabilecektir. Aslında sözü Türkiye'nin finansal göstergelerine getirmek istiyoruz. Bugün itibarı ile başta borsa endeksi olmak üzere, tahvil faizleri, ülke riski göstergeleri olan eurobond faiz farkları ve CDS spreadleri dahil tüm göstergeler 2006 yılı ortasındaki türbülans sırasında görülen düzeylere gelmiş bulunmaktadır. Biri hariç... YTL'nin değeri.

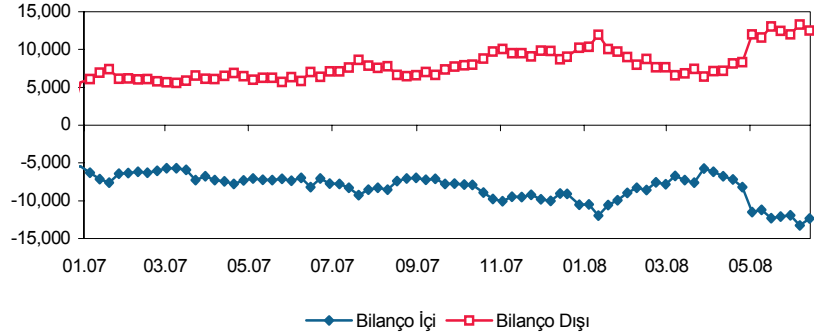
Evet yılbaşına göre YTL'nin yabancı paralara karşı değer kaybı hala korunmaktadır ancak Nisan ortasında % 20'ye dayanan sepete karşı değer kaybı bugünlerde % 8'e kadar gerilemiştir. **YTL'nin dönüm noktası, Fed'in agresif faiz indirimleri sonrası küresel risk iştahında görülen toparlanma ve aynı sıralarda TCMB'nin faiz artırımına yönelik sinyaller vermesi ile görülmüştür.** O tarihten beri özellikle para piyasası işlemlerinde yabancı yatırımcı ilgisi gözlenmektedir. Yabancı yatırımcı küresel kredi krizinin patlak verdiği Ağustos 2007'den beri tahvil ve borsada pozisyon azaltımına giderken, özellikle Nisan'dan beri elindeki YTL fonları dövize dönmemiş ve bunları para piyasasında park etmiştir. Söz konusu akımlar, tahvil ve hisse senedi piyasalarındaki gibi net olarak gözlenemese de, iki kanaldan bir ölçüde takip edilebilmektedir.

Bunların birincisi, ödemeler dengesi finansman kalemlerinden "Yurtdışı Bankalar ve Kişilerin Yurtiçi Bankalardaki Mevduatı" kalemidir. Burada, Nisan'da 1.5 mlr dolarlık kısmı olmak üzere Şubat-Nisan döneminde 2.8 mlr dolar artış olmuştur. Böylece aynı dönemde tahvil ve borsada görülen toplam 3.3 mlr dolarlık çıkışın önemli bir döviz talebine yol açmadığı gözlenmiştir.

İkincisi ise, daha yakın vadedeki gelişmelerin gözlenebilmesine imkan veren Bankacılık Sektörü Yabancı Para Pozisyonu'na ilişkin BDDK tarafından yayınlanan haftalık verilerdir. Bilindiği gibi, bankacılık sektörü dalgalı kur rejimine geçildiğinden beri net açık pozisyon taşıyama eğilimi göstermekte, hatta son durum itibarı ile ufak bir pozisyon fazlası bulunmaktadır. Buna karşılık, bankaların bilanço içinde 12.3 mlr dolarlık açık pozisyon taşıdığı bu riski ise bilanço dışı işlemlerde alınan yaklaşık aynı boyutlardaki uzun pozisyonla bertaraf ettiği gözlenmektedir. Bilanço dışı işlemlerin büyük ağırlıkla yurtdışı yerleşiklerle yapılan swap işlemlerinden oluştuğu (% 73) bilinmektedir. Haftalık veriler incelendiğinde, bu işlemlerin esas sıçramasını Nisan ayında yaptığı ve yaklaşık 5.5 mlr dolar arttığı izlenmektedir. Nisan sonundan Haziran başına kadar ise 1.3 mlr dolar daha artış görülürken, artış eğilimin son haftalarda durduğu anlaşılmaktadır. Aslında, bu işlemlerdeki artış 2005-06 yıllarında olduğu gibi yurtdışında verilen uzun vadeli konut kredilerini hedge etme amacıyla yapılan uzun vadeli swap işlemlerinden kaynaklanıyor olsa, fazla kaygılanacak bir durum yoktur. Ancak, kredi piyasasındaki mevcut durum dikkate alındığında, artışın bu işlemlerden değil çok daha kısa vadeli yüksek YTL faiz getirisinden yararlanma

amaçlı işlemlerden kaynaklandığı düşünülmektedir. Diğer taraftan, bu işlemler birinci kanal olarak bahsettiğimiz mevduat artışlarıyla da ilişkilidir. Zira, swap işlemlerinin bacakları mevduat hareketlerine yol açmaktadır. Dolayısı ile, bir tarafta görülen hareketin diğer taraftan teyid edilmesine imkan vermektedir. (*)

Bankacılık Sektörü Yabancı Para Pozisyon Gelişmeleri (mn US\$)



Kaynak: BDDK, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

Tüm göstergeler kötüye giderken, YTL'nin değer kazanma eğilimini sürdürmesi Türkiye'de alışık olduğumuz eğilimlerden değildir. Yukarıdaki analiz, konvansiyonel yatırım kanalları dışından derlenmiş olması nedeniyle önemli hata payı içeriyor olabilir de, son dönemde gördüğümüz eğilimi açıklamada yardımcı olmaktadır. YTL'de parketmiş kısa vadeli fonların 2006'dan beri en kötü noktalarında olan yani değerlendirme açısından cazip sayılabilecek tahvil ve hisse senedi piyasasına geri dönme ihtimallerinin halen devam ettiği de söylenebilir. Ancak bu geri dönüşü küresel risk iştahındaki daha fazla kötüleşme veya ülke risk primindeki artış engellerse, o zaman kısa vadeli akımların yönü konusunda da belirsizlik artacaktır.

