

# Makroskop

19 - 25 Temmuz 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

### Faizlerin Yükseklik Korkusu...

İkinci bir dip anlamına gelmeyeceğini düşünsek de, Dünya ekonomisinin Avrupa kaynaklı bir yavaşlama yaşayacağı konusunda daha belirgin sinyaller gelmesinin en önemli yansıması faizler üzerinde gözlenmektedir. Bütçe tedbirlerinin hayata geçmeye başlaması ile ekonomik toparlanmanın desteklenmesi, para politikasına yani düşük faizlere daha çok bağlı hale gelmiştir. Bu da Merkez Bankalarının beklendiğinden daha geç faiz artırmaları anlamına gelecek gibi durmaktadır. Bunun yanında, yabancı yatırımcıların son yıllarda tahvil stoku içerisindeki paylarının çok düşük seviyelere geldiği görülürken, işlerin normalleşme yolunda ilerlemesi ile bu oranın yükselmesini yüksek ihtimal olarak görüyoruz. Bu da uzun vadeli faizlerdeki aşağı yönlü baskıyı devam ettirecek bir unsur olacak gibi görünmektedir. Bu hafta faizler açısından inceleyeceğimiz bir başka konu da Hazine'nin finansman programındaki rahatlatıcı görünümdür.

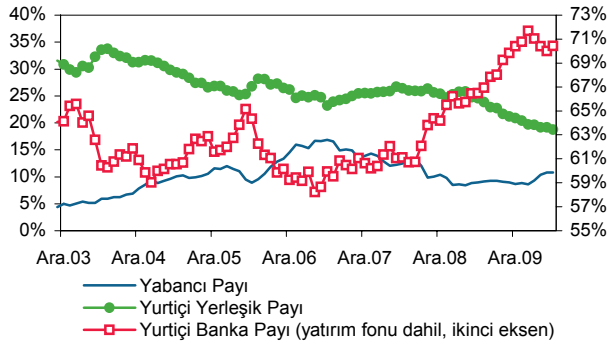
Artan borç stokları ile bütçeden ekonomilere yapılan destek konusunda imkanlar, geçen senelerde sonuna kadar kullanılmış, artık borç krizlerine yol açmamak için bütçe tedbirlerinin yavaş yavaş hayata geçirilmesi gerektiği ortaya çıkmıştır. Son G20 toplantısının sonuç bildirgesinde, 2013 yılına kadar bütçe açıklarının yarıya inmesi ve 2016'da borçların GSYH'ya oranının stabilize olmasını sağlayacak mali planların hayata geçmesi yönünde bir mesaj ilk defa yer almıştı. Mali tarafın kademeli olarak sıkılaştırılacak olmasına rağmen, henüz ekonomik toparlanmanın güç kazanamamış olması sebebiyle, bir şekilde desteğin devam etmesi ihtiyacı vardır. Bu da, önümüzdeki dönemde para politikalarının desteğine, daha fazla ihtiyaç duyulacağı anlamına gelmektedir. Bu da **faizlerin daha uzun süre düşük seviyelerde tutulması, ekonomide ikna edici toparlanma sinyalleri görülmeden de artırılmaması veya enflasyonda kıpırdanma durumunda çok temkinli artırılması anlamına gelecektir.**

Buna gösterge olarak, vadeli işlemlerde FED'in 2011 yılı sonu için faiz tahminleri Nisan sonunda % 1.75-2.00 arasında seyrederken, son dönemde % 0.75 civarına kadar gerilemiştir. Aynı şekilde, Euro Bölgesinde 3 aylık para piyasası faizlerine yönelik beklentiler de % 2 civarından % 1.25-1.50 aralığına gerilemiştir. Gelişmiş ülkelerdeki faiz beklentilerinin bu şekilde değişmesi, diğer ülkeler açısından da sinyal niteliği taşıyacak ve bütün dünyadaki merkez bankalarının faiz artırımlarını ertelemelerini getirecek bir başka etmen olacaktır. **Şunu unutmamak gereklidir ki az veya çok krizden ekonomileri etkilenmiş bütün ülkelerin, özellikle de gelişmekte olan ülkelerin son isteyecekleri şey kurlarının değerlendirilerek, zaten küçülmüş olan dünya ticaretinden daha az pay almaları olacaktır. Bu açıdan da faizlerini erken artıracak ülkelerin kurları değerlendirileceği için aslında enflasyonunu, beklenti yönetimi ve diğer ekonomik reformlarla kontrol altında tutup geç faiz artıran ülkeler, bu açıdan da kazançta olacaklardır.** Yani düşük faiz, hem kredi büyümesi ile iç talebi canlandıracak, hem de kurların değerlendirilmesinin önüne geçerek dış ticaret rekabetini güçlendirecektir. Bizce gündemi meşgul eden kur tartışmasının

