

Makroskop

19 - 25 Ocak 2009

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

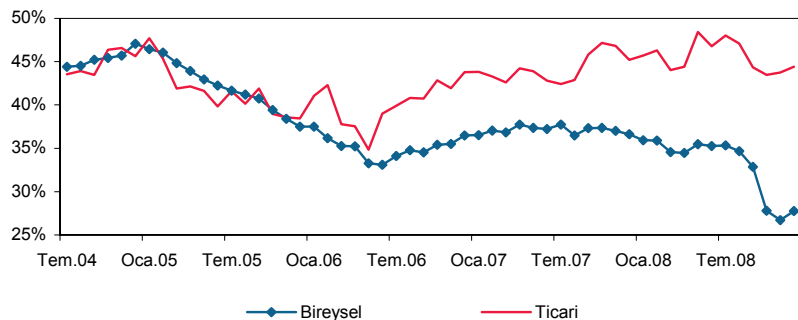
Nilüfer Sezgin (Yönetici Yrd.)
Tel: 0212 318 37 90
Email: nilufer.s@fortis.com.tr

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

Tüm Hata ve Noksanlarına Rağmen...

Küresel piyasalardaki çalkantının doruk noktasına ulaştığı Ekim-Kasım döneminin sermaye hareketleri çok çarpıcıydı. TCMB'nin Kasım ayı ödemeler dengesi ayrıntılarını ve Ekim ayında oluşan yüksek boyutlu "Net Hata ve Noksan" kalemine ilişkin çalışma sonuçlarını geçtiğimiz hafta içinde yayınlamasıyla konuya dönüş yapmak istiyoruz. Baştan söyleyelim, ne yazık ki tüm bu veri ve çalışmalar söz konusu aylardaki yoğun fon hareketleri üzerindeki sis perdesini kaldırmaktan çok, bu amaçlanmasa da bazı "şehir efsanelerini" güçlendirecek bir izlenim vermiştir. Bunların ne olduğuna değineceğiz, ancak önce bu ayların koşullarını ve dış finansman hareketlerine nasıl yansımalarının beklendiğini hatırlatalım. Ekim ayı ortaları riskten kaçışın ve gelişmekte olan piyasalardan çıkışın yoğunlaştığı, kredi akımlarının durma noktasına geldiği bir dönemi temsil etmektedir. Bu doğrultuda beklenen, önemli boyutta portföy çıkışlarının ve kredi akımlarında azalışların kaydedilmesi ve döviz likiditesindeki sıkıntıyı yansıtacak şekilde bankalar ve resmi döviz rezervlerinin düşüş göstermesidir. Ancak beklenenlerin hepsi gerçekleşmesine rağmen toplam döviz rezervlerinde azalış olmamış, hatta banka rezervleri 1.5 mlr dolar artmıştır. Söz konusu iki ayda, portföy kanalının hisse senedi ayağından 1.6 ve bono piyasasından 4.0 mlr dolar olmak üzere 5.6 mlr dolar çıkış olurken, kredi kanalında şirketlerin ticari kredileri ve bankaların dış kredilerinde 3.0 ve 1.3 mlr dolar azalış, şirketlerin diğer kredilerinde ise 1.0 mlr dolar artış kaydedilmiştir. Bu kalemlerin toplamının işaret ettiği önemli boyuttaki çıkışın döviz rezervi azalışına yol açmamasını ise, aynı dönemde 9.8 mlr dolar girişe işaret eden Net Hata ve Noksan (NHN) kalemi sağlamıştır. Özellikle, Ekim'de kaydedilen 7.6 mlr dolar tarihteki en yüksek NHN seviyesine işaret etmektedir. Daha önce kaydedilen en yüksek NHN Eylül 1998'de 4.5 mlr dolar ile giriş yönünde iken sonraki ay 4.8 mlr dolarlık çıkışla net etki sıfırlanmıştı. Ancak Kasım'da da NHN girişinin devam etmesi ve TCMB'nin Ekim'de revizyon yapılmayacağı yönündeki açıklaması konuya yeni bir boyut kazandırmıştır.

Tasarruf ve Ticari Mevduatta Döviz Payı (Sabit Kur)

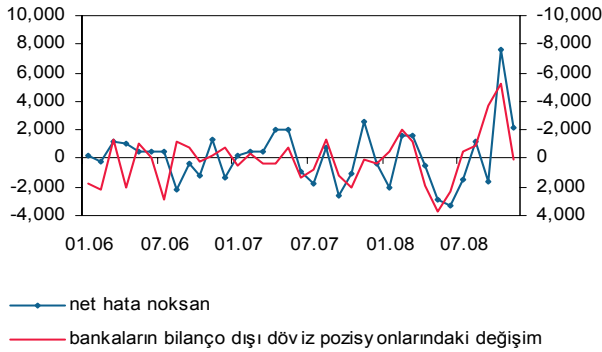


Banka yaptığı çalışmalar sonucunda; aşağıda açıklanan üç gelişmenin Net Hata ve Noksan kaleminde önemli etkileri olduğunu saptamıştır.

