

Makroskop

9 - 15 Ağustos 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

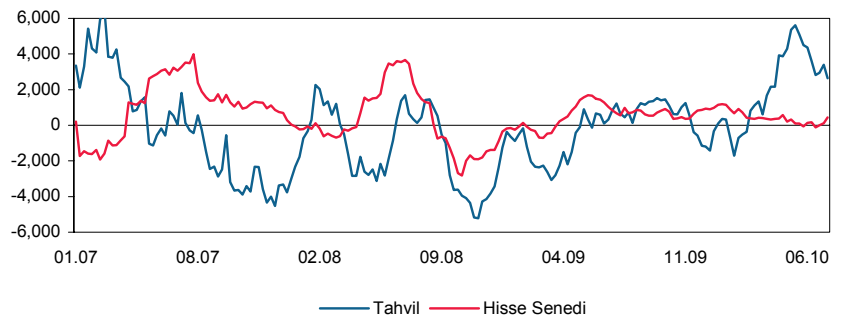
Nilüfer Sezgin (Yönetici Yrd.)
Tel: 0212 318 37 90
Email: nilufer.s@fortis.com.tr

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

Rezervlere Rezervasyon...

Merkez Bankası, son dönemde küresel finansal piyasalardaki gelişmeler nedeniyle diğer gelişmekte olan ülkelerle birlikte, ülkemize yönelik sermaye girişlerinin de daha istikrarlı bir şekilde güçlendiğini bildirmiştir. Bu doğrultuda, rezerv birikiminin hızlandırılması amacıyla günlük döviz alım ihaleleri tutarın artırılmasına karar vermiştir. Zaten Banka da bir süredir bu yönde bir karar alabilmesine yönelik değerlendirmelerin devam ettiğini belirtiyordu. Aslında kısa vadeli sermaye girişlerindeki güçlenme yılın ilk aylarından itibaren cari açık verilerinden gözlenen ve finansmanda kalite düşüşü olarak nitelendirdiğimiz bir gelişmeydi. Yılın ilk beş ayında yurtdışı yerleşiklerin portföy yatırımlarının izlendiği kalemlerde kümülatif 11.6 mlr dolar artış gözlenmiş, bunun yaklaşık yarısını hisse senedi ve tahvil alımları oluştururken kalanı ise swap işlemleriyle ilişkili olduğunu düşündüğümüz mevduat artışı şeklinde olmuştu. Daha güncel verileri de içeren Merkez Bankası'nın Yurtdışı Yerleşiklerin Menkul Değer Hareketleri verileri ise, Temmuz sonu itibarı ile bu yıl kümülatif tahvil alımlarının 7 mlr dolara hisse senedi alımlarının ise 1.3 mlr dolara ulaştığını göstermekteydi. Bunun 2.6 mlr dolarlık kısmı ise son 7 hafta içinde gerçekleşmişti. Elbette bu tür sermaye akımları küresel risk iştahındaki ani değişimlerin olumsuz etkisine açıktır ancak hem bu akımların uzunca bir süredir istikrarlı olarak devam ediyor olması hem de son dönemde daha da güçlenme sinyali vermesi bu yöndeki kararın alınmasını kolaylaştırdı. Bu kararı belki de ikinci çeyrekte alınabileceksen geciktiren ise bankalarda döviz likiditesinin azalması olmuştu. Zira, Nisan-Haziran döneminde döviz tevdiat hesaplarında (DTH) görülen sert düşüş bankaların yurtdışına plasmanlarını da olumsuz etkilemişti. Bu esnada DTH faizlerinde artış gözlenirken, bankaların döviz likiditesi sağlamak için çapraz kur swap işlemlerine yönelmesi de TL cinsli swap faizlerini belirgin olarak aşağı çekmişti. Bu durumun Haziran ortasından itibaren terse döndüğü ve döviz likiditesinin Nisan seviyelerinin bile üzerine çıktığı ise izlenmekte. Bu nedenle, TCMB döviz likiditesini azaltma yönünde etkileyebilecek iki kararı (döviz zorunlu karşılıklarının artması ve döviz alım ihalelerinde miktar artışı) ardı ardına alabildi.

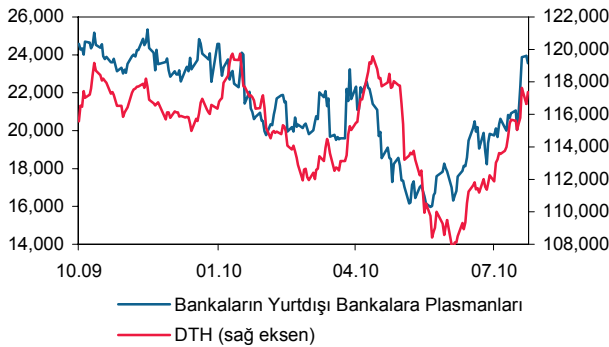
Yurtdışı Yerleşiklerin Mülkiyetindeki Menkul Değerler (12 haftalık kümülatif akım, mn US\$)