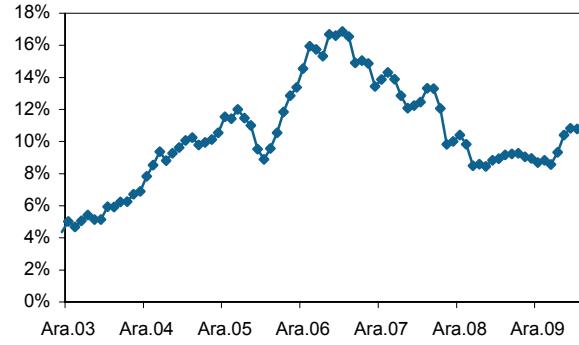
orta-uzun vade açısından en doğru çözümü buradan, yani enflasyonu kontrol altında tutacak ve ekonomik temelleri güçlendirecek reformlardan geçmektedir. Buna karşın, temel reformlardan biri olan mali kuralın yasalaşmasının Ekim ayına kalması, bu konudaki kararlılık konusunda iyi bir sinyal vermemiştir.

Kısa vadeli faizlerdeki bu görünüm, sabit getirili menkul kıymetleri, yani tahvilleri daha cazip kılmakta ve tarihsel olarak düşük olan faiz seviyelerinden bile ilginin korunmasını getirmektedir. Bu doğrultuda son dönemde özellikle yabancı yatırımcıların Türk tahvillerine ilgilerini artırmaya başladıkları izlenmektedir. Aslında Şubat ayından itibaren yabancı yatırımcıların tahvil alımlarını hızlandırdıkları ve 9 Temmuz'a kadar 6.2 milyar dolarlık net alım yaptıkları görülmektedir. Bu doğrultuda, yabancı yatırımcıların toplam tahvil piyasasındaki payları, Şubat ayındaki % 8.6'dan, Haziran sonunda % 10.8'e kadar çıkmıştır. Ancak yabancıların piyasa payları, 2007 yılında % 16.9 ile zirve yapmıştı. Bu seviyelere doğru bir dönüş olması durumunda, mevcut iç borç stoku ile yabancıların tahvil portföylerinin 15 milyar dolara yakın artması gerekecektir. Böylesi bir girişi kısa vadede beklemesek de bu durum, yabancı fonların Türkiye portföylerini artırmaları konusunda yerlerinin olduğunu düşündürmektedir.

Devlet Tahvillerinde Yatırımcı Payları



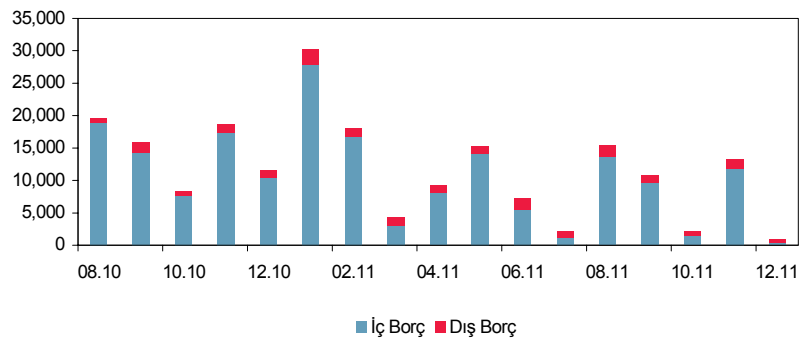
Devlet Tahvillerinde Yabancı Yatırımcı Payı



Kaynak: TCMB, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

Birçok ülkede endişe kaynağı olan, hatta son günlerde 6 aylık çok kısa vadeli hazine bonusu ihalesine gelen yüksek teklifle sevinilen Yunanistan'ın aksine, Türkiye'de borçlanma uzun süredir sorun olmaktan çıkmıştır. Geçtiğimiz sene iç borç çevirme oranının % 100'ü aşması ile kısa süreli tedirginlikler yaşanırken, kalıcı bir borçlanma sorunu, yurtiçi bankaların da yüksek talebi ile hiçbir dönemde yaşanmamıştır. Hatta bu piyasada iplerin, arzı kontrol eden Hazine'nin elinde olduğunu söylemek çok da abartılı olmayacaktır. Bu sene için % 99'luk yine yüksek bir iç borç çevirme projeksiyonu ile yıla başlayan Hazine ise, bütçede vergi gelirlerinin ekonomik toparlanmaya paralel iyi seyretmesi ile bu hedefinden daha düşük bir borçlanma ile yılı tamamlayabilecek gibi durmaktadır. Bizim tahminimize göre bu yıl iç borç çevirme oranı % 92 civarında kalacaktır. 2006-2008 arasındaki ortalama % 75'lik borç çevirme oranı ile karşılaştırıldığında bu rakam hala yüksek gibi görünse de, tahvil faizleri üzerinde aşağı yönlü baskının devam etmesi açısından yeterli gibi durmaktadır. Bizim hesaplamalarımıza göre Hazine, bu yılın ilk yarısında % 87'lik bir iç borç çevirme

