

Makroskop

14 - 20 Haziran 2010

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

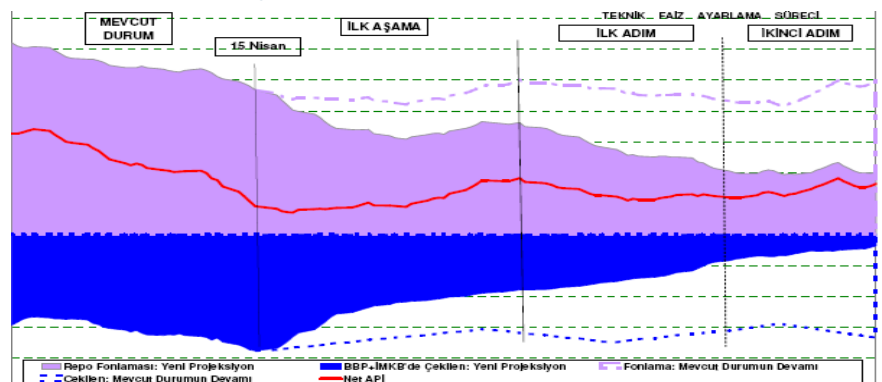
Nilüfer Sezgin (Yönetici Yrd.)
Tel: 0212 318 37 90
Email: nilufer.s@fortis.com.tr

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

Teknik Faul...

Her ay olduğu gibi, Merkez Bankası'nın 17 Haziran'da gerçekleşecek Para Politikası Kurulu (PPK) toplantısında Kurul tarafından yapılacak ekonomiye ilişkin genel değerlendirmeler ve para politikasına yönelik sinyaller merakla beklenmektedir. Bu toplantı öncesinde, bir yandan AB'deki sorunların devam etmesiyle dış talep üzerinde artan risklerin bir yandan da Mayıs enflasyonunda gıda fiyatlarında görülen düzeltme ile oluşan daha ılımlı görünümün, Merkez Bankası'nın politika faizlerini bir süre daha sabit tutması yönündeki beklentiyi güçlendirdiği izlenmişti. Bu gelişmeden, para politikasının mevcut durumu için en belirgin riski oluşturan enflasyon beklentilerinin de olumlu etkilendiği, yılsonu TÜFE beklentisinin % 8.1 ile TCMB enflasyon tahmininin altına indiği, gelecek 12 ve 24 ayın TÜFE beklentilerinin de daha hafif de olsa gerilediği gözlenmişti. Bu doğrultuda, PPK'nın önceki toplantıdaki değerlendirmelerini büyük ölçüde korumasını beklemekteyiz. Faizlere ilişkin sinyal cümlesinin ise, önceki toplantıda olduğu gibi faiz artırımının kendinden ve zamanlamasından bahsedilmediği şekliyle (bir süre daha mevcut düzeylerde tutulması ve uzun süre düşük kalması) korunması durumunda, Banka'ya beklenmedik durumlarda para politikasında gerekli olabilen esnekliği sağlamaya devam edeceğini düşünmekteyiz. **Merak ettiğimiz diğer bir konu ise, teknik faiz ayarlaması sürecinde ikinci aşamaya geçilip geçilmeyeceği olacaktır.** Bilindiği gibi, Mayıs toplantısında ilk aşama başlatılmış ve politika faiz oranı 1 hafta vadeli repo ihale faiz oranı olan % 7 olarak belirlenmişti. Normal şartlarda, Banka'nın, 14 Nisan'da açıkladığı Para Politikası Çıkış Stratejisi'ne bakılarak, her ne kadar uygulama tarihleri belirtilmese de, ilk adım ve ikinci adım arasında uzun bir süre görünmediğinden, ikinci adımı atmak için bir aylık bir süre yeterli bulunabilirdi. Ancak, aşağıda verdiğimiz grafikte yer alan TCMB'nin likidite açığı ve repo fonlamasına ilişkin öngörülerine kıyasla mevcut gerçekleşmelerin farklı olması, yani repo fonlamasının yeniden 22 mlr TL'ye kadar yükselmesinden de izlendiği üzere TCMB'nin yeni projeksiyonundan çok mevcut durumun devamı senaryosuna benzemesi, ikinci adım için şartların henüz oluşmadığı gibi bir görüntü vermektedir.

