

## Makroskop

27 Ekim - 2 Kasım 2008

# 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

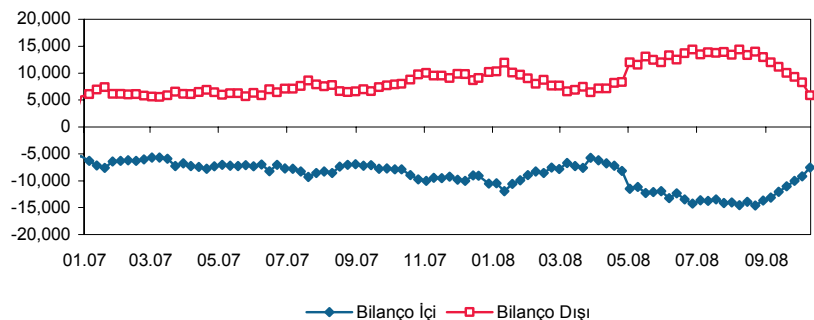
Nilüfer Sezgin (Yönetici Yrd.)  
Tel: 0212 318 37 90  
Email: nilufer.s@fortis.com.tr

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

## Krizde 2006 Model Yaklaşım...

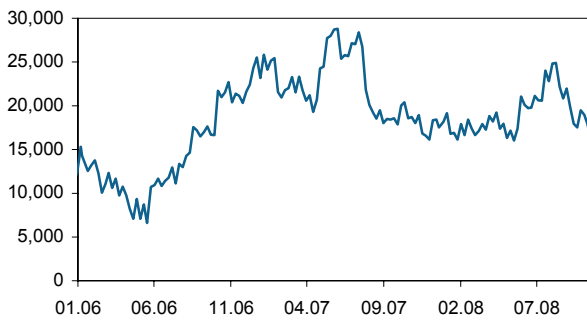
Küresel mali krizin daha derinleşeceğinin anlaşıldığı Ağustos ortasından başlayarak, gelişmekte olan piyasalara yönelik sermaye akımları ani duruş göstermiş, bunlardan portföy akımları ise yönünü çıkışa çevirmiştir. Bu doğrultuda, bu gruptaki tüm ülke para birimlerinde büyük boyutlu değer kayıpları izlenmektedir. Türk Lirası da dolara karşı 1.15 seviyesinden bugünlerde 1.70'e ulaşmış, kur sepeti bazında değer kaybı % 30'lara doğru yaklaşmıştır. Küresel resesyonun kaçınılmaz görüldüğü, kredi daralmasının şiddetlendiği ve farklı kanallardan sermaye akımlarını olumsuz etkilediği bir ortamda, döviz arz-talep dengesinin yeniden oluşmasıyla para birimlerinin değer kaybetmesi şaşırtıcı değildir. Böyle dönemlerde bu ülkelerdeki cari denge görünümünden bağımsız olarak topyekün bir çıkış yaşanması, önemli olanın cari açığın sürdürülebilirliğinden çok finansman akımlarının sürdürülebilirliği olduğunu bir kere daha göstermiştir. **Bu bağlamda, mevcut ortamın 2001 krizi sonrası gördüğümüz türbülanslardan (Mayıs 2006) en önemli farkı, finansman akımlarında en az iki yıllık bir süreç için geçici olmayan daralmalar getirmesi olacaktır. Bu doğrultuda, öncelikle şirketler ve genel olarak ekonomiler küçülerek yeni bir denge noktasının bulunmasına yardımcı olacaktır.** Bu saptamayı yaptıktan sonra, Türk Lirası'nda son günlerde değer kaybını sertleştiren bazı faktörlere değinmek istiyoruz. Geçen hafta yayınladığımız aylık strateji raporunda yabancıların kısa vadeli pozisyonlarından çıkış eğiliminin güçlendiğine dikkat çekmiştik. Aslında bu dönemde (8 Ağu. - 20 Ekm.) yerleşik gerçek ve tüzel kişilerin döviz mevduatlarından (DTH) yaklaşık 13 mlr dolar satışta bulunması değer kaybını sınırlandırmış ve geciktirmiştir. Ancak çıkışların devam etmesi ve böylece kurların yükselişini sürdürmesi, yerleşiklerin yeni satışlara daha tereddütlü yaklaşmasını getirmiştir. Bu sırada DTH hacminde görülen düşüş ise bankaların döviz likiditesini azaltarak döviz piyasasındaki hareketlerin sertleşmesine katkıda bulunmuştur. Her zaman vurguladığımız gibi, dövizde kısa vadede yönü, satışlara rağmen halen 100 mlr