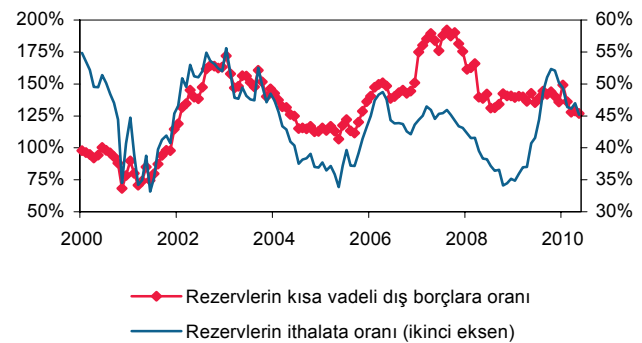
Döviz alım ihalelerinde miktar artırımına gerekçe olarak gösterilen döviz rezervlerinin artırılması ise TCMB'nin küresel likiditenin bollaştığı 2002 yılından beri uyguladığı bir stratejik karardır. Aslında bu stratejiyi başta Asya ülkelerinin olmak üzere bir çok Merkez Bankası uygulamış, sonuçta rezerv para olması nedeniyle ABD Doları cinsi tahvil alımı getirerek ABD ekonomisinin çok yüksek cari açık seviyelerini uzun süre sürdürübilmesini getirmişti. Bu doğrultuda, 2002 yılı başında 21.6 mlr dolar düzeyinde olan resmi rezervlerin bu yıl Haziran sonunda 75.6 mlr dolara ulaştığı izlenmektedir. Bu değerler rezervlerin geçen sürede milli gelire oranla % 9.3 seviyesinden ancak % 10.5'e çıkarılabildiğini yansıtmaktadır. **Türkiye bu döviz rezervi seviyesiyle Dünyada 20. sırayı almakta, GSYH büyüklüğü olarak elde ettiği 17. sıranın ise gerisinde kaldığı gözlenmektedir.** IMF'nin COFER olarak bilinen dünya genelinde toplam döviz rezervlerine ilişkin veri tabanı ilk çeyrek sonunda toplam rezervlerin 8.3 trln dolar düzeyinde olduğunu, bunun % 61.5'lik kısmının ABD Doları % 27.2'lik kısmının ise Euro cinsi tutulduğunu göstermektedir. Rezervleri en yüksek üç ülke sırası ile, Çin (2.5 trln dolar), Japonya (1.0 trln dolar) ve Rusya (0.5 trln dolar) olarak bilinirken, Brezilya'nın 257 mlr dolar (GSYH'nın % 16'sı) rezervle 8. sırayı aldığı izlenmektedir.

Gerek milli gelire göre kıyaslamalar gerekse daha anlamlı olan dış yükümlülükler göre yapılan aşağıda verdiğimiz oranlamalar, hele ki bu rezervin yaklaşık 11 mlr dolarlık kısmının yurtdışında yerleşik Türk işçilerine ait KMDTH olarak bilinen mevduatlar olduğu da dikkate alındığında, Türkiye'nin döviz rezervlerini yükseltmesi gereğini ortaya koymaktadır. **Rezervlerin ithalata ve kısa vadeli dış borçlara oranı, her ne kadar literatürde yeterli olarak kabul edilen 4-6 aylık ithalatı ve bir yıllık dönemde vadesi gelecek olan döviz cinsi dış ve iç borç anapara ve faiz ödemelerini karşılama eşiklerinin üzerinde de olsa, 2000-2010 döneminde gözlenen en iyi seviyelerin uzağında bulunmaktadır.** Rezervlerin ithal edilen mal ve hizmetlere oranı, ülkenin dış pazarlardan ihtiyaç duyduğu girdileri ne kadarlık bir süre için herhangi bir dış desteğe bağlı kalmaksızın temin edebileceğini göstermektedir. Rezervlerin kısa vadeli dış borçlara oranı ise, ülkenin uluslararası sermaye piyasasından borçlanmadan veya borçlanma imkanını kullanamaması durumunda kısa vadeli borçlarının ne kadarlık bölümünün geri ödemesini gerçekleştirebileceğini ifade etmektedir. Her iki oranın da yüksek olması, özellikle dış borcu yüksek olan ülkelerin uluslararası piyasalardan borçlanırken ödemek zorunda kalacağı risk primini, dolayısıyla borçlanma maliyetini düşürmektedir. (Daha fazla bilgi için Bknz. TCMB'de Döviz Rezervleri Yönetimi, Ağustos 2005)

Bankalarda Döviz Likiditesi ve DTH Hacmi (mn US\$)