Çıkış Sürecinde Likidite Açığı ve Merkez Bankası İşlemleri



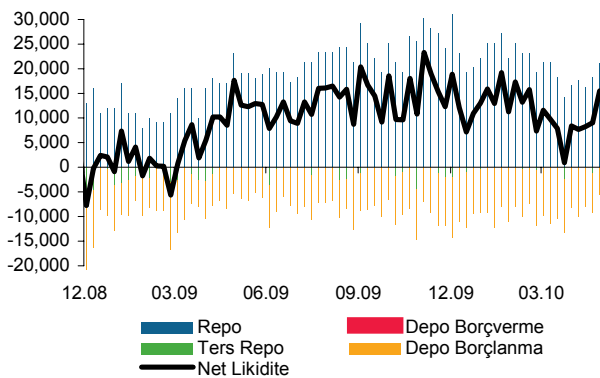
Kaynak: TCMB, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

Peki neydi bu ikinci adım, hatırlayalım... Merkez Bankası, Para Politikası Çıkış Stratejisi'nde, likidite açığının mevcut öngörüler çerçevesinde artması halinde, **teknik faiz ayarlamasının ikinci adımına** geçileceğini belirtmişti. İkinci adımda;

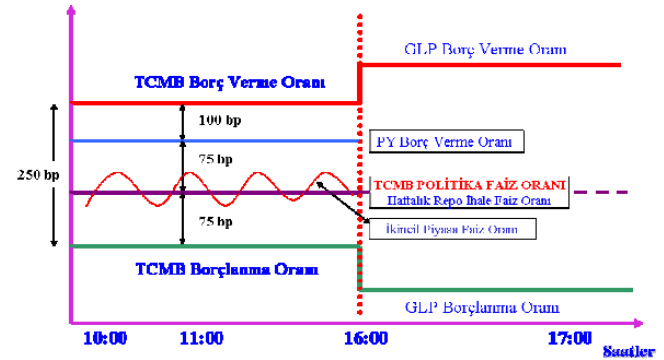
- Bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı ile gecelik vadeli işlemler için ilan edilen borçlanma faiz oranı arasındaki fark artırılabilir, ikincil piyasa gecelik faiz oranları ortalamasının bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı civarında oluşması hedeflenecekti.
- Bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı ile gecelik borçlanma faiz oranı arasındaki fark; Para Politikası Kurulu (Kurul) tarafından parasal sıkılaştırmanın gerekli görülmesi halinde politika faiz oranı niteliğindeki bir hafta vadeli repo ihale faiz oranının yükseltilmesi suretiyle artırılabilir gibi, Kurul tarafından politika faiz oranında herhangi bir değişikliğe gerek duyulmaması halinde, gecelik oranlarının, genellikle ilan edilen borçlanma faiz oranı düzeyinde oluşması sağlanacaktır. Zaman zaman ortaya çıkabilecek dalgalanmalarda ise gecelik faiz oranlarının ilan edilecek bir hafta vadeli repo ihale faiz oranının belirgin şekilde üzerine çıkmamasına özen gösterilecektir.

Bunu bir örnekle anlatmaya çalışırsak; diyelim ki teknik faiz ayarlama sürecinin ikinci aşamasına Haziran toplantısında geçilmesine karar verilmiş ve politika faizinde beklendiği gibi bir değişikliğe gidilmemiş olsun. **Bu durumda, TCMB gecelik borçlanma oranı % 6.50'den % 6.25'e, TCMB gecelik borç verme oranı ise ikisi arasındaki 250 baz puan farkın korunmasının beklenmesi nedeniyle, % 9.0'dan % 8.75'e indirilecektir.** TCMB politika faiz oranı, 1 hafta vadeli repo oranı olan % 7 olarak korunurken, **bu kararlar sonrasında ikincil para piyasasında (IMKB repo) gecelik faiz oranının % 7 civarında (tercihen altında) oluşmasına çalışılacaktır.** TCMB nezdindeki Bankalararası Para Piyasası'nın (BBP) ise, burada alt kotasyonun indirilmesi ve repoda geçen işlemlerde faizin yükselecek olması nedeniyle cazibesini kaybetmesi, bu durumun TCMB'ye borç vermeyi caydırıcı etkide bulunması beklenebilir. Bu gelişmenin iyi tarafı ise, bankaların birbirleriyle TL alışverişlerinin artması ve BBP'nin daha sağlıklı bir derinlik kazanması olacaktır. Buna karşılık, TCMB'nin aradan çekilmesinin gecelik faizdeki dalgalanmayı artırabilecek olması da unutulmamalıdır.