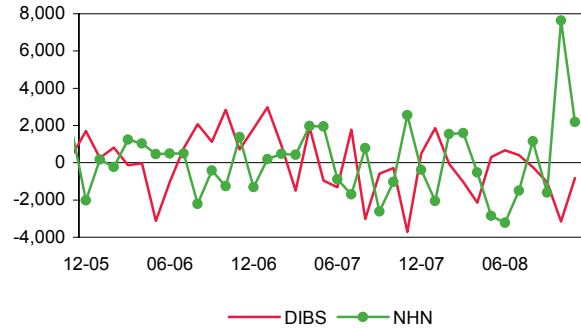
- 1) Yurt dışında yerleşik kişilerle YTL üzerinden gerçekleştirilen ödemeler dengesine konu işlemler, bankaların bu işlemleri YTL hesaplarında bir önceki aya göre olan değişimlerden takip edilmekte olup, YTL'nin Ekim'de düzenli ve önemli ölçüde değer kaybetmesi nedeniyle bu hesaplardaki değişimlerin ABD dolar karşılıklarının ortalama kurdan hesaplanan değeri ile döviz üzerinden gerçekleştirilen karşı hesapların ABD dolar karşılıklarının işlem sırasında geçerli olan kurlardan bulunması, aynı işlemin karşılıklı kayıtları için farklı ABD dolar karşılıkları yaratmıştır.
- 2) Ödemeler dengesi istatistiklerine kaydı yapılamayan yurt içinde yerleşik kişilerin yurt dışındaki mevduatlarından yurda getirilerek döviz tevdiat hesaplarına aktarılan tutarlardan Yeni Türk lirası karşılığı alışı yapılan döviz miktarında çarpıcı bir artış gözlenmektedir.
- 3) 2008 yılı Ekim ayında, bankacılık sistemi dışında tutulan efektif şeklindeki tasarrufların önemli ölçüde bankalara Yeni Türk lirası karşılığı satıldığı görülmektedir.

Bize göre, açıklamaların ilk maddesi ağırlıklı olarak yabancıların YTL cinsi Devlet İç Borçlanma Senetleri (DIBS) işlemlerinden kaynaklanan hareketleri temsil etmektedir. DIBS akımları ile NHN'nin seyrine bakıldığında birbirlerinin aynadaki aksi gibi oldukları izlenmektedir. Burada kesin olan, Ekim-Kasım döneminde bu enstrümanlardan satış yoluyla çıkıldığıdır. Ancak olayı karmaşıklaştıran, elde edilen YTL'nin mevduat olarak yurtiçinde kalması ya da döviz dönüp yurtdışına çıkması gibi iki farklı tercihin ödemeler dengesi açısından önemli farklılara yol açmasıdır. Hele bir de devrede swap işlemleriyle yaratılan YTL varsa, hareketlerin izini sürmek veya bunların hatasız olarak ödemeler dengesine yansımaları sağlamak iyicene zorlaşmaktadır.

Bankaların Bilanço Dışı İşlemleri (Swap v.b) ve Net Hata-Noksan



Yabancıların DIBS Hareketleri ve Net Hata-Noksan (*)



Kaynak: TCMB, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

Kaynak: TCMB, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

(*) Net Hata ve Noksan kaleminin pozitif/negatif değerleri ödemeler dengesi açısından döviz girişine/çıkışına işaret etmektedir.

İkinci madde ise, ilk bakışta 22 Kasım'da yürürlüğe giren Varlık Barışı uygulamasının bir olumlu yansıması gibi algılanabilir. Ancak gerek yasanın yürürlük tarihi gerekse anektod olarak sektörden yansıyanlar önemli boyutta bir giriş olduğunu henüz doğrulamamaktadır. Bu durumda, yukarıdaki değerlendirme ile kastedilen yurtiçinde yerleşik banka dışı kesimlerin yurtdışında tuttukları döviz varlıklarının, BIS (Uluslararası Takas Bankası) verileriyle izlenemeyen kısmındaki hareketlenme olabilir. Zira, Uluslararası Yatırım Pozisyonu verilerine göre, Ekim sonunda kişi ve kurumların bu kapsamdaki varlıkları 32.2 mlr dolar düzeyindedir ve önceki aya göre bir değişim gözlenmemektedir. **Üçüncü gelişme ise, en az katkıda bulunduğunu düşündüğümüz efektif-YTL dönüşümüdür ki, bu tür dalgalanmalarda sıklıkla görülen bir gelişmedir.** Dolayısı ile, verilerle tatmin edici bir açıklama getirilemeyince, bir taraftan isteyene Varlık Barışı ile döviz girişi olduğunu iddia etme imkanı oluşmakta, bir taraftan da Türklerin yurtdışındaki varlıkları ve bunu ülkeye sokmalarıyla ilgili somut bir veriye dayanmayan farklı rakamların havada uçmasına neden olabilmektedir. İşte raporun en başında vurguladığımız şehir efsanelerini güçlendiren unsur da bu sis perdesidir.

