

# Ekonomik Görünüm ve Piyasa Beklentileri

## Aylık Güncelleme

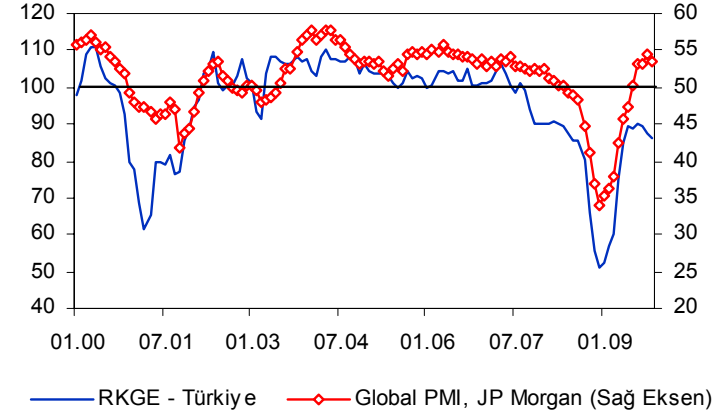


# Ekonomik Görünüm

# Küresel Toparlanmanın Gücüne Yönelik Riskler Devam Ediyor...

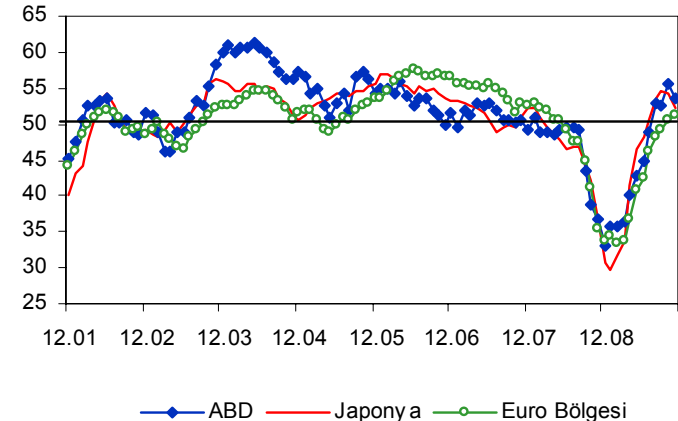
- Yaklaşmakta olan 2010 yılı, birçokları için eski güzel günlere dönüşün iyice belirginleştiği bir dönem olması umutları ile ağır bir yük taşımaktadır. Bu düşüncelere göre, finans sektöründeki problemlerin sona gelmesi ile en geç 2010'un ikinci yarısında ekonomik büyüme daha sağlam temellere oturacak ve bu doğrultuda da merkez bankaları faizleri artırmak zorunda bile kalacaktır. Bütün dünyada para politikasının aşırı gevşek olması sebebiyle, küçük bir toparlanmanın bile faizlerde bir miktar artışı gerektireceğini düşünsek de, ekonomik toparlanmanın gücü konusunda aynı iyimserlikle 2010 yılına bakamıyoruz.
- Büyüme açısından 2009 başında çizdiğimiz orta vadeli çerçeve, küçük revizyonlarla halen geçerliliğini korumaktadır. Ekonomik toparlanmanın global olarak dibi geniş bir U şeklinde olmaya devam ettiği, Dünya'da açıklanan sanayi üretim verilerinde de görülmektedir. IMF tahminlerine göre global büyüme hızı %3.1 ile 2008'in hafif üzerinde yer alacaktır ancak bu rakam 2004-2007 ortalaması olan % 4.9'un altında kalacaktır.
- Son yayınlanan öncü göstergelere bakarsak, Global PMI üretim endeksi, Kasım ayında 2.6 puanlık sert bir düşüşle 51.6 oldu. Yeni siparişlere yönelik beklentilerin olumlu kalmaya devam etmesi, endeksteki bu düşüşün geçici olacağını düşündürdü. ABD ve Japonya'nın PMI imalat sanayi endekslerinin 2 puan civarında gerileyerek 53.6 ve 52.3'e düştüğü görülmektedir. Diğer taraftan, Euro Bölgesi endeksi, 0.5 puan daha yükselmiş ve 51.2 ile ikinci ayda da 50 seviyesinin üzerinde kalmıştır. Özellikle Euro Bölgesinde görünümün düzelmesi, Türkiye açısından da olumludur.

## Türkiye ve Global Ekonomik Aktivite



Not: RKGE (Reel Kesim Güven Endeksi) ve PMI (Satınalma Yöneticileri Endeksi) reel kesim yöneticileri arasında yapılan beklenti anketine verilen cevaplardan derlenir ve ekonomik aktivitenin yakın gelecekteki gelişimini öncüler. RKGE için 100'ün, PMI endeksi için 50'nin üzerindeki değerler büyümeye, altındaki değerler ise daralmaya işaret eder. RKGE'nin 2007 değerlerini, 2006 veri seti ile uyumlu hale getirerek, eski seriye ekledik.

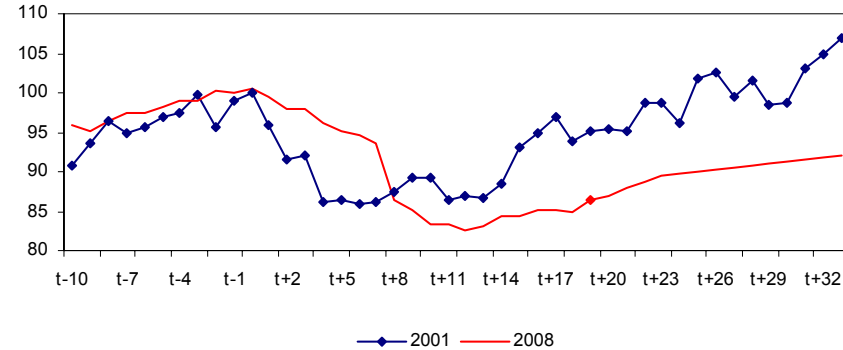
## Japonya, ABD ve Euro Bölgesi PMI Endeksleri



# Türkiye'nin Büyüme Hızı Genel Eğilimden Zayıf Olabilir...

- Yurtiçine dönersek önümüzdeki dönem açısından gösterge olan global PMI endeksi yükselirken, Türkiye'nin endeksi son 4 aydır gerilemektedir. Bu da Türkiye'deki büyüme hızının dünyadaki eğilimlere göre daha zayıf kalması ihtimali olduğunu göstermektedir.
- Son açıklanan sanayi üretim endeksi Ekim ayında % 6.5 yıllık artış göstermiş ve % 2.1 düşüş bekleyen piyasalara (bizim beklentimiz % 2.5 artışı) sürpriz yapmıştır. Burada geçtiğimiz yılın zayıf baz etkisi ve bu sene daha fazla işgünü olması etkili olmuştur.

**Kriz Dönemlerinde Sanayi Üretim Endeksi (Mart 2008 (Krizin başlangıcı) = 100)**



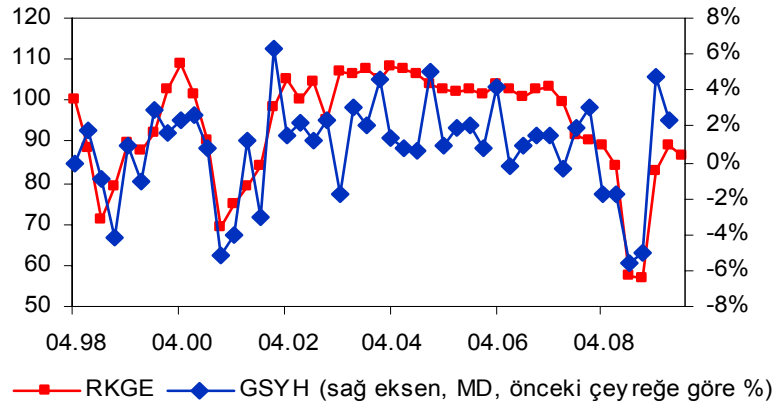
- Diğer taraftan, daha önemli olan mevsimsel düzeltilmiş rakamlarda önceki aya göre % 2-3 artış olacağını tahmin ediyoruz. Bu durum da baz senaryomuzu oluşturan tahminlerimizle büyük ölçüde uyumludur ve birkaç ay daha bizim çizdiğimiz eğilimden daha güçlü rakamlar gelmedikçe, beklentilerimizde değişikliğe gitmemiz gerekmemektedir.
- Türkiye'nin ekonomik büyüme açısından kötü performansının 2006 yılı ile başladığını düşünüyoruz. IMF rakamlarına göre 2002-2006 döneminde 149 gelişmekte olan ülke arasında Türkiye'nin büyüme hızı ortalama 40. sırayı alırken, 2007-2008 yılları arasında ortalama 118. olmuştur. Başka bir deyişle, Türkiye'nin görece performansı belirgin bir düşüş eğilimine girmişti.
- Sonuçta 4 yıldır devam eden ve son iki yılda global resesyona iyice belirgin hale gelen bu kötü performans çok zayıf bir baz oluşturmaktadır. Daha açık bir ifadeyle, 2008 yılında % 1 büyüyen GSYH, 2009 yılında da bunun üzerine % 6 küçüldükten sonra, 2010 yılındaki en ufak bir kıpırdanma bile yüksek sayılabilecek bir büyüme oranını beraberinde getirecektir. Son yayınlanan veriler çerçevesinde tahminlerimizde küçük revizyonlar yaptık. **2010 yılı büyüme beklentimizi % 4'den % 5'e yükseltirken, yukarıda belirttiğimiz gibi bu, son iki yılda potansiyel büyüme hızımızın çok altında kalan büyümenin oluşturduğu lehte baz etkisinden kaynaklanmaktadır ve güçlü büyüme olarak görülmemelidir. Sonraki yıllar için de büyüme tahminimizi % 5'ten % 4'e indirdik.**