Merkez Bankası'nın Açık Piyasa İşlemleri (mn TL)



Teknik Faiz İkinci Adımında TCMB ve Gecelik İkincil Piyasa Faiz Oranları



Kaynak: TCMB, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

Merkez Bankası'nın 4 Haziran tarihli vaziyetine göre, toplam repo fonlaması 17.0 mlr TL, bankacılık sisteminin likidite açığı ise 10.7 mlr TL düzeyinde görünmektedir. Repo fonlamasının 6.4 mlr TL'lik kısmı ise BBP'de Banka tarafından geri çekilmektedir. Teknik faiz ayarlama sürecinin ikinci adımında bu yapının değişmesi, BBP'de likidite geri çekme gereğinin ortadan kalkması beklenmektedir. **TCMB'nin senaryosundan hareketle yaptığımız hesaplamalar, ikinci adımın likidite açığının 8 mlr TL'nin altında kalıcı olarak seyretmesi durumunda atılacağını düşündürmektedir. Likidite açığı daha**

Bankaların TL Likidite Görünümü (Mn TL)	
Kısa Vadeli Fonlama	41,465
Repo	44,192
TCMB Repo	16,711
Müşterilerle Repo	1,806
Yatırım Fonları	20,196
Bankalardan (net, yurtdışı dahil)	8,051
Para Piyasalarından Alacaklar (Net)	-10,778
TCMB Ters Repo	0
TCMB Depo Alım	-8,337
Tahvil Portföyü	225,835
KV Fonlama / Tahvil Portföyü	18.4%
KV Fonlama / Toplam Pasifler	7.2%

Not: Nisan sonu itibarıyla

Kaynak: BDDK, TCMB, Fortis Ekon.Araş.

yüksek seyredirken ikinci adımın atılması, gecelik faizlerin % 7 civarında daha geniş bir bantta dalgalanması riskini de beraberinde getirebilir.

Son olarak da, daha önce de değindiğimiz bankacılık sisteminin kısa vadeli fonlama kaynaklarına ilişkin genel görünümü (Bknz. Tablo) güncel verilerle bakmak istiyoruz. Bankalar, TCMB dışında repo yoluyla yaklaşık 20 mlr TL'yi yatırım fonlarından ve 1.8 mlr TL'yi ise müşterilerden sağlamaktadır. Nisan sonu itibarı ile, TCMB'den sağlanan fonlama dahil toplam 44 mlr TL'nin biraz üzerinde seyreden bu kısa vadeli fonlama, bankaların bono-tahvil portföylerinin % 18'lik kısmının bu yolla fonlandığını ve toplam pasifin % 7'sini temsil ettiğini göstermektedir.

Sonuç olarak, Merkez Bankası'nın Haziran toplantısında ekonomiye ilişkin önceki değerlendirmelerini büyük ölçüde korumasını beklerken, faizlere ilişkin sinyal cümlesinin Banka'ya esnek davranma imkanı vermeye devam edeceğini düşünmekteyiz. Teknik faiz ayarlaması sürecinde ikinci ve son aşamaya geçişte ise, piyasalarda belirsiz ve dalgalı sürecin devamı, Banka'nın likidite projeksiyonlarının gerçekleşmemesi gibi nedenlerle acele edilmemesi tercihi daha ağır basabilir. Bu esnada ise, kısa vadeli fonlamanın ve buradaki repo ağırlığının bankalar açısından önemli olmaya devam edeceği görülmektedir.

Önümüzdeki Haftanın Gündemi

- Bu hafta yurtiçinde izlenecek en önemli gelişmeler, Salı günü açıklanacak olan merkezi yönetim bütçesi ve işsizlik oranları ile Perşembe günkü Merkez Bankası faiz kararı olacak. Yurtdışında ise, Japonya'da Merkez Bankası'nın faiz kararı, ABD'de enflasyon oranları ile konut rakamları kritik olacakken, Almanya'da ZEW endeksi yakından izlenecek.

Türkiye'de Açıklanacak Veriler

Önem	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Fortis Tahmin (Konsensus)
Orta	Merk. Yön. Bütçesi FDF, May.	TL mln	15 Haz., 10:00	-
Yüksek	İşsizlik Oranı, Mart	%	15 Haz., 10:00	-
Orta	TÜİK Tüketici Güven Endeksi, May.	-	16 Haz., 10:00	-
Yüksek	PPK Faiz Kararı	baz puan	17 Haz., 19:00	değişim yok

Yurtdışında Açıklanacak Veriler

Önem	Ülke	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus
Orta	Almanya	ZEW Endeksi, Haz.	-	15 Haz., 12:00	45.1
Orta	ABD	NY Fed İmalat Sanayi Endeksi, Haz.	-	15 Haz., 15:30	20.0
Yüksek	Japonya	Merkez Bankası Faiz Kararı	%	15 Haz.	Değişim yok
Yüksek	ABD	İnşaat İzinleri, May.	mln	16 Haz., 15:30	0.62
Yüksek	ABD	Konut Başlangıçları, May.	mln	16 Haz., 15:30	0.65
Yüksek	ABD	Çekirdek ÜFE ve ÜFE, May.	% aylık	16 Haz., 15:30	0.1 & -0.4
Orta	ABD	Kapasite Kullanımı, May.	%	16 Haz., 16:15	74.3
Yüksek	ABD	Sanayi Üretimi, May.	% aylık	16 Haz., 16:15	0.7
Yüksek	ABD	Çekirdek TÜFE ve TÜFE, May.	% aylık	17 Haz., 15:30	0.1 & -0.1
Orta	ABD	Philadelphia Fed Endeksi, Haz.	-	17 Haz., 17:00	22.0