Hazine'nin Kesinleşmiş Toplam Finansman İhtiyacı



Kaynak: Hazine, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

rasyosu ile borçlanmıştır ve yılın ikinci yarısında da bu oranı % 99 civarına yükseltmesi, yılın tamamı için öngördüğümüz oranı tutturması için gerekli olacaktır. Sadece piyasa aktivitesine baktığımızda da, geçen senenin % 114'lük borç çevirme oranına karşılık, yılın ilk yarısında bu oran % 92'ye gerilemiştir. Ancak yılın tamamı için gerekli olduğunu düşündüğümüz % 97'lik piyasadan borçlanma oranını yakalamak için yılın ikinci yarısında % 102 ile Hazine, itfasının üzerinde borçlanmaya gitmesi gerekecektir. Yine de borçlanma ihtiyacındaki bu yükselişin, piyasada artan taleple rahatlıkla karşılanacağını ve faizler üzerinde belirgin bir baskı oluşturmayacağını düşünüyoruz.

#### Hazine Finansman Programı

(Milyar TL)	2009 (G)	2010 (H)	2010 Fortis Tahminleri		
			Ocak-Haz.	Tem.-Ara.	Ocak-Ara.
<b>Toplam Borç Servisi</b>	<b>148.9</b>	<b>200.3</b>	<b>105.5</b>	<b>87.8</b>	<b>193.3</b>
İç Borç Servisi	134.2	182.6	95.6	81.1	176.7
<i>Piyasaya</i>	<i>111.0</i>	<i>153.6</i>	<i>74.6</i>	<i>72.6</i>	<i>147.2</i>
<i>Kamuya</i>	<i>23.2</i>	<i>29.0</i>	<i>21.0</i>	<i>8.5</i>	<i>29.5</i>
Dış Borç Servisi	14.6	17.7	9.9	6.7	16.6
<b>Kaynaklar ve Dış Borçlanma</b>	<b>148.9</b>	<b>200.3</b>	<b>105.5</b>	<b>87.8</b>	<b>193.3</b>
<b>Borçlanma Dışı Kaynaklar</b>	<b>4.8</b>	<b>5.0</b>	<b>8.4</b>	<b>8.8</b>	<b>17.2</b>
Faiz Dışı Fazla	-4.5	-4.3	4.7	7.0	11.7
Devirli/Garantili Borç Geri Dönüş	0.8	8.7	0.6	0.4	1.0
Diğer	8.5	0.6	3.1	1.4	4.5
<b>Toplam Borçlanma</b>	<b>150.2</b>	<b>195.3</b>	<b>92.9</b>	<b>83.2</b>	<b>176.1</b>
Dış Borçlanma	11.3	13.7	9.6	3.4	13.0
İç Borçlanma	138.9	181.6	83.3	79.8	163.1
<i>Piyasadan</i>	<i>126.1</i>	<i>-</i>	<i>68.8</i>	<i>74.0</i>	<i>142.7</i>
<i>Kamudan</i>	<i>12.8</i>	<i>-</i>	<i>14.5</i>	<i>5.9</i>	<i>20.4</i>
<b>Kasa/Banka Değişimi</b>	<b>-6.9</b>	<b>0.0</b>	<b>4.2</b>	<b>-4.2</b>	<b>0.0</b>
<b>İç Borç Çevirme Oranı</b>	<b>104%</b>	<b>99%</b>	<b>87%</b>	<b>99%</b>	<b>92%</b>
<b>Piyasa İç Borç Çevirme Oranı</b>	<b>114%</b>	<b>-</b>	<b>92%</b>	<b>102%</b>	<b>97%</b>