# Büyümenin Hız Kazanmasının Önünde Engeller Var ...

- Büyümenin hız kazanmasının önünde önemli engeller olduğu görülmektedir. **1)** Bankacılık sektörü, ekonomik toparlanmaya aynı oranda destek veremeyebilir. 2010 yılında da Hazine'nin iç borç çevirme oranı % 100 civarında kalacak gibi görünmektedir. **2)** Baz senaryomuzda, önceden var olan IMF anlaşmasının olmayacağını ve bu doğrultuda kredi kullanılmayacağını varsaydık. **3)** İşsizlik oranındaki artışın 2010 yılında da devam ederek % 15.5 seviyesine çıkmasını beklemekteyiz. Dolayısı ile, ne kredi talebinde belirgin bir artış, ne de bankaların kredi koşullarında belirgin bir gevşeme beklemek çok gerçekçi durmayacaktır. Bu durumda, yurtdışı borçlanma imkanlarının ne kadar açılacağına da bağlı olarak, kredi büyüme hızı ekonomiye ek bir ivme getirecek boyutlara çıkamayabilir.
- Diğer önemli revizyonlar ise, **1)** Petrol fiyatlarının ortalamada 75 dolar olacağı ve ılımlı da olsa sanayi üretiminde toparlanma yaşanacağı varsayımımız altında, cari açığı 35.7 mlr dolar seviyesinde (GSYH'ya oranla % 5.1) tahmin etmekteyiz. Dış finansman açığı ise, şirketlerin ve bankaların dış borç çevirme oranları için sırasıyla % 110 ve % 130 varsayımlarıyla, 14 mlr dolar düzeyinde görünmektedir. **2)** Merkezi Yönetim bütçesi, 2009 yılına yönelik tahminlerden biraz daha iyi bir görünümle yılı kapatacak gibi durmakta ve bu doğrultuda da, program tanımlı konsolide kamu sektörü faiz dışı açığının GSYH'ya oranının 2009 yılında % 1.8 olduktan sonra 2010 yılında % 0.5'e gerilemesini bekliyoruz. Böylece AB tanımlı borç stokunun milli hasılaya oranının 2010 yılında 1 puan daha artarak % 47.9'a çıkmasını bekliyoruz.
- Sonuç olarak, 2010 yılında ekonomik görünüm, 2009 yılından daha iyi olsa da, kriz öncesi döneme özlem duyanları tatmin edecek boyutta olmayacaktır. Hem kriz öncesinde ekonomik reformların gecikmesi ile görece performansımızda düşüş, hem de bunu düzeltecek etkin bir politika çerçevesinin halen olmaması, bize özgü sıkıntıların 2010 yılına da sarkacağını düşündürmektedir. Bu da finansal piyasalar tarafında olmasa bile, ekonomik performans anlamında sıkıntı yaratmaya devam edecektir. Burada, Türkiye'nin kredi derecelendirme notunun yükselmesi, matematiksel olarak 2010 yılı büyümesinin yüksek çıkacak olması gibi iyimserlik rüzgarları estiren gelişmelerin ise temel görünümde ve bekleyişlerde etkisinin kalıcı olmayacağını düşünüyoruz.

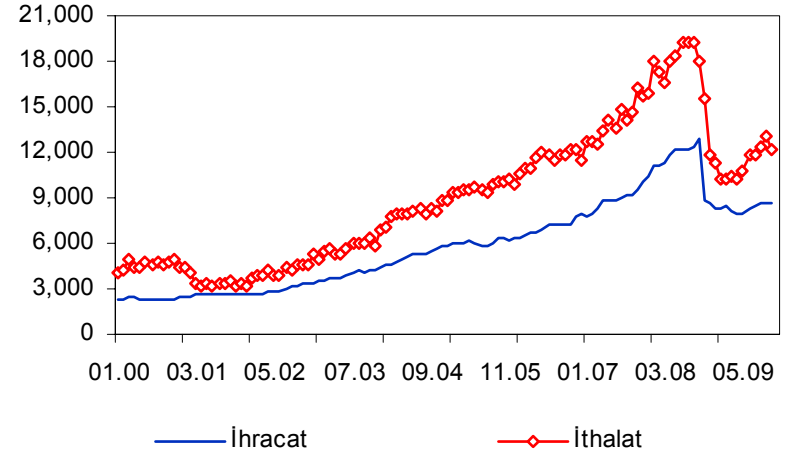
# Türkiye Ekonomisi Genel Görünümü...

## Büyüme Eğilimi ve Reel Kesim Güven Endeksi

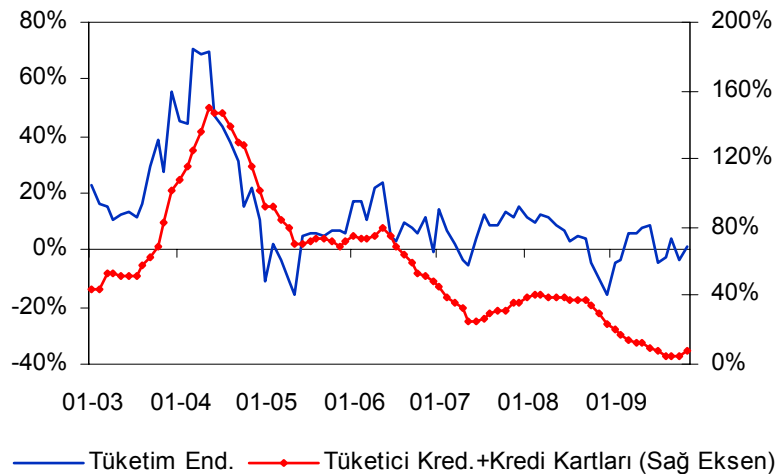


Not: Reel Kesim Güven Endeksi rakamları, 2006 ve öncesinde yayınlanan eski endeks rakamları ile uyumlu olması için sektör ağırlıksız olarak açıklanan İktisadi Yönelim Anketi verilerinden bizim tarafımızdan hesaplanmıştır. Grafikte endeksin çeyrek ortalamaları verilmektedir. Son çeyrek için ise Ekim ayı değeri gösterilmektedir. GSYH mevsimsel düzeltmesinde Tramo-Seats kullanılmış ve islami tatiller dikkate alınmıştır.