Yurtiçi Bankaların Bilanço İçi ve Bilanço Dışı Döviz Pozisyonları



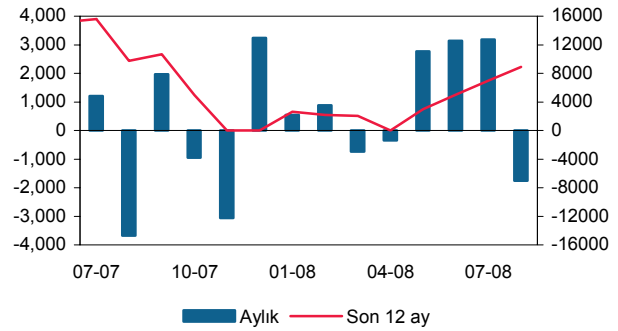
doların üzerinde bir DTH varlığı olan yerleşikler ile ağırlıklı olarak hisse senedi ve devlet iç borçlanma senetlerinde 74 mlr dolar varlığı olan yurtdışı yerleşikler arasındaki halat yarışının galibi belirleyecektir. Ancak tüm bu varlıkların harekete geçirilebileceği gibi bir algılama, piyasa derinliği, likidite ve riske karşı korunma gibi unsurlar nedeniyle oluşmamalıdır. Portföy akımlarını uzun süredir yakından izlediğimizden, tüm mobiliteyi her iki kesimin % 10'luk bir kısmının yarattığını düşünmekteyiz. Kısa vadeli fon hareketlerini çok kısa bir gecikmeyle borsa ve bono piyasası verilerinden takip edebilsen de, buralardan olan çıkışların hemen döviz talebine dönüşmeyeceğini de bilmekteyiz. Ancak dolaylı olarak, bankaların bilanço dışı işlemlerindeki keskin değişimlerin, bu konuda gösterge olabileceğini düşünüyoruz. Vadeli işlemler yoluyla yabancı yatırımcıların, yurtiçi bankalarla kısa vadeli olarak aldıkları pozisyonlar, lokal bankaların bilanço dışı pozisyonlarını artırmaktadır. Eğer yabancı yatırımcı girişi yapıyorsa bankaların bilanço dışı YP pozisyon fazlası artmakta, çıkış yapıyorsa da pozisyon fazlası azalmaktadır. (\*) Kurların değerlendirme eğiliminde olduğu Mart sonundan Ağustos ortasına kadarki dönemde bilanço dışı pozisyon 7.9 mlr dolar artarken, sonrasında, 10 Ekim'e kadarki dönemde 8.5 mlr dolarlık azalış olmuştur. Bu dönemde kur sepeti bazında değer kaybı % 12 olurken, değer kaybının takip eden iki haftalık dönemde % 27'ye yaklaşması, buradaki çözümlenin 10 Ekim'den sonra da devam ettiğini düşündürmüştür.

Yurtdışı Bankalardan Alacaklar (US\$ - mn)



Kaynak: BDDK, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

Yabancı Yatırımcı Portföy Hareketi (Hisse Senedi + DİBS + Mevduat)



Kaynak: TCMB Ödemeler Dengesi, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

Bu hareketin öncesinde yabancı yatırımcıların kısa vadeli önemli bir pozisyon birikimi gerçekleştirdiğini de ödemeler dengesi verileri yansıtmaktadır. Bu gelişmeler, finansman kalemlerinden "Yurtdışı Bankalar ve Kişilerin Yurtiçi Bankalardaki Mevduatı" kaleminde izlenmektedir. Burada, Mayıs-Ağustos döneminde 3.7 mlr dolar artış olurken, aynı dönemde tahvil ve borsada görülen toplam 5.3 mlr dolarlık giriş de dikkate alındığında, Ağustos'ta başlayan çıkış eğilimi öncesi pozisyon alımının güçlü olduğu söylenebilir. **Birbirini teyit eden bu analizler ve veriler, aynı zamanda son aylarda alınan pozisyonun çözülmüş olduğunu da yansıtarak, ileriye dönük ek döviz talebinin azalması anlamında olumlu sinyal vermektedir.** Bu durum, son dönemde DTH azalışı nedeniyle yaklaşık 9.7 mlr dolar gerileyerek 15 mlr dolar civarına inen ancak halen 2006 yılındaki türbülans seviyelerinin çok üzerinde olan bankalar döviz likiditesi (yurtdışı bankalardan alacaklar) açısından da iyi bir haber olacaktır. Ancak likidite yeterli görünse de, 2006 yılındaki dış ticaret hacminin bugüne kadar % 60 arttığı dikkate alınarak, bir çok gelişmekte olan ülkenin son günlerde devreye soktuğu önlemlerin (mevduat munzam karşılıklarının azaltılması, döviz depo desteği v.b) dikkate alınması da faydalı olabilir. TCMB'nin önceki gün, bu dönemde döviz likiditesinin sürekliliğinin önemli olduğunu belirtmesi ve bankacılık sisteminin döviz likiditesini desteklemek amacıyla döviz depo piyasası işlem limitlerini iki kat artırması (10.8 mlr dolar) bu doğrultuda olumlu ancak küçük bir adım olmuştur.

