

Ekonomi Bülteni

20 Şubat 2012, Sayı: 8

- **Yurtdışı Gelişmeler**
- **Yurtiçi Gelişmeler**
- **Finansal Göstergeler**
- **Makro Ekonomi ve Strateji**

Gelişmekte Olan Ülkelere İlgi Hangilerine Yoğunlaşacak ?

Ekonomik Araştırma ve Strateji

Dr. Saruhan Özel

Ercan Ergüzel

Doğukan Ulusoy

DenizBank 

DEXIA

DenizBank Ekonomi Bülteni

Yurtdışı Gelişmeler

- **Atina kemer sıkma önlemlerini kabul etti.** Yunan Parlamentosu, Eurogrup Başkanı Juncker'in 130 milyar \$'lık kurtarma paketinin serbest bırakılması için, koyduğu üç ek şartı da yerine getirdi. Öte yandan Almanya, Finlandiya ve Hollanda'nın hafta içerisinde Yunanistan'a borç ödemeleri konusunda ek güvenceler istedikleri konuşuldu. Kurtarma paketinin serbest bırakılması beklenen Eurogroup toplantısının ise 20 Şubat'ta gerçekleşmesi bekleniyor. 20 Şubat'ta Troyka ile Yunanistan arasında anlaşmaya varılsa dahi ülkenin ay sonuna kadar hayata geçirmesi gereken 24 maddelik bir yapılacaklar listesi var. Anlaşmanın hemen ardından ülkenin 200 milyar € tutarındaki özel sektör borcunun da yapılandırılması bekleniyor.
- **Moody's Avrupa ülkelerinin notunu indirdi.** Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşu Moody's İtalya, İspanya, Portekiz, Slovakya, Slovenya ve Malta'nın kredi notunu düşürdüğünü açıkladı. Kuruluş ayrıca notu AAA olan İngiltere, Fransa ve Avusturya gibi ülkelerin görünümünü negatife çevirdiğini duyurdu. Böylece İngiltere ilk defa büyük bir kredi derecelendirme kuruluşu tarafından negatif izlemeye alınmış oldu.
- **S&P 15 bankanın notunu indirdiğini açıkladı.** Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşu S&P aralarında önemli finansal kuruluşlarında bulunduğu 34 İtalyan bankasının notunu düşürdüğünü açıklamasının ardından İspanyol bankalarında da not indirimlerine gittiğini duyurdu. Kuruluş aralarında Santander ve BBVA gibi sektörün önemli bankalarının da bulunduğu 15 bankanın notunu indirdiğini açıkladı.
- **FED Toplantı tutanakları açıklandı.** FED 24-25 Ocak'ta iki gün süren toplantısına ilişkin tutanaklar açıklandı. Tutanaklardan FED'in ekonomiyi canlandırmak adına 3. Tur parasal genişlemeye (QE3) gitmek için hazır olmadığı belirtildi. Komite üyelerinden sadece birkaçı yeni tahvil alımlarına geç olmadan başlaması gerektiğini dile getirirken, üyelerin büyük bir çoğunluğu ekonominin daha fazla zayıflaması ve enflasyonun orta vadeli hedef olan %2'nin altında kalmaya devam etmesi durumunda, yeni bir parasal genişlemeye gidilmesi gerektiğini dile getirdiler. Tutanakların geneline bakıldığında edinilen izlenim ekonomik veriler kötüleşmeye başlamadan yeni bir parasal genişlemeye gidilmeyeceği yönünde.
- **ABD'de perakende satışlar beklentilerin altında gerçekleşti.** ABD'de Ocak ayı perakende satış verisi %0.4'lik bir artışı işaret etti ve piyasa beklentisi olan %0.8'lik artışın sadece yarısını karşılayabildi. 401 milyar \$'a ulaşan perakende satışlar yıllık olarak ise %5.8'lik bir artış gösterdi. Özellikle otomobil satışlarındaki düşüş dikkat çekerken, ABD ekonomisinde harcamaların artmasına rağmen hala istenilen düzeyde olmadığı gözlemlendi.
- **ABD'de işsizlik maaşı başvuruları son 4 yılın en düşükünde.** 11 şubat itibariyle ABD haftalık işsizlik maaşı başvuruları verisi bir önceki haftaya göre 13 bin kişilik bir düşüş göstererek 365 bin olan piyasa beklentisinin altında 348 bin olarak gerçekleşti ve 4 yılın en düşük rakamına işaret etmiş oldu.
- **Gelişmiş ekonomiler parasal genişleme önlemleri almaya devam ediyor.** Japonya Merkez Bankası (BoJ) tahvil alımlarını artıracaklarını duyurarak mevcut para politikasını daha da gevşeteceğini açıkladı. Banka Japonya'da ihracatta yaşanan sert düşüş ve beklentilerin üzerinde küçülmesinin ardından 55 trilyon Yen'lik varlık alım programını 65 trilyon Yen'e (838 milyar \$) çıkarttığını duyurdu. BoJ ayrıca orta ve uzun vadede %2 ve altını enflasyon hedefi olarak belirlediğini ve aynı dönemde büyüme hedefini ise %1 olarak belirlediğini dile getirdi.
- **Çin Avrupa'ya yardım edeceğini açıkladı.** ABD'den sonra dünyanın en büyük ekonomisi olan Çin Avrupa'ya yardım edeceğini açıkladı. Çin Başbakanı Wen Jiabao yaptığı açıklamalarda AB'de yaşanan finansal krizin çözümüne daha fazla dahil olmak istediklerini fakat AB'nin bu konudaki çabalarını daha net bir şekilde ortaya koymasına gerektiğini dile getirdi.
- **Petrol fiyatları 120 \$'a kadar yükseldi.** AB ülkelerinin İran'dan yapacakları petrol ithalatlarını kontratlarını bittikten sonra yenilememe kararı almalarının ardından, Dünya'nın 3. büyük petrol ihracatçısı olan İran devlet televizyonunda ülkenin AB'ye yaptığı petrol ihracatını durdurduğu yönünde haberler yer aldı. Haberde İran'ın Yunanistan, İtalya, Fransa, İspanya, Portekiz ve Hollanda'ya olan petrol ihracatını durdurduğu belirtildi. Haberin ardından petrol fiyatları sert bir yükseliş ile 120 \$'a yükselirken, İran petrol bakanlığından yapılan muğlak açıklamada böyle bir karar alınmadığı, alınsa bile bunun İran Yüksek Ulusal Güvenlik Konseyi tarafından açıklanacağını bildirildi.