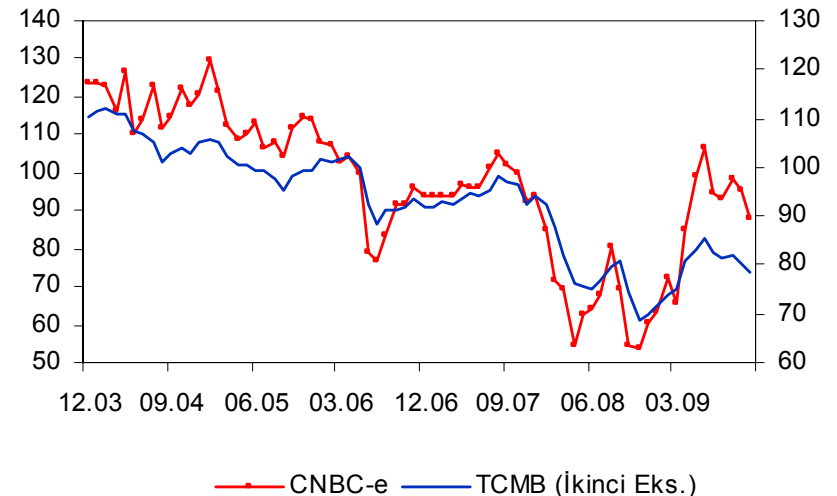
## Mevsimsel Düzeltilmiş Dış Ticaret



## İç Tüketim ve Kredi Kullanımı (% yıllık değişimler)



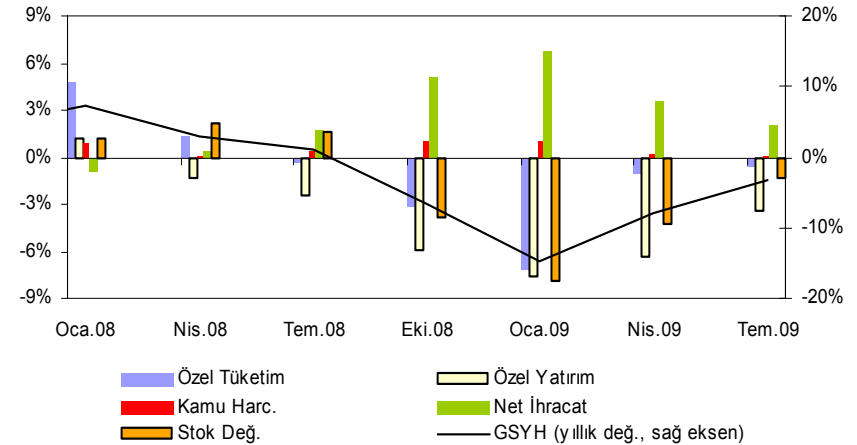
## Tüketici Güven Endeksleri



### 3. Çeyrek Büyüme Verisi Açıklandı...

- 2009 yılının 3. çeyreğinde piyasanın ve bizim % 3.5 daralma beklentilerimize paralel bir şekilde, yıllık bazda % 3.3 daraldı. 2. çeyrek için önceden % 7.0 olarak açıklanan daralma % 7.9'a, 1. çeyrek için ise önceden % 14.3 olarak açıklanan daralma % 14.7'ye revize edildi.
- Mevsimsel düzeltilmiş verilere göre ise önceki çeyreğe göre % 2.5 civarında bir artış hesaplıyoruz. Önceki çeyreğe göre toparlanma yavaşlamış olsa da, devam etmiştir.
- Bu arada, özel tüketimin GSYH'ye yaptığı negatif katkının azalmaya devam ettiği ve 0.6 puanla sınırlı kaldığı izlenmiştir. Buna karşın, özel sektör yatırımlarının negatif etkisi de azalmış ancak, milli hasılaya -3.5 puan etkisi olan bu kalem ekonomideki daralmanın en önemli sebebi olmaya devam etmiştir.
- Kamuda tüketim harcamalarındaki artışı yatırımdaki düşüş dengelemiş, buradan büyümeye lehte 0.1 puanlık sınırlı bir etki olmuştur. Son olarak da stok değişiminden 1.3 puan negatif etki gelirken, net ihracatın katkısı ise 2.0 puan olmuştur.
- Sonuç olarak, 3. çeyrek GSYH verisi bizim tahminlerimize de önemli bir değişim getirmemiştir.
- 4. çeyreğe yönelik olarak ise, Ekim ayı sanayi üretimi verileri güçlü bir başlangıç yapıldığına işaret etmekte, Kasım ayı öncü göstergeleri de şimdilik toparlanma eğiliminin devam edeceği yönünde sinyal vermektedir.
- Bu doğrultuda son çeyrekte GSYH'nin büyümeye başlayacağını tahmin ediyoruz.
- Ayrıca, GSYH'nin bu yıl % 5.7 daraldıktan sonra önümüzdeki yılı % 5.0 artışla tamamlamasını bekliyoruz.

Harcamaların Büyüme Katkısı



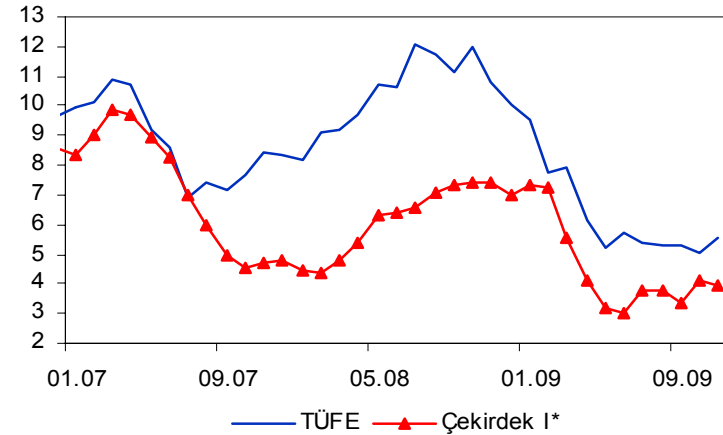
# 2010 Yılı Para Politikası ve Hazine Finansmanı...

- Aralık ayında Hazine 2010 yılına ait finansman programını, Merkez Bankası ise 2010 yılına yönelik para politikası ve likidite çerçevesini açıkladı.
- Hazine'nin 2010 yılı finansman programında iç borç çevirme oranı % 99.5 ile beklediğimiz gibi yüksek açıklanırken, toplam iç borç servisi ise 182.6 mlr TL (153.6 mlr TL'si piyasaya, 20.4 mlr TL'si kamuya, 8.6 mlr TL'si Merkez Bankası'na) ile bizim tahmin ettiğimiz 170 mlr TL'nin biraz üzerindedir. Sonuçta, bu görünüm Hazine'nin finansman ihtiyacının yine yüksek seyredeceği bir yıla girmekte olduğumuzu göstermektedir.
- Hazine yeni yılda bu finansman ihtiyacını karşılamak için eski tahvillerin yanında, 3 yıl vadeli sabit kuponlu tahvillerin düzenli ihracına başlayacaktır. Bunun yanında, piyasa koşullarının uygun olması durumunda, 10 yıl vadeli TL cinsinden tahvil ihracı da gerçekleştirilebilecektir.
- Önemli bir değişiklik de, Hazine'nin ay sonunda açıkladığı aylık finansman programını, artık 3 aylık bir perspektifle açıklayacağını belirtmesidir. Böylece Hazine'nin bu dönemde yapacağı ihaleler de bilinecektir.
- Bu arada, Merkez Bankası da “2010 Yılında Para ve Kur Politikası” raporunda 23 Aralık 2009'dan itibaren, Çarşamba ve Cuma günleri olmak üzere haftada iki defa DİBS alım ihalesi yapacağını duyurdu. İlk etapta ihaleler 23 Haziran 2010'a kadar devam ettirilecektir. Bunlardaki maksimum alım tutarı 100 mn TL olacak ve 1-5 yıl vadeli tahvilleri içerecektir. Aralık 2009'daki ihalelerde 03.08.11 ve 11.05.11 vadeli DİBS'ler alınacaktır.
- TCMB'ye Hazine itfaları ise tahmin ettiğimize çok yakın seviyelerde, 5.0 mlr TL'lik kısmı 10 Mayıs 2010 tarihinde, 1'er mlr TL'lik kısımlarının ise 10 Temmuz, 10 Eylül ve 10 Aralık 2010 tarihlerinde olmak üzere gerçekleştirilecektir. Toplam DİBS alım tutarı ise 8 mlr TL civarında tutulacaktır, yani net 1 mlr TL itfa yapılacaktır.
- Merkez Bankası ayrıca, gecelik faiz oranlarındaki dalgalanmaları azaltmak ve bankaların likidite yönetimi esnekliklerini artırmak amacıyla, 8 Ocak 2010 tarihinden itibaren Türk parası zorunlu karşılık yükümlülüklerinin yerine getirilmesinde esneklik sağlayacaktır. Buna göre, herhangi bir zorunlu karşılık döneminde bulundurulması gereken Türk parası zorunlu karşılıkların % 10'una kadarlık kısmının bir sonraki dönemde tutulmasına, fazla tutulan kısmının ise bir sonraki dönem yükümlülüklerine sayılmasına imkân tanınacaktır.
- Banka'nın enflasyon hedefleri 2010 ve 2011 için % 6.5 ve % 5.5 olarak korunurken, 2012 hedefi de % 5.0 olarak açıklanmıştır.
- Bu arada, hem Hazine, hem de Merkez Bankası, baz senaryosunda IMF ile anlaşma olmayacağını varsaymaktadır.