Böyle bir dönemde piyasa oyuncularının Merkez Bankası'ndan beklentileri çok çeşitli ve çok sayıda olacaktır. Herkesin kafasının bir köşesinde Haziran 2006'da görülen agresif tedbirler (bir yandan YTL likiditesini kısarken, bir yandan da döviz satım ihaleleri ve müdahaleleriyle döviz likiditesine yardımcı olmak) ve

sonrasında kurlarda görülen sert düşüş bulunmaktadır. Ancak kimsenin aklına Merkez Bankası'nın bu kez dövizde görülen yükselişe farklı bakıyor olabileceği gelmemektedir. Elbette dışarıdan bakan kişiler olarak böyle farklı bir bakışın olduğunu kesin bir dille ifade edemeyiz. Ancak raporun başında da belirttiğimiz gibi, **finansman akımlarında geçici olmayan daralmalar ve bunun getireceği dövizde yeni bir denge noktası arayışı çok da temellerden kopuk bir hareket gibi görünmemektedir. Dolayısı ile bununla rezervleri eriterek mücadele etmek de anlamlı olmayacaktır. Zaten bahsettiğimiz DTH'dan yoğun satışın kurlar üzerinde etkisinin nihayetinde sınırlı kalması da bunu göstermektedir. Öncelik, likidite azalışı kaynaklı aşırı kur dalgalanmasını sınırlamaya ve böylece eğer böyle bir gerek varsa dövizdeki düzeltmenin intizamlı olmasını sağlamaya verilmelidir. Başka bir deyişle Merkez Bankası'nın görevi, döviz piyasasındaki likiditenin belirgin olarak azaldığı dönemleri yönetmek olmalıdır.** Bu sabah TCMB tarafından yapılan, döviz piyasasında derinliğin kaybolmasına bağlı olarak sağlıksız fiyat oluşumları gözlenmesiyle bugünden itibaren döviz satım ihaleleri yoluyla döviz likiditesi sağlanmaya karar verildiği ve ihalelere rağmen likidite azalmasına bağlı olarak oluşacak spekülasyon davranışları sonucunda kurlarda aşırı dalgalanma gözlenmesi halinde Merkez Bankası'nın doğrudan döviz satım müdahalesinde bulunabileceği açıklaması, bu kapsamda değerlendirilmelidir.

Sonuç olarak, cari denge görünümünden bağımsız olarak gelişmekte olan ülkelerden topyekün bir çıkış yaşanması, önemli olanın cari açığın sürdürülebilirliğinden çok finansman akımlarının sürdürülebilirliği olduğunu bir kere daha göstermiştir. Bu krizin en önemli farkı, finansman akımlarında en az iki yıllık bir süreç için geçici olmayan daralmalar getirmesi olacaktır. Bu doğrultuda, öncelikle şirketler ve genel olarak ekonomiler küçülerek yeni bir denge noktasının bulunmasına yardımcı olacaktır. Dolayısı ile, ekonomik temellerden kopuk görünmeyen bu hareketle döviz rezervlerini eriterek mücadele etmek yerine, likidite kaynaklı aşırı kur dalgalanmasını sınırlamaya ve böylece dövizdeki düzeltmenin intizamlı olmasını sağlamaya öncelik verilmesi gerektiğini düşünüyoruz.

(\*) Bilanço dışı işlemlerle ilgili daha fazla değerlendirme için 30 Haziran 2008 tarihli "YTL'nin Gücü Nereden Geliyor" başlıklı Makroskop okunabilir. Ayrıca, genel olarak türev işlemlerle ilgili daha fazla bilgi ve veri için BDDK'nın Türk Bankacılık Sektörü Kur Riski Değerlendirme Raporu - IV incelenebilir.