Eğer BIS verilerinin yansıttığının üzerinde bir döviz varlığı olduğu kabul edilirse, bu takdirde TCMB'nin ve bizim şirketler kesimi için yaptığımız döviz açık pozisyon hesaplamalarının boyut açısından güvenilirliği de sorgulanabilir. Bu durumda, açık pozisyonun boyutu değil, önceki döneme göre gösterdiği farklılık (eğilim) ön planda olacaktır.

Sonuç olarak, Ekim-Kasım döneminde verilen cari açığın üstüne portföy ve kredi akımlarında görülen zayıflık eklenince önemli bir finansman ihtiyacı oluşmuş, ancak döviz rezervleri açısından korkulan gelişme yaşanmamıştır. Diğer taraftan, açığı kapatan sermaye hareketleri bilinen kanallarla izlenemeyince tarihteki en yüksek Net Hata ve Noksan girişleri oluşmuştur. Bu durum, yeni şehir efsaneleri oluşumu için ortam yaratırken, uluslararası yatırım pozisyonu ve şirketler kesimi açık pozisyonu gibi verilere de gölge düşürmüştür.

Önümüzdeki Haftanın Gündemi

- Bu hafta yurtiçinde oldukça sakin bir gündem var. Haftanın tek verisi Merkez Bankası'nın Ocak ayına ait ikinci Beklenti Anketi olacak. Bununla birlikte Hazine 21 Ocak'ta piyasaya gerçekleştireceği ve % 9'luk kısmı TL cinsinden olacak 1 mlr TL'lik iftası öncesinde herhangi bir ihale düzenlemeyecek.
- Yurtdışında ise, ABD'de konut verileri, Euro Bölgesi'nde ise geçici PMI endeksleri önemli olacak. Ayrıca Japonya Merkez Bankası'nın faiz kararı da hafta içinde izlenecek. Bununla birlikte 19 Ocak'ta ABD'de piyasalar kapalı olacak.

Türkiye'de Açıklanacak Veriler

Önem	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Fortis Tahmin (Konsensus)
Yüksek	MB Beklenti Anketi, Ocak II	-	22 Ocak	-

Yurtdışında Açıklanacak Veriler

Önem	Ülke	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus
Orta	Almanya	ZEW Endeksi, Ocak	-	20 Ocak, 12:00	-41.0
Yüksek	Japonya	Merkez Bankası Faiz Kararı	%	22 Ocak	-
Yüksek	ABD	İnşaat İzinleri, Ara.	mln	22 Ocak, 15:30	0.61
Yüksek	ABD	Konut Başlangıçları, Ara.	mln	22 Ocak, 15:30	0.61
Orta	Euro Bölgesi	Hizmet Sektörü Geçici PMI End., Ocak	-	23 Ocak, 11:00	41.3
Orta	Euro Bölgesi	İmalat Sektörü Geçici PMI End., Ocak	-	23 Ocak, 11:00	33.3

Makro ve Finansal Gösterge Tahminleri

Makro Ekonomik Görünüm 2007-2010

	2007	2008t	2009t	2010t
GSYİH (Mlr TL)	853.7	971.7	981.6	1,076.9
GSYİH (Mlr US\$)	658.8	747.5	609.7	694.8
GSYİH büyümesi	4.6	1.0	-1.0	4.0
ÜFE (yıllık %)	5.9	8.1	6.0	5.0
TÜFE (yıllık %)	8.4	10.1	6.5	6.0
Dış Ticaret Dengesi (Mn US\$)	-62.8	-69.6	-36.2	-45.4
İhracat (FOB, Bavul hariç)	107.3	131.5	118.4	130.2
İthalat (CIF, Altın dahil)	170.1	201.1	154.6	175.6
Cari İşlemler Dengesi (Mn US\$)	-38.2	-42.1	-10.1	-17.2
Cari İşlemler Dengesi / GSYİH (%)	-5.8	-5.6	-1.7	-2.5

Finansal Göstergelere İlişkin Tahminler

	16 Ocak	1Ay	3Ay	6Ay	12Ay	2009	2010
USD/TL	1.6115	1.6000	1.7000	1.6000	1.6000	1.6000	1.5000
EUR/TL	2.1229	2.1120	2.2100	2.0800	2.0800	2.0800	1.9800
Döviz Sepeti	3.7344	3.7120	3.9100	3.6800	3.6800	3.7166	3.5800
EUR/USD	1.3173	1.3200	1.3000	1.3000	1.3000	1.3000	1.3000
O/N	13.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.50%	12.00%	14.00%
Gösterge Tahvil	14.90%	13.20%	15.20%	14.20%	14.30%	13.70%	16.00%

Fortis Bank S.A./N.V. Montagne du Parc 3 B-1000 Brussels Belçika Tel: +32 2 565 11 11	Fortis Bank Lüksemburg 50, avenue J.F. Kennedy L-2951 Luxembourg Lüksemburg Tel: +352 42 42 1	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: +90 212 318 38 38
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 çalışanı 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.