DenizBank Ekonomi Bülteni

Yurtiçi Gelişmeler

Ödemeler Dengesi, Aralık 2011

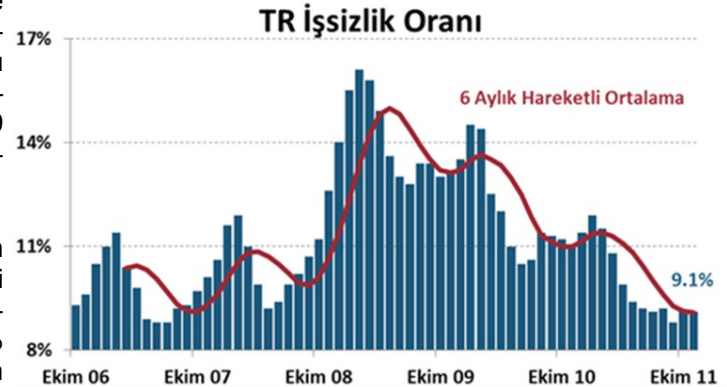
- Cari Açık yıllık bazda kademeli gerileme eğilimini yılın son ayında da devam ettirdi ve 77.1 milyar \$ olarak gerçekleşti. Cari açıktaki gerilemenin enerji dışı kısımda daha belirgin olması orta-uzun vadeli görünüm açısından oldukça pozitif.
- Finansman tarafı incelendiğinde, bankacılık sektörünün net kredi kullanımı yıllık bazda %6 gerileyerek 12.1 milyar \$ olarak gerçekleşti, reel sektörün net kredi kullanımına bakıldığında ise 2010 yılın 4.6 milyar \$ net kredi ödeyici olan Türkiye'nin 2011 yılında 7.1 milyar \$ net kredi kullanıcısı konumuna geçtiği gözlemlendi.

Ödemeler Dengesi						
Milyon Dolar	2010	2011	%	2010	2011	%
	Aralık	Aralık	Artış	Oca-Ara	Oca-Ara	Artış
CARI İŞLEMLER HESABI	-7,579	-6,573	-13%	-47,099	-77,089	64%
Dış Ticaret Dengesi	-7,258	-6,708	-8%	-56,445	-89,418	58%
Hizmetler Dengesi	320	337	5%	15,035	18,322	22%
Gelir Dengesi	-826	-599	-27%	-7,137	-7,722	8%
Cari Transferler	185	397	115%	1,448	1,729	19%
SERMAYE VE FİN. HES.	8,044	6,733	-16%	45,170	67,475	49%
Doğrudan Yatırımlar	1,903	3,077	62%	7,620	13,420	76%
Portföy Yatırımları	-9	2,887	-32178%	16,093	22,079	37%
Diğer Yatırımlar	7,608	-4,689	-162%	34,266	30,163	-12%
Rezerv Varlıklar	-1,458	5,458	-474%	-12,809	1,813	-114%
NET HATA NOKSAN	-100	-14	-86%	4,144	12,461	201%

- TCMB rezervlerinde Aralık ayında (MB tarafından yapılan yüksek tutarlı döviz satışlarının etkisiyle) 5.5 milyar \$'lık bir azalış oldu. Aralık'ta yaşanan bu ciddi düşüşe rağmen 2011 yılının tamamında rezervlerdeki azalış 1.8 milyar \$'la sınırlı kaldı.
- Portföy yatırımlarında son iki ayda gerçekleşen 2 milyar \$'lık DİBS alımının ardından Aralık ayında da 3.2 milyar \$'lık DİBS alımı gerçekleşti. Buna paralel 2011 yılının tamamında 14.8 milyar \$'lık bir giriş yaşandı. Öte yandan hisse senedi piyasalarından Ekim ayından beri devam eden yabancı çıkışları Aralık ayında durdu. Aralık ayında 203 milyon \$'lık girişin olduğu piyasada 2011 yılında nette 900 milyon \$'lık bir çıkış yaşanmış oldu.

İstihdam, Kasım 2011