Merkez Bankası Döviz Rezervlerine İlişkin Bazı Oranlar



Kaynak: TCMB, BDDK, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

Öte yandan, TCMB nezdindeki döviz rezervlerinin mevcut yapısına ilişkin daha fazla ayrıntı ise, **Uluslararası Rezervler ve Döviz Likiditesi** (<http://www.tcmb.gov.tr/odemedenge/rezerv/rezerv.html>) aylık verilerinden bulunabilir. **Ayrıntılardan gözlediğimiz önemli bir nokta, önümüzdeki bir yıl içinde beklenen döviz akımlarının da döviz rezervlerinin artması gerektiğine işaret etmesidir.** Zira, Merkez Bankası döviz kredileri, menkul kıymetler ve mevduata ait önümüzdeki bir yıl içinde beklenen anapara ve faiz ödemesi

kaynaklı döviz çıkışını 21.7 mlr dolar olarak vermektedir. Bunların önemli bir kısmı yenilenecek olsa da, bu yüklü akım tablosu döviz rezervlerini mevcut seviyede tutmak için bile döviz alım ihalelerinin düzenli gerçekleşmesine ihtiyaç olduğunu düşündürmektedir.

Sonuç olarak, bu yıl cari açığın finansmanında öne çıkan sermaye girişlerinin son dönemde daha da güçlenmesi ve bankacılık sisteminde döviz likiditesinin tekrar normale dönmesi, Merkez Bankası'nı rezerv birikimini hızlandırma amacıyla döviz alımlarını artırmaya yöneltmiştir. Döviz cinsi zorunlu karşılıklarda artırımla birlikte düşünüldüğünde miktar yönünde gerçekleşen bu müdahaleler, Banka'nın döviz kuru fiyat oluşumuna karışmama prensibiyle de uyumlu görünmektedir. Döviz rezervleri 2001 krizi sonrası hızlı bir artış eğilimine girmiş ve bugüne gelindiğinde neredeyse dörde katlanmıştır. Ancak farklı kriterlere göre yapılan kıyaslamalar ve beklenen döviz çıkışlarının yansıttığı tablo, rezerv birikimi stratejik kararının daha uzun süreler uygulanması gereğine işaret etmektedir.

Önümüzdeki Haftanın Gündemi

▪ Bu hafta yurtiçinde Pazartesi günü yayınlanacak olan sanayi üretimi en kritik veri konumundadır. Aynı gün Hazine'nin nakit dengesi ile Temmuz ayına ait mali görünümü izlerken, Çarşamba günü de ödemeler dengesi ile Haziran ayına ait dış dengeyi izleyeceğiz. Bu arada, Hazine 10 Ağustos'ta 10 yıl vadeli TÜFE'ye endeksli tahvili yeniden ihraç edecek. Yurtdışında ise ABD'de Fed faiz kararı kritik olacak. Yine ABD'de perakende satışlar, enflasyon ve tüketici güveni gibi veriler de piyasaların seyrinde etkili olabilir. Euro Bölgesi'nde ise 2. çeyrek büyüme verisi izlenecek.

Türkiye'de Açıklanacak Veriler

Önem	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Fortis Tahmin (Konsensus)
Yüksek	Sanayi Üretimi, Haz.	% yıllık	9 Ağu., 10:00	10.0 (10.1)
Orta	Nakit Bazlı FDF, Tem.	TL mln	9 Ağu., 17:00	2,300
Orta	CNBC-e Tüketim Endeksi, Tem.	-	10 Ağu., 9:45	-
Yüksek	Cari Açık, Haz.	US\$ mln	11 Ağu., 10:00	3,500 (3,600)

Yurtdışında Açıklanacak Veriler

Önem	Ülke	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus
Yüksek	ABD	Fed Faiz Kararı	baz puan	10 Ağu., 21:15	değ. yok
Orta	Japonya	BoJ Faiz Kararı	%	10 Ağu.	değ. yok
Orta	ABD	Dış Ticaret Dengesi, Haz.	US\$ mlr	11 Ağu., 15:30	-42.5
Yüksek	Euro Bölgesi	Büyüme (ilk veri), 2Ç	% yıllık	13 Ağu., 12:00	1.5
Yüksek	ABD	Çekirdek TÜFE ve TÜFE, Tem.	% aylık	13 Ağu., 15:30	0.2 & 0.3
Yüksek	ABD	Perak.Satış.Top. & Oto.Hariç, Tem.	% aylık	13 Ağu., 15:30	0.4 & 0.3
Orta	ABD	Michigan Tüketici Güv. End., Ağu.	-	13 Ağu., 16:55	68.0

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

	6 Ağustos	1Ay	3Ay	6Ay	12Ay	2010	2011
USD/TL	1.4952	1.5200	1.5300	1.5400	1.5500	1.5500	1.5600
EUR/TL	1.9713	1.9600	1.9700	1.9700	2.0400	1.9700	2.1100
Döviz Sepeti	3.4665	3.4800	3.5000	3.5100	3.5900	3.5200	3.6700
EUR/USD	1.3184	1.2900	1.2800	1.2800	1.3200	1.2700	1.3500
Politika Faizi	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	8.00%	7.00%	9.00%
Gösterge Tahvil	8.40%	8.30%	8.70%	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 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.