# Enflasyon Beklenenden Yüksek...

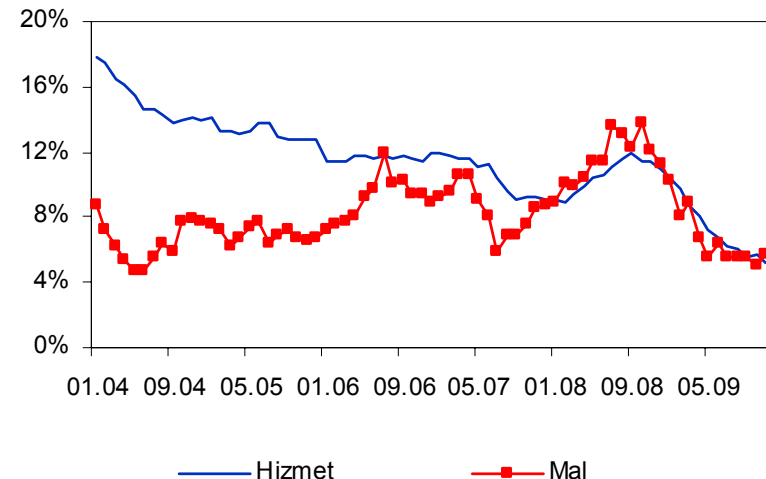
- Kasım ayında TÜFE % 1.27 artışla, piyasanın ve bizim % 1.0'lik yükseliş tahmininin üzerinde geldi. Bu sapmada, gıda fiyatlarının % 2.2 ile geçen senenin üzerinde bir artış göstermesi etkili olmuştur. Bunun dışındaki gruplarda, zayıf iç talebin fiyatlar üzerindeki aşağı yönlü baskısının devam ettiği görülüyor.
- Vergi indirimlerinin sona ermesi önceki ay kısmi olarak fiyatlara yansırken, bu ayda da etkinin devam etmesi olası gözüküyordu. Ancak fiyat artışları bir yana, beyaz eşya grubunda fiyat düşüşleri bile olduğu görülmektedir. Geçen senenin düşük bazının etkisi ile yıllık enflasyon önceki aya göre 0.4 puan artarak % 5.5 olmuştur. Önümüzdeki 3 ay boyunca da bir yıl öncesinin baz dönemindeki enflasyonun çok düşük olması sebebiyle, yıllık enflasyonda yükseliş görülebilir.
- ÜFE ise aylık % 1.29'luk artış, beklenen % 0.64'luk artışın üzerine çıktı. Ancak yıllık ÜFE artışı, önceki ayki % 0.2'den % 1.5'e çıksa da, üretici fiyatlarındaki düşük seviye, maliyet baskısının halen zayıf seyrettiğine işaret etmektedir.
- Sonuç olarak gıda fiyatlarındaki yükseliş, ana rakamı yukarı çekerken, çekirdek fiyat göstergelerindeki olumlu görünüm, temel enflasyon eğiliminin düşüş yönünde kalmaya devam ettiğini yansıtmaktadır. Bu da aslında bizim beklentilerimizden hafif daha olumlu bir görünüm vermektedir.

**TÜFE ve Çekirdek TÜFE (% yıllık değişimler)**



(\* Çekirdek I Endeksi: Gıda ve alkolsüz içecekler, alkollü içkiler ile tütün ürünleri, enerji ve altın hariç TÜFE)

**TÜFE'de Mal ve Hizmet Fiyatlarının Seyri (Yıllık değ.)**



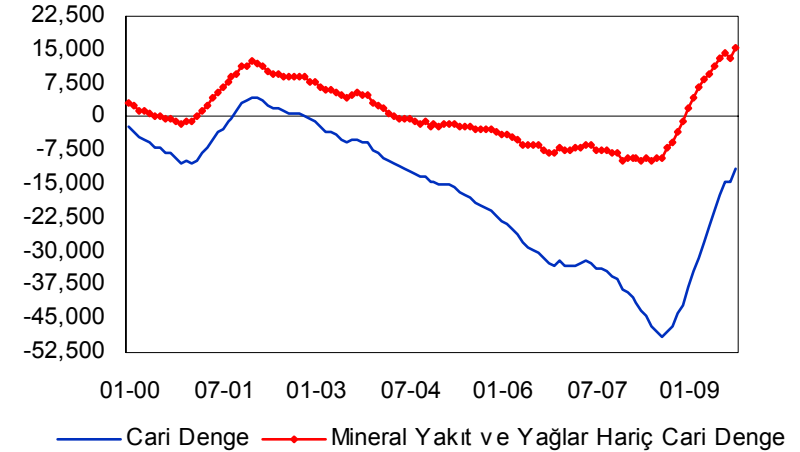
# PPK Faiz İndirimi Sürecini Sonlandırdı...

- Merkez Bankası son PPK toplantısında geçen yılın Kasım ayından bu yana devam eden faiz indirim sürecini sonlandırdı ve faizi % 6.5 seviyesinde bıraktı.
- Bu karar hem bizim beklentimizle hem de piyasadaki ağırlıklı beklenti ile uyumluydu.
- Daha önceden ekonomideki toparlanmanın kademeli ve yavaş olacağına vurgu yapan Banka, bu toplantıda, bu vurguyu kaldırmış ve toparlanma sürecini ılımlı olarak tanımlamıştır.
- Aralık ayında enflasyonda keskin bir yükseliş olacağı uyarısı da yapıldı, ancak temel eğilimde önemli bir değişim beklenmediği belirtildi.
- Bu çerçevede enflasyon için Banka'nın olumlu görüşünü koruduğu anlaşılmaktadır.
- Faiz duruşuna ilişkin olarak ise, “para politikasının aşağı yönlü esnekliğini uzun bir süre koruması” yönündeki görüşün metinden çıkarılması indirim sürecinin sonlandırıldığına işaret ederken, “faiz oranlarının uzun bir süre düşük düzeylerde tutulması gerekeceği” değerlendirmesi ise 2010 yılının önemli bir kısmında faiz değişikliği olmayacağı beklentilerini destekleyici olmuştur. Biz Banka'nın 2010 yılının son çeyreğinde parasal sıkılaştırmaya başlayarak faizi 150 baz puan artıracığını tahmin ediyoruz.
- Ayrıca, Banka, daha önceden faiz kararlarının verilere bağımlı olduğunu söylerken, bu toplantıda bu ibareyi kaldırmış ve faizlerin yönü hakkında fazla esneklik bırakmamıştır.

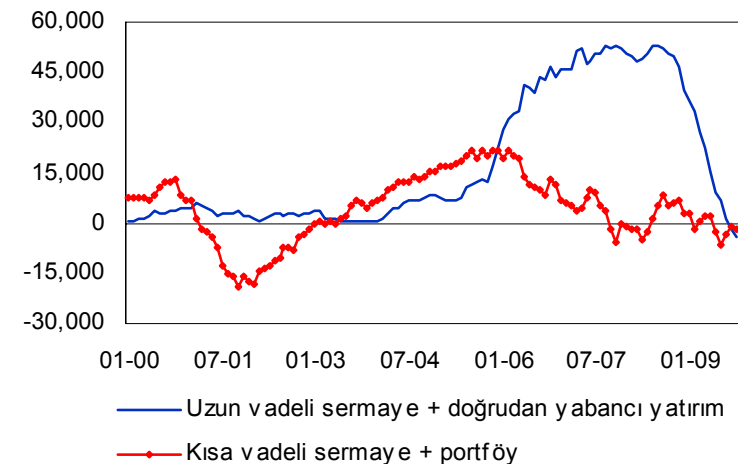
# Ödemeler Dengesi ve Dış Finansman Görünümü

- Ekim ayında cari denge 0.7 mlr dolar fazla vererek bizim 0.2 mlr dolarlık fazla ve piyasanın ise 0.2 mlr dolarlık açık beklentisinden iyi geldi. 12 ay birikimli rakamlara göre cari açık 14.5 mlr dolardan 11.4 mlr dolara geriledi.
- Bizim yıl sonu tahminimiz ise 14.4 mlr dolar açık (GSYH'nin % 2.3'ü) seviyesindedir. Bu arada, ham petrol ve doğalgazı da içeren mineral yakıtlar ve yağlar grubu hariç 12 aylık cari denge 15.3 mlr dolar fazla vermektedir.
- Finansman tarafına bakıldığında ise, banka dışı sektörde Ekim ayında borç çevirme oranı % 70 olurken, bu oran bankalar için % 139 oldu.
- Açığın finansmanına bakıldığında, son 12 ayda, uzun vadeli sermaye çıkışı 11.9 mlr dolar, doğrudan yatırım girişi 7.6 mlr dolar, kısa vadeli sermaye çıkışı 1.8 mlr dolar, portföy çıkışı ise 0.1 mlr dolar düzeyindedir.

**Cari Açığın Gelişimi (mn US\$)**



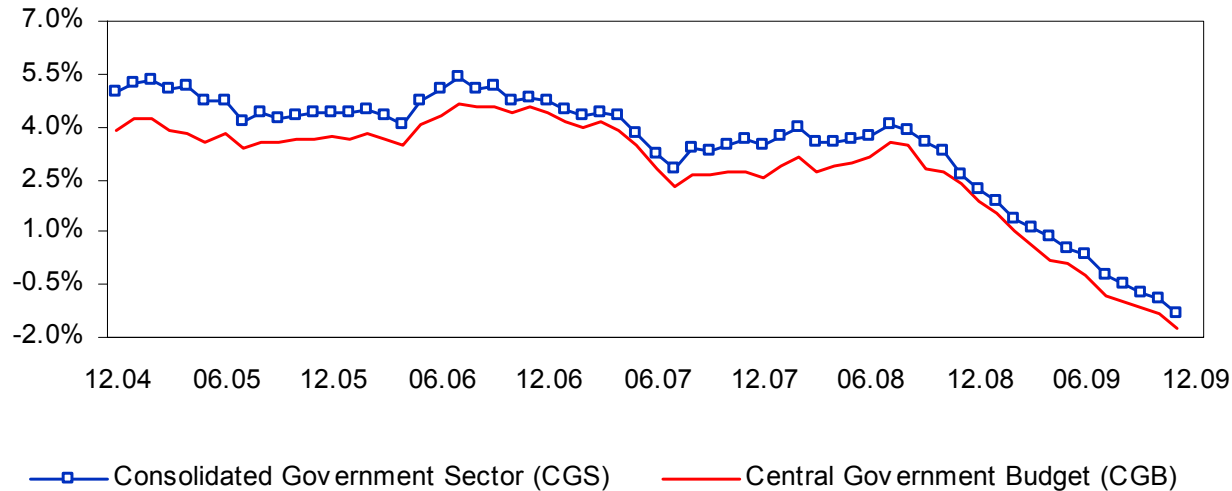
**Türkiye Sermaye Hareketleri (mn US\$)**