## Önümüzdeki Haftanın Gündemi

- Merkez Bankası'nın Cuma günü açıklayacağı Enflasyon Raporu bu haftanın en önemli gelişmelerinden biri olarak öne çıkarken, Banka'nın enflasyon tahminlerini ve öngöreceği faiz patikasını izleyeceğiz. Aynı gün, Hazine Kasım-Aralık ayları için borçlanma programını açıklayacak. Kasım'da 4.6 mlr YTL'si kamuya olmak üzere toplam 18.4 mlr YTL iç borç ve 0.5 mlr dolar dış borç ödemesi olacağını hesaplıyoruz. İç borç ödemelerinin 1.8 mlr YTL'si 12 Kasım'da, 16.6 mlr YTL'si 26 Kasım'da yapılacak. Aralık ise 6.3 mlr YTL iç borç ve 1.5 mlr dolar dış borç servisi ile nispeten daha rahat.
- Yurtdışında ise özellikle ABD'de büyüme ve Fed faiz kararı gibi açıklamalarla oldukça kritik bir haftaya giriliyor.

### Türkiye'de Açıklanacak Veriler

Önem	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus (Fortis Tahmin)
Orta	Hazine Borçlanma Prog., Kas.-Ara.	-	31 Ekim	-
Yüksek	İthalat, Eyl.	US\$ mln	31 Ekim, 17:00	(18,000)
Yüksek	İhracat, Eyl.	US\$ mln	31 Ekim, 17:00	(12,300)
Orta	TİM İhracat, Ekim	mln dolar	1 Kas.	(9100)
Yüksek	İTO Fiyat Endeksi, Ekim	% aylık	1 Kas., 12:00	-

### Yurtdışında Açıklanacak Veriler

Önem	Ülke	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus
Orta	Almanya	İfo İş Ortamı Endeksi, Ekim	-	27 Ekim, 11:00	91.8
Yüksek	ABD	Yeni Konut Satışları, Eyl.	mln	27 Ekim, 16:00	0.46
Yüksek	ABD	C. Schiller Konut Fiyat End., Ağu.	% yıllık	28 Ekim, 15:00	-16.6
Orta	ABD	Tüketici Güven Endeksi, Ekim	-	28 Ekim, 16:00	54.0
Yüksek	ABD	Day. Tük. Mal. Sip. (Top&ulaş. har.), Eyl.	% aylık	29 Ekim, 14:30	-1.3 & -1.5
Yüksek	ABD	Fed faiz kararı	baz puan	29 Ekim, 20:15	-25
Yüksek	ABD	Çekirdek PCE, Eyl.	% aylık	31 Ekim, 14:30	0.1
Yüksek	ABD	Büyüme (1. revizyon), 3Ç % çeyrekse	% aylık	30 Ekim, 14:30	-0.5
Orta	ABD	Michigan Tüketici Güv. End., Ekim	-	31 Ekim, 15:55	57.5
Yüksek	Japonya	Merkez Bankası Faiz Kararı, Ekim	%	31 Ekim	değ. yok

## Makro ve Finansal Gösterge Tahminleri

### Makro Ekonomik Görünüm 2007-2010

	2007	2008t	2009t	2010t
GSYİH (Mlr YTL)	853.7	999.1	1,101.1	1,191.4
GSYİH (Mlr US\$)	658.8	793.0	803.7	851.0
GSYİH büyümesi	4.6	3.5	2.0	4.0
ÜFE (yıllık %)	5.9	13.0	5.0	5.0
TÜFE (yıllık %)	8.4	11.0	7.5	6.7
Dış Ticaret Dengesi (Mlr US\$)	-62.8	-80.8	-65.1	-64.4
İhracat (FOB, Bavul hariç)	107.3	140.7	161.8	186.1
İthalat (CIF, Altın dahil)	170.1	221.6	226.9	250.5
Cari İşlemler Dengesi (Mlr US\$)	-37.7	-53.1	-35.8	-33.3
Cari İşlemler Dengesi / GSYİH (%)	-5.7	-6.7	-4.5	-3.9

### Finansal Göstergelere İlişkin Tahminler

	24 Ekim	1Ay	3Ay	6Ay	12Ay	2008	2009
USD/YTL	1.6947	1.8000	1.6000	1.5000	1.5000	1.6500	1.5000
EUR/YTL	2.1713	2.2900	2.0800	1.9800	1.9800	2.1000	1.9800
Döviz Sepeti	3.8660	4.0900	3.6800	3.4800	3.4800	3.7500	3.4800
EUR/USD	1.2812	1.2700	1.3000	1.3200	1.3200	1.2800	1.3200
O/N	16.75%	16.75%	16.75%	16.25%	15.50%	16.75%	15.00%
Gösterge Tahvil	23.50%	24.50%	22.00%	20.10%	19.30%	22.80%	18.70%

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: +90 212 274 42 80
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 <sup>rd</sup> Floor New York, NY 10022 ABD Tel: +1 212 418 87 00	Fortis Securities LLC 520 Madison Avenue, 3 <sup>rd</sup> 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.