Kaynak: Hazine, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

(G)-Gerçekleşme (H)-Hazine Programı

Sonuç olarak, global ekonomik görünümünün parasal sıkılaştırmayı geciktirecek olmasının yanında, arz ve talep taraflarında da uzun vadeli faizlerin düşük seyretmesini destekleyecek dinamiklere dikkat etmek gerekmektedir. Merkez Bankası son PPK toplantısında bu gelişmelere dikkat çekmiştir. Önceden dış talebe ilişkin olarak 'belirsizlikler' olduğunu belirtirken, bu sefer kısmi bir yavaşlama olacağı yönünde daha emin ifadeler kullanmıştır. Ayrıca küresel ekonomiye ilişkin risklerin önemini koruduğu yönünde bir ifade nota eklenmiştir. Biz de bu görünüm altında, bu yıl faiz artırımını olmayacağı ve önümüzdeki sene 200 baz puanlık artış olacağı yönündeki beklentimizi koruyoruz. Artırımların başlama tarihi, önümüzdeki dönemde gıda, enerji fiyatları gibi dışsal koşullardaki gelişmelere ve global ekonomik yavaşlamanın ne kadar etkili olacağına bağlı olacaktır.

## Önümüzdeki Haftanın Gündemi

Bu hafta yurtiçinde sakin bir veri gündemi var. Perşembe günü Merkez Bankası'nın yayınlacağı Temmuz ayı ikinci beklenti anketi gündemdeki tek önemli açıklama olarak görünüyor. Piyasalar genel olarak yurtdışındaki şirket bilançolarına odaklanacak. Ayrıca, ABD'de konut sektörü verileri, Euro Bölgesinde ise imalat ve hizmet sektörü öncü PMI endeksleri önemli olacak. Bu hafta ABD'de bilançolarını açıklayacak olan bazı önemli şirketler ve hisse başına kar beklentileri ise şöyle: IBM (\$2.57) Pazartesi günü, Apple (\$3.08), Goldman Sachs (\$2.53) ve Johnson & Johnson (\$1.22), Pepsi (\$1.09) Salı günü, Coca-Cola (\$1.02) ve US Bancorp (\$0.38), Wells Fargo (\$0.49) Çarşamba günü, Microsoft (\$0.46), American Express (\$0.76) Perşembe günü açıklanıyor.

### Türkiye'de Açıklanacak Veriler

Önem	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Fortis Tahmin (Konsensus)
Yüksek	MB Beklenti Anketi, Tem. II.	-	22 Tem., 16:30	-

### Yurtdışında Açıklanacak Veriler

Önem	Ülke	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus
Yüksek	ABD	İnşaat İzinleri, Haz.	mln	20 Tem., 15:30	0.57
Yüksek	ABD	Konut Başlangıçları, Haz.	mln	20 Tem., 15:30	0.57
Yüksek	Euro Bölgesi	İmalat San. Öncü PMI Endeksi, Tem.	-	22 Tem., 10:58	55.3
Yüksek	Euro Bölgesi	Hizmet Sek. Öncü PMI Endeksi, Tem.	-	22 Tem., 10:58	55.2
Yüksek	ABD	İkinci El Konut Satışları, Haz.	mln	22 Tem., 17:00	5.3
Orta	Almanya	Ifo İş Ortamı Endeksi, Tem.	-	23 Tem., 11:00	101.6

## Makro ve Finansal Gösterge Tahminleri

### Makro Ekonomik Görünüm 2009-2012

	2009	2010t	2011t	2012t
GSYİH (Mlr TL)	954.0	1,095.5	1,203.7	1,317.6
GSYİH (Mlr US\$)	616.6	716.0	779.1	839.3
GSYİH büyümesi	-4.7	7.0	4.0	4.0
ÜFE ( yıllık %)	5.9	5.0	5.0	5.0
TÜFE ( yıllık %)	6.5	7.2	6.0	5.5
Dış Ticaret Dengesi (Mlr US\$)	-38.6	-64.2	-72.9	-74.2
İhracat (FOB, Bavul hariç)	102.2	103.3	117.8	140.1
İthalat (CIF, Altın dahil)	140.8	167.6	190.8	214.3
Cari İşlemler Dengesi (Mlr US\$)	-13.8	-37.1	-42.5	-40.6
Cari İşlemler Dengesi / GSYİH (%)	-2.2	-5.2	-5.5	-4.8

### Finansal Göstergelere İlişkin Tahminler

	16 Temmuz	1Ay	3Ay	6Ay	12Ay	2010	2011
USD/TL	1.5316	1.5500	1.5500	1.5400	1.5500	1.5500	1.5600
EUR/TL	1.9601	1.9800	1.9700	1.9700	2.0400	1.9700	2.1100
Döviz Sepeti	3.4917	3.5300	3.5200	3.5100	3.5900	3.5200	3.6700
EUR/USD	1.2798	1.2800	1.2700	1.2767	1.3167	1.2700	1.3500
Politika Faizi	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	8.00%	7.00%	9.00%
Gösterge Tahvil	8.40%	8.50%	8.90%	9.50%	10.30%	9.20%	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 <sup>rd</sup> 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.