# Bütçe Performansı...

- Kasım ayında merkezi yönetim bütçesi 1.2 mlr TL faiz dışı açık verdi. Açıkta özellikle sosyal güvenlik ve sağlık harcamalarındaki yüksek artış etkili olurken, geçen yılın Kasım ayında bütçenin 2.1 mlr TL faiz dışı fazla verdiği dikkate alındığında, mali görünümde bozulmanın devam ettiği anlaşılıyor. Toplam vergi gelirlerinde ise geçen yıl ile kıyaslandığında önemli bir zayıflama olmasa da, bazı vergilerin Aralık ayına sarktığı ve daha olumlu bir performansın önüne geçtiği anlaşılıyor.
- Bir kerelik gelirleri dışlayan ve temel eğilimi yansıtmaması açısından bizim daha fazla önem verdiğimiz IMF tanımlı değerler de benzer bozulmayı teyit etmektedir. Bizim tahminimize göre, IMF tanımlı merkezi yönetim faiz dışı dengesi 1.9 mlr TL açık vermiş (geçen yıl 1.8 mlr TL faiz dışı fazla) ve 12 aylık birikimli faiz dışı açık GSYH'nin % 1.7'sine yükselmiştir. Önceki ay ise bu oran % 1.4 olmuştur.
- KİT'ler için en son Ağustos, bütçe dışı fonlar ve işsizlik sigortası fonu için en son Eylül ayı itibariyle yayınlanan verileri kullanarak, sonraki aylar için ise geçen yıla benzer değerler varsayarak yaptığımız tahmine göre, Kasım itibariyle 12 aylık program tanımlı konsolide kamu sektörü faiz dışı açığının GSYH'ye oranı % 0.9'dan % 1.3'e yükselmiştir. Yıl sonunda konsolide kamu sektöründe açığın % 2.1 olan resmi tahminden biraz daha iyi gelebileceğini tahmin ediyoruz.

**Program Tanımlı Faiz Dışı Denge (GSYİH'ye Oranla)**



# Makro Ekonomik Tahminler...

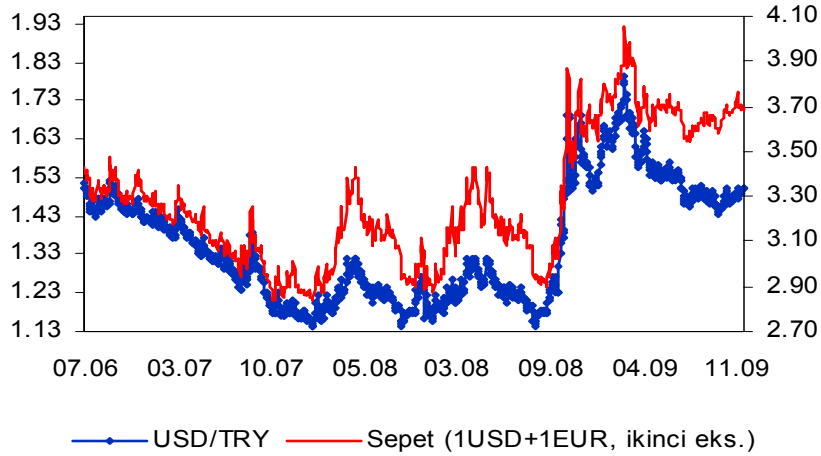
## Makro Ekonomik Görünüm 2008 - 2012

	Tahmin				
	2008	2009	2010	2011	2012
<b>GSYİH (Milyar TL)</b>	950.1	976.6	1,087.2	1,190.2	1,293.6
<b>GSYİH (Milyar \$)</b>	734.9	630.0	701.4	723.9	775.8
<b>GSYİH büyümesi (%)</b>	0.9	-5.7	5.0	4.0	4.0
<b>ÜFE ( yıllık %)</b>	8.1	6.0	5.0	4.0	4.0
<b>TÜFE ( yıllık %)</b>	10.1	5.9	6.5	5.5	4.0
<b>Dış Ticaret Dengesi (Milyar \$)</b>	-69.8	-38.2	-64.8	-65.6	-67.8
<b>İhracat (FOB, Bavul hariç)</b>	132.0	100.4	127.0	122.9	134.9
<b>İthalat (CIF, Altın dahil)</b>	201.7	138.6	191.8	188.5	202.8
<b>Cari İşlemler Dengesi (Milyar \$)</b>	-41.8	-14.4	-35.7	-34.5	-33.7
<b>Cari İşlemler Dengesi / GSYİH (%)</b>	-5.7	-2.3	-5.1	-4.7	-4.3

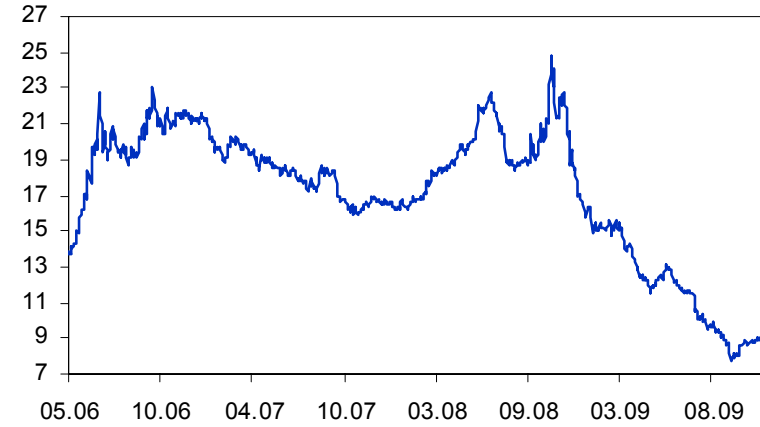
# Piyasalar ve Strateji

# Son Dönem Piyasa Gelişmeleri...

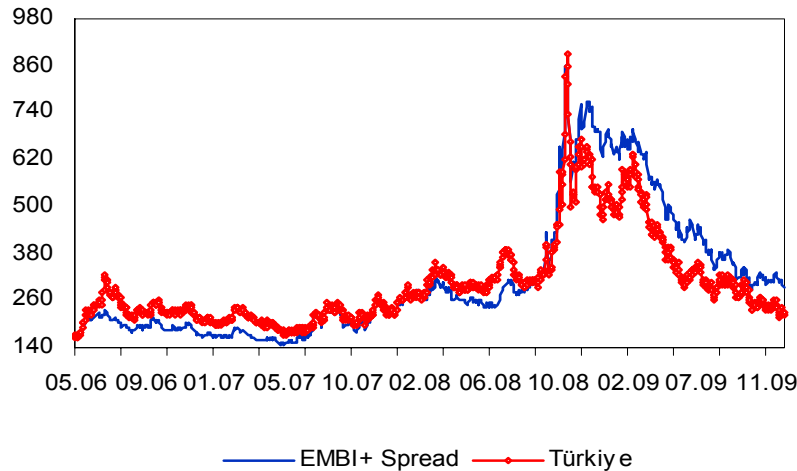
**USD/TRY ve Sepet Kur**



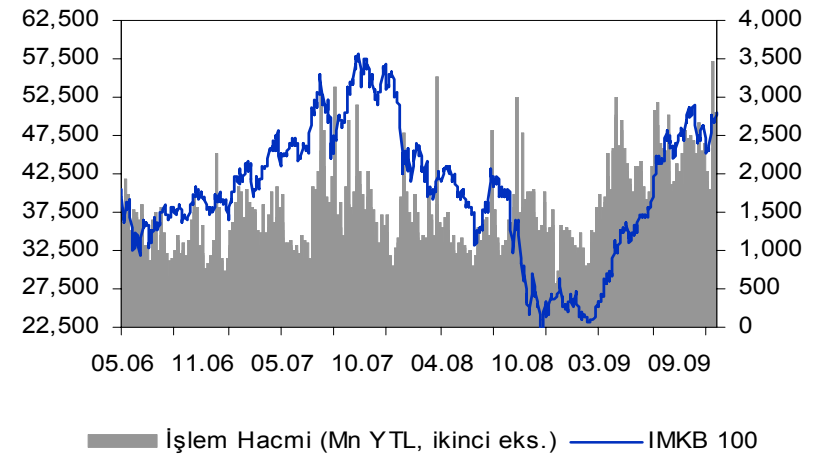
**Gösterge Tahvil Faizi (% bileşik)**



**EMBI+ ve EMBI Türkiye Spreadi**



**İMKB 100 Endeksi ve İşlem Hacmi**



# Faiz Artırımları 2010 Yılıın Son eyreğinde Bekleniyor...

- Ekonomiye yönelik bütün belirsizliklere ve zayıflıklara rağmen, 2009 yılı piyasalar açısından son derece olumlu geçti. Ekonomik resesyonun enflasyon üzerindeki olumlu etkileri ile Merkez Bankası gecelik faizleri indirirken, gösterge tahvil faizi de 2008 sonundan bugüne 7 puanın üzerinde geriledi. Diğer taraftan, faizlerdeki düşüşün kurlar üzerinde olumsuz etkisi olduğu görülmektedir. Risk iştahındaki canlanmaya ve diğer gelişmekte olan ülke kurlarındaki değerlenmeye rağmen, sepet bazında (1 dolar + 1 euro) kurlar 2008 sonu seviyelerine göre önemli bir değerliklik göstermemiştir.
- Faizlerle birlikte en önemli piyasa hareketi borsalarda olmuştur. Faizlerdeki düşüşün banka karlılıklarına olumlu etkisi (bankalar IMKB100 endeksinde yaklaşık % 40 paya sahiptir) ve önceki yılda yaşanan sert düşüşün fiyatları cazip seviyelere getirmiş olmasının etkisi ile IMKB100 endeksi bu sene % 80'in üzerinde yükselmiştir. Bu gelişmeler, yatırımcılar açısından da geleceğe yönelik beklentileri olumlu yönde etkilemiştir.
- Yaklaşmakta olan yeni yılda piyasalara yönelik ana temaların neler olmasını beklediğimizi gelince, 2010 yılı, muhtemelen de yılın son çeyreği, gecelik faizlerin tekrar yükselerek daha normal seviyelere doğru hareket edeceği dönemin başlangıcı olacaktır. Ancak uzun vadeli faizlerdeki yükseliş daha erken başlayabilir. 2009 yılının başlarından itibaren, resesyonun sonuna gelindiği yönünde sinyaller alınsa da, ekonomik toparlanmanın güçlendiğine yönelik henüz net bir sinyal oluşmamıştır.
- Asya dışındaki ülkelerde ekonomik toparlanmanın çok yavaş gerçekleştiği izlenirken, Türkiye'deki durum bu gelişmelerden çok kopmamış, ancak biraz daha olumsuz bir görünüm sergilemiştir. Bu da, enflasyon üzerinde uzunca bir süre baskı olmayacağı beklentilerini beraberinde getirmiş, ayrıca da ekonominin, parasal duruşun desteğine bir süre daha ihtiyaç duyacağını göstermiştir.
- Avustralya gibi genel ekonomik döngüden daha farklı performans gösteren birkaç ülkede faizler yükseltilmeye başlasa da, çoğu ülke için faiz artırım beklentileri 2010 yılının son çeyreğine işaret etmektedir. Reuters anketine göre ABD'de faiz artırımlarının 2010 yılının son çeyreğinde başlaması ve 75 baz puanla sınırlı kalması beklenmektedir. Euro Bölgesi'nde de artırımların benzer bir zamanlama ile başlayacağı ve 50 baz puanla sınırlı kalacağı tahmin edilmektedir.

# Uzun Vadeli Getirilerde Yükseliş Daha Erken Başlayabilir...

- Türkiye için faiz artırımlarının diğer ülkelerle aynı dönemde başlaması ve 2010 yılında 150 baz puan olmasını bekliyoruz. Başladıktan sonra artırımların 2011 yılında da 200 baz puan civarında devam etmesini ve gecelik faizin % 10 civarında sabitlenmesini öngörüyoruz.
- Merkez Bankası faizlerindeki bu görünüme ve kısa vadede faiz artırımına gidilmesi ihtimalinin zayıf olmasına rağmen, uzun vadeli faizlerde yükseliş daha erken başlayabilir. Bunun sebebi de, uzun vadeli faizlerin, yatırım enstrümanının vadesi boyunca yaşanması beklenen faiz hareketlerinin hepsini dikkate alınarak fiyatlanmasıdır.
- Örneğin bizim beklentilerimizle, 2 yıllık bir dönemdeki gecelik faize yatırım yapılması ile bugün için gösterge tahvil faizine % 8.4 faizle yatırım yapılması arasında bir fark yoktur. Bu durumda, mevcut % 9.2 seviyesindeki gösterge tahvil faizi daha cazip görünmektedir.
- Ancak unutulmamalıdır ki, piyasada 2 yıllık bir dönemde olabilecek çeşitli risklere karşı da bir güvence alınması gerekmektedir ve bu şartlar altında bu fark anlaşılır olmaktadır. Hesabı tersten yaparsak, faizler bizim beklediğimiz gibi % 10 seviyesine kadar değil de % 12 seviyesine kadar artırılırsa, gösterge tahvil faizinin mevcut seviyesi ile başa baş duruma gelmektedir.
- Faiz artırımlarına yaklaştıkça da, düşük faizli dönemler tahvilin kapsamından çıkmakta, yüksek faizli dönemler kapsama girmektedir. Bu durumda da, beklentiler değişmese bile, uzun vadeli faizlerdeki yükselişin çok daha erken başlamasını gerektirmektedir.
- **Biz gösterge tahvil faizinin 2010 yılının ilk çeyreğinde % 9.5-10 aralığında seyretmesini ve sonrasında ise kademeli bir yükselişle yılı % 11.0 seviyesinde tamamlamasını bekliyoruz.** Ayrıca faiz indirimlerinin sonuna gelinmesi bile tek başına, bu yatırım enstrümanlarında olabilecek en yüksek fiyat seviyesine gelindiğini göstererek, yatırımcı ilgisini azaltmaktadır. Bu da fon akımları kanalıyla, faizlerin yükselmesinde etkili olmaktadır. Bu tip yatırımcı hareketlerinin, kısa vadede faizlerde ani dalgalanmalara yol açma riski taşıdığı da unutulmamalıdır.

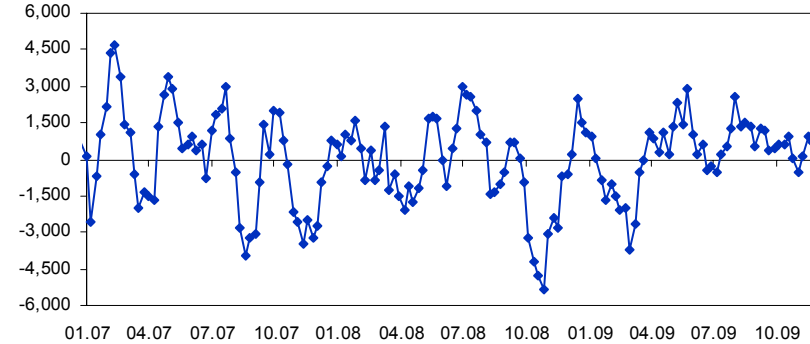
# Kurlar ve Borsalar Açısından Görünüm...

- **Kurlar tarafında ise faiz farkları önemini daha da artıracaktır.** Krizden erken çıkan ülkelerde faizlerin daha erken artırılıyor ve artırılacak olması sebebiyle, bu ülkelerin kurlarının daha üstün performans göstermesi beklenmelidir.
- Diğer taraftan da, krizden çıkış ve finansal piyasalarda işlerin normalleşmesine bağlı olarak risk iştahının kademeli olarak canlanması beklenebilir. Bu da, özellikle gelişmekte olan ülkelerin paralarında genel olarak değerlendirme eğiliminin ağır basmasını getirebilir.
- Türkiye'nin ise ekonomik olarak biraz daha zayıf performans göstermesini beklememiz sebebiyle, faizlerdeki artışın gecikmesini ve bu doğrultuda da kurların diğer ülkelere göre olumsuz performans göstermeye devam etmesini bekliyoruz. Ancak bu durum, 2009 yılında da olduğu gibi, belirgin bir değer kaybından çok, yataya yakın bir eğilimle sonuçlanabilir.
- **Borsalar tarafında ise ekonomik toparlanmanın hızı izlenecektir.** 2009'un ilk yarısında krizde en kötünün geride kaldığı yönündeki işaretlerle birlikte, ekonominin sonraki dönemde normalleşeceği hisse senetleri piyasasında satın alınmıştı. Bu doğrultuda, kriz sürecinde yaşanan kayıplar büyük ölçüde geri alındı.
- Ne var ki, bundan sonraki dönemde yükselişin devam etmesi için ekonomilerde üretim ve tüketim seviyelerinin de kriz öncesi değerlere doğru toparlanacağı yönünde kuvvetli sinyaller gerekecektir.
- Henüz imalat sanayine ve istihdam piyasasına yönelik veriler, zayıf görünümün devam ettiğine işaret etmektedir.
- Bu durum, bizim sene başından beri baz senaryomuz olarak belirttiğimiz, dibi geniş bir U şeklinde toparlanma ile uyumlu seyretmektedir.
- Yine bu senaryo ile uyumlu olarak 2010 yılının ilk yarısından bu toparlanma işaretlerinin daha belirgin hale gelmesi beklenmelidir.
- Bu doğrultuda, kısa vadede borsa açısından görünümün çok parlak olduğunu söyleyemesek de, orta-uzun vadede yükseliş devam edebilir.

# Yabancı Yatırımcıların Fon Hareketleri

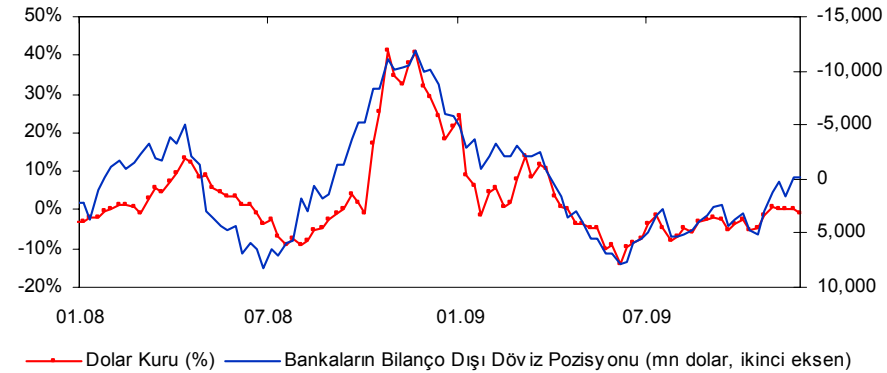
- Son dönemde yabancı yatırımcıların Türkiye’deki fon girişleri dalgalı ve zayıf seyretmektedir. Kasım ayına yönelik veriler de bu eğilimde fazla bir değişiklik olmadığını göstermektedir. Fiyat hareketlerinden arındırıldıktan sonra, yabancı fon girişinin Ekim ayında 0.1 mlr dolar gibi son derece düşük bir seviyede gerçekleştiğinden sonra, Kasım ayında 0.7 mlr dolara işaret ettiği görülmektedir. Son dönemde yüklü hareketlerin daha çok tahvil piyasasında yoğunlaştığı izlenmektedir. Kasım ayında tahvil piyasasına 0.5 mlr dolar, hisse senetlerine ise 0.1 mlr dolar giriş olmuştur.
- Fon hareketlerinin, doğrudan izleyebildiğimiz geleneksel kanalların yanında, dolaylı olarak takip edebildiğimiz alanlarda da olduğu görülmektedir. Bu konuda gösterge olduğunu düşündüğümüz bankaların bilanço dışı döviz pozisyonunda Ekim ayında 0.2 mlr dolarlık sınırlı bir düşüşün ardından, Kasım ayında da 1.5 mlr dolarlık azalış vardır. Bu da, Türkiye finansal varlıklarına yatırım eğiliminin zayıf seyretmeye devam ettiğini teyit eden bir başka göstergedir.
- Aralık ayına geldiğimizde de, BDDK’nın günlük verilerinden yaptığımız hesaplamalara göre, ayın ilk 9 gününde tahvil piyasasından 0.8 mlr dolarlık fon çıkışı olduğu görülmektedir. Yurtiçi yerleşiklerin de alımlarının zayıf kaldığı görülürken, Hazine’nin borçlanma ihtiyacını karşılamada yine bankalar ön plana çıkmıştır. Ayın ilk 15 gününde hisse senetleri piyasasına ise 0.3 mlr dolarlık sınırlı bir giriş görülmektedir. Bunun dışında, bankaların bilanço dışı uzun pozisyonlarında, ayın ilk haftasında 1.1 mlr dolarlık bir artış olsa da bu durum önceki ay gerçekleşen sert düşüş sonrası olduğu için, önemli bir değişiklik anlamına gelmemektedir.

## Yabancıların Türkiye’deki Portföy Yatırımlarında\* 4-Haftalık Kümülatif Değişim

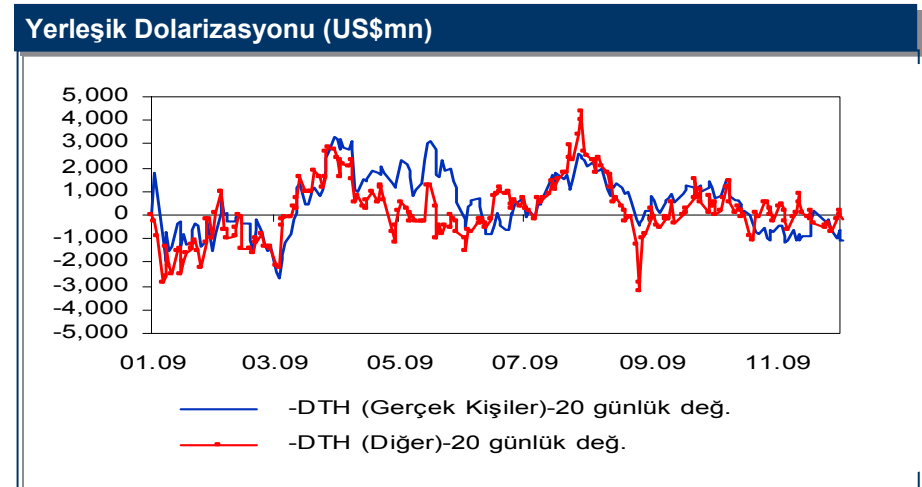
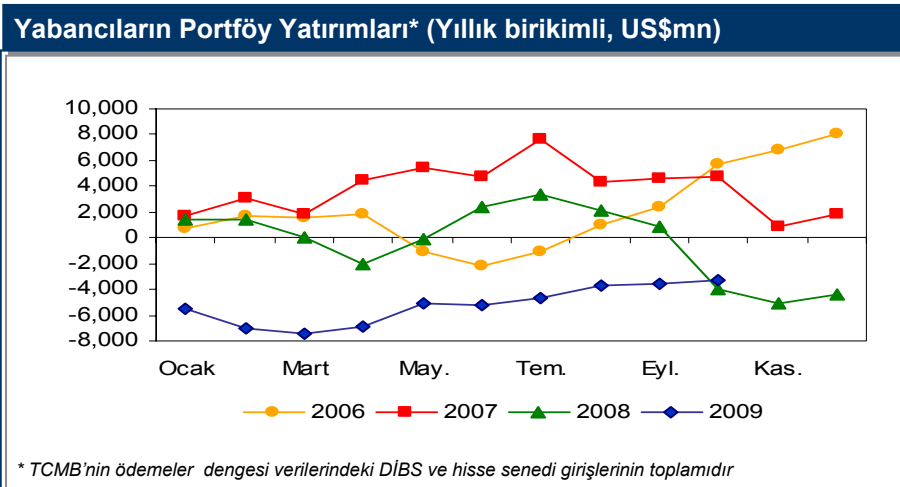
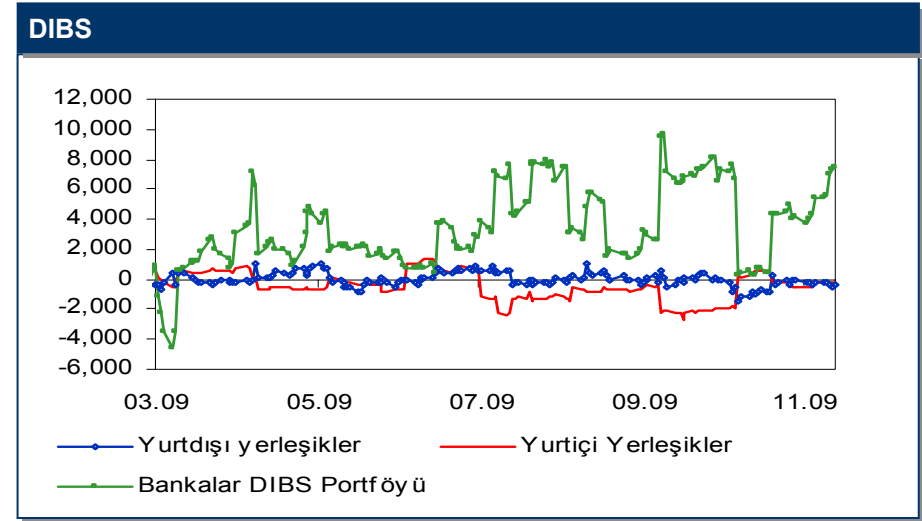
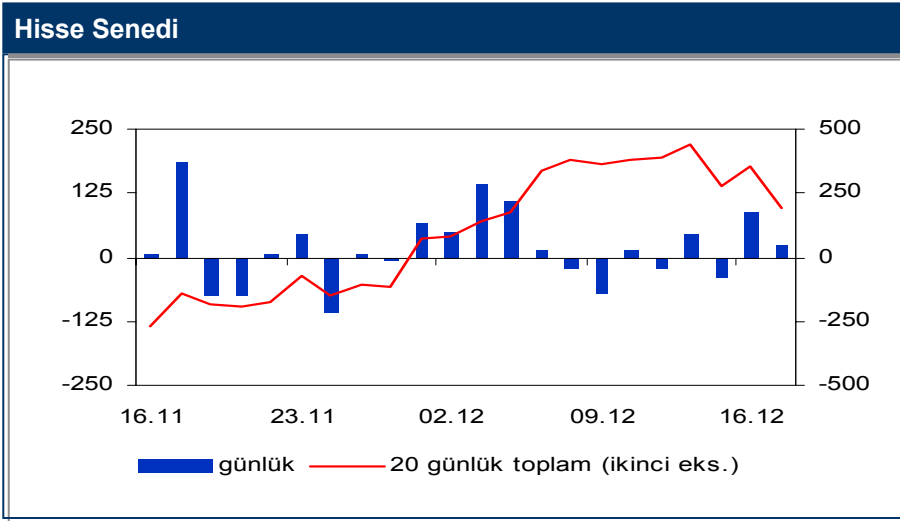


(\*) TL mevduattaki değişim hesaplanırken 2003 sonu sabit kuru kullanılmış, hisse senedi ve DİBS portföyündeki değişimler için Merkez Bankası’nın fiyat hareketlerinden arındırılmış olarak yayınladığı haftalık değişimler kullanılmıştır.  
Kaynak: TCMB, BDDK, SPK, MKK, Fortis Ekonomik Araştırmalar

## Bankalarda Bilanço Dışı İşlemler ve Döviz Piyasası (3 aylık değişim)



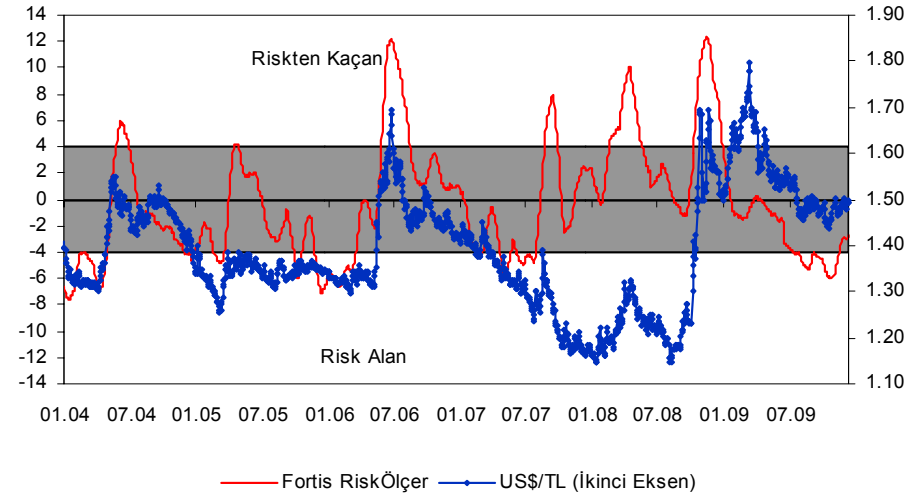
# Fon Akımlarına İlişkin Kısa Vadeli Göstergeler



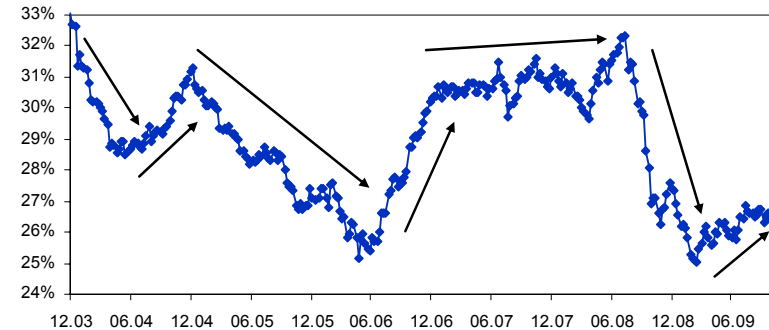
# Yurtiçinde Risk Algılaması ve Dolarizasyon Eğilimleri

- Türkiye piyasalarındaki genel oynaklık düzeyini ölçen *Riskölçer*'de Kasım ayında düşüş duraksadıktan sonra, Aralık ayında yerini hafif yükselişe bırakmıştır. Yine de endeks, risk iştahının güçlü seyrettiğini yansıtan bölgeye yakın kalmıştır. Bu kanaldan kurlar üzerinde olumlu etki görme ihtimali artmıştır.
- Kurların Kasım sonunda yükselişe geçmesi ile yurtiçi yerleşikler döviz portföylerini azaltmışlardır. Geçmiş dönemde de kurların düştüğü dönemlerde yurtiçi yerleşiklerin döviz portföylerini artırdıkları, yükseldiği dönemlerde de azalttıkları izlenmektedir. Bu doğrultuda, dolarizasyon oranı, yani toplam portföy yatırımları içerisindeki döviz payı, Ekim sonundaki % 26.3'ten, Kasım sonunda % 25.8'e gerilemiştir.
- Ayın tamamında döviz mevduatı 1.4 mlr dolar gerilemiş ve dolarizasyon oranındaki düşüşte etkili olmuştur. Önümüzdeki dönemde de yurtiçi yerleşiklerin döviz talebinin kur seviyelerine bağlı kalmaya devam etmesini beklerken, piyasalarda kurlarda dalgalanmaya yol açacak gelişmeler olmadığı durumda, dolarizasyon oranında önemli bir değişiklik olmasını beklemiyoruz.

**Fortis Risk Ölçer ve Dolar Kuru**



**Döviz Yatırımlarının Toplam Yatırımlara Oranı\***



(\* ) Banka dışı kesimin mevduat, DİBS, hisse senedi, Eurobond, repo, yatırım fonu, ÖFK katılım hesapları kullanılarak hesaplanmıştır. Bankaların yurtdışı şubeleri de dahildir. Karşılaştırma yapılırken YTL yatırımlar sabit kurla dolar cinsine çevrilmiştir.

Kaynak: TCMB, BDDK, SPK, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

# Yerleşiklerin Portföy Dağılımı

Banka Dışı Kesimin Yatırım Eğilimi						
	2007	2008	2009	2009	2010	
	Aralık	Aralık	Eylül	Ekim	Kasım	Fark
<b>Banka Dışı Kesimin TL Yatırımları (milyon TL)</b>				(1)	(2)	(2)-(1)
Mevduat (Banka)	218,952	278,170	292,173	297,441	307,583	10,143
DİBS(*)	67,492	74,620	81,940	79,749	79,473	-276
Repo	2,733	1,816	1,775	2,044	1,784	-261
Hisse Senedi	31,246	20,365	37,650	37,747	35,996	-1,751
Yatırım Fonu	26,480	23,985	30,637	32,022	31,022	-1,000
ÖFK	7,742	10,915	15,011	15,524	16,169	644
<b>Banka Dışı Kesimin Döviz Yatırımları (Milyar US\$)</b>						
Mevduat (Banka)	97.6	94.6	103.4	102.7	101.3	-1.4
DİBS(*)	4.6	3.6	3.0	3.0	3.0	0.0
ÖFK	5.9	5.4	6.6	6.6	6.6	0.0
Eurobond	6.1	7.0	6.8	6.7	6.9	0.2
<b>FX / Toplam (**)</b>	<b>31.0%</b>	<b>27.4%</b>	<b>26.7%</b>	<b>26.3%</b>	<b>25.8%</b>	<b>-0.5%</b>

Kaynak: TCMB, BDDK, SPK, Merkezi Kayıt Kuruluşu, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji Bankaların yurtdışı şubeleri de dikkate alınmıştır

(\*) Yatırım fonu hariç

(\*\*) Kurdaki değişimin etkisinden arındırmak için 2003 yılı sabit YTL/dolar kuru kullanılmıştır.

# Finansal Göstergelere İlişkin Tahminler

## Finansal Göstergelere İlişkin Tahminler

	<b>18 Ara.</b>	<b>1Ay</b>	<b>3Ay</b>	<b>6Ay</b>	<b>12Ay</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>
<b>USD/YTL</b>	1.5099	1.5200	1.5400	1.5700	1.5600	1.5200	1.5600
<b>EUR/YTL</b>	2.1702	2.1850	2.2300	2.2600	2.2500	2.1850	2.2500
<b>Döviz Sepeti</b>	3.6801	3.7000	3.7700	3.8300	3.8100	3.7000	3.8100
<b>EUR/USD</b>	1.4373	1.4400	1.4500	1.4400	1.4400	1.4400	1.4400
<b>O/N</b>	6.50%	6.50%	6.50%	6.50%	8.00%	6.50%	8.00%
<b>Gösterge Tahvil</b>	9.30%	9.40%	9.70%	10.10%	11.00%	9.20%	11.00%



Getting you there.

Bu sunumda yer alan bilgiler ve yorumlar, kamuya açık, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiştir. Bununla beraber, gerek bu sunumdaki gerekse bu sunumda 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 sunum 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.

Teşekkürler...