Makro ve Finansal Gösterge Tahminleri

Makro Ekonomik Görünüm 2009-2012

	2009	2010t	2011t	2012t
GSYİH (Mlr TL) (*)	954.0	1,087.6	1,196.9	1,310.1
GSYİH (Mlr US\$) (*)	616.6	715.6	776.4	834.6
GSYİH büyümesi (*)	-4.7	6.0	4.0	4.0
ÜFE (yıllık %)	5.9	5.0	5.0	5.0
TÜFE (yıllık %)	6.5	8.0	6.0	5.5
Dış Ticaret Dengesi (Mlr US\$)	-38.6	-61.2	-69.8	-70.4
İhracat (FOB, Bavul hariç)	102.2	104.9	122.9	142.7
İthalat (CIF, Altın dahil)	140.8	166.1	192.7	213.0
Cari İşlemler Dengesi (Mlr US\$)	-13.8	-34.2	-39.4	-36.9
Cari İşlemler Dengesi / GSYİH (%)	-2.2	-4.8	-5.1	-4.4

(*) 2010 değerleri tahminidir.

Finansal Göstergelere İlişkin Tahminler

	11 Haziran	1Ay	3Ay	6Ay	12Ay	2010	2011
USD/TL	1.5889	1.5800	1.5300	1.5300	1.5500	1.5300	1.5600
EUR/TL	1.9142	1.9300	1.9400	1.9900	2.0900	1.9900	2.1500
Döviz Sepeti	3.5031	3.5100	3.4700	3.5200	3.6400	3.5200	3.7100
EUR/USD	1.2047	1.2215	1.2680	1.3007	1.3484	1.3007	1.3782
Politika Faizi	7.00%	7.00%	7.00%	7.50%	9.50%	8.00%	9.50%
Gösterge Tahvil	8.80%	8.80%	9.00%	9.80%	11.00%	10.00%	11.00%

Fortis Bank S.A./N.V. Montagne du Parc 3 B-1000 Brussels Belçika Tel: +32 2 565 11 11	Fortis Bank Avusturya Euro Plaza/D Wienbergstrasse 41 1120 Vienna Avusturya Tel: +43 1 81 10 43 81 85	Fortis Bank Çek Cumhuriyeti Myslbek Building Ovocny Trh 8 117 19 Prague 1 Çek Cumhuriyeti Tel: +420 225 43 60 10	Fortis Bank Danimarka Gothersgade 49 3. 1123 Copenhagen Danimarka Tel: +45 32 71 19 09
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 Yunanistan Sygrou Ave 166 17671 Athens Yunanistan Tel: +30 21 09 54 43 70	Fortis Bank Hong Kong 27/F, Fortis Bank Tower 77-79 Gloucester Road Hong Kong Tel: +852 28 23 04 56
Fortis Bank Macaristan Deak Ferenc 15 1052 Budapest Macaristan Tel: +36 14 83 81 09	Fortis Bank İtalya Via Comaggia 10 I-20123 Milano İtalya Tel: +39 02 57 53 24 61	BGL 50, avenue J.F. Kennedy L-2951 Luxemburg Luxemburg Tel: +352 42 421	Fortis Bank Norveç Haakon VII's gate 10 0161 Oslo Norveç Tel: +47 23 11 49 50
Fortis Bank Polska 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	Fortis Bank İspanya Serrano 73 28006 Madrid İspanya Tel: +34 91 436 56 00
Fortis Bank Romanya Tipografilor 11 -15 013714 Bucharest Romanya Tel: +40 21 401 17 02	Fortis Bank İsveç Birger Jarlsgatan 25 10396 Stockholm İsveç Tel: +46 8 505 375 59	Fortis Bank İsviçre Rennweg 57 8021 Zurich İsviçre Tel: +41 58 322 09 70	Fortis Bank Türkiye Yıldız Posta Caddesi, No: 54, Gayrettepe, 34353, İstanbul, Türkiye Tel: +90 212 318 38 38
Fortis Bank İngiltere 5 Aldermanbury Square EC2V 7HR London İngiltere Tel: +44 20 32 96 80 00	Fortis Bank ABD 520 Madison Avenue, 3 rd Floor New York, NY 10022 ABD Tel: +1 212 418 87 00		

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.