Kısacası, Fed'in agresif faiz indirimi sürecini sona erdirerek ve faiz artırımlarına kapı açarak gelişmekte olan ülkeler için daha zorlu bir dönemi başlattığı izlenmektedir. Böyle bir ortamda, risk iştahının güçlenmesi zor görünürken, bu piyasalara ilgi ancak belli profillerdeki yabancı yatırımcı tarafında gözlenecektir. Son dönemde tam da bu profile uyan yabancı fon akımı YTL'ye yaramış, diğer göstergelerin tersine bir eğilim göstermesine yol açmıştır.

(*) Bu işlemlerle ilgili daha fazla bilgi ve veri için BDDK'nın Türk Bankacılık Sektörü Kur Riski Değerlendirme Raporu - IV incelenebilir.

Önümüzdeki Haftanın Gündemi

- Bu hafta özellikle enflasyon ve büyüme olmak üzere yurtiçi gündemde önemli veriler olacak. Siyasi gündem ise AKP'ye açılan kapatma davasına ilişkin sözlü iddianamenin Salı günü ve savunmanın Perşembe günü dinlenecek olmasıyla hareketlenebilir.
- Yurtdışında ABD ve Euro Bölgesi'nde açıklanacak olan ISM ve PMI endeksleri ile ABD'de tarım dışı istihdam ekonomik aktivite açısından önemli ipuçları verecek. Avrupa Merkez Bankası'nın ise Perşembe günü faizi 25 baz puan artırması bekleniyor. Bu arada Cuma günü ABD'de piyasalar tatil olacak.
- Hazine bu hafta 5.4 mlr YTL'si piyasaya olmak üzere toplam 6.9 mlr YTL itfa öncesinde Salı günü 26.06.2013 vadeli değişken kuponlu tahvil ihraç edecek.

Türkiye'de Açıklanacak Veriler

Önem	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Fortis Tahmin	Konsensus
Yüksek	Büyüme, 1Ç	% çeyreksele	30 Haz., 10:00	6.0	4.9
Yüksek	İthalat, May.	US\$ mn	30 Haz., 17:00	19,000	18,643
Yüksek	İhracat, May.	US\$ mn	30 Haz., 17:00	12,500	12,263
Orta	TİM İhracat, Haz.	US\$ mn	1 Tem.	11,700	-
Yüksek	İTO Fiyat Endeksi, Haz.	% aylık	1 Tem., 12:00	0.5	-
Yüksek	TÜFE, Haz.	% aylık	3 Tem., 17:00	0.2	0.5
Yüksek	ÜFE, Haz.	% aylık	3 Tem., 17:00	1.0	0.8

Yurtdışında Açıklanacak Veriler

Önem	Ülke	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus
Yüksek	Euro Bölgesi	İmalat Sanayi PMI Endeksi, Haz.	-	1 Tem., 11:00	49.1
Yüksek	ABD	İmalat Sanayi ISM Endeksi, Haz.	-	1 Tem., 17:00	49.0
Orta	ABD	ADP İstihdam Raporu, Haz.	bin	2 Tem., 15:15	-1.0
Yüksek	Euro Bölgesi	Hizmet Sektörü PMI Endeksi, Haz.	-	3 Tem., 11:00	49.5
Yüksek	Euro Bölgesi	Merkez Bankası faiz kararı, Tem.	-	3 Tem., 14:45	25 bps artırım
Yüksek	ABD	Tarım Dışı İstih. & İşsizlik Oranı, Haz.	bin & %	3 Tem., 15:30	-43.0 & 5.4
Yüksek	ABD	Hizmet Sektörü ISM Endeksi, Haz.	-	3 Tem., 17:00	51.2

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	-72.8	-83.6	-91.5
İhracat (FOB, Bavul hariç)	107.2	136.4	152.6	170.3
İthalat (CIF, Altın dahil)	170.1	209.2	236.2	257.5
Cari İşlemler Dengesi (Mlr US\$)	-37.6	-44.0	-48.3	-49.3
Cari İşlemler Dengesi / GSYİH (%)	-5.7	-5.8	-5.9	-5.6

Finansal Göstergelere İlişkin Tahminler

	27 Haziran	1Ay	3Ay	6Ay	12Ay	2008	2009
USD/YTL	1.2095	1.2500	1.2700	1.2950	1.3054	1.2950	1.3100
EUR/YTL	1.8981	1.9440	1.9560	1.9425	1.8800	1.9430	1.8400
Döviz Sepeti	3.1076	3.1940	3.2260	3.2375	3.1854	3.2380	3.1500
EUR/USD	1.5693	1.5552	1.5402	1.5000	1.4402	1.5004	1.4046
O/N	16.25%	16.75%	17.50%	17.50%	17.50%	17.50%	16.75%
Gösterge Tahvil	22.30%	22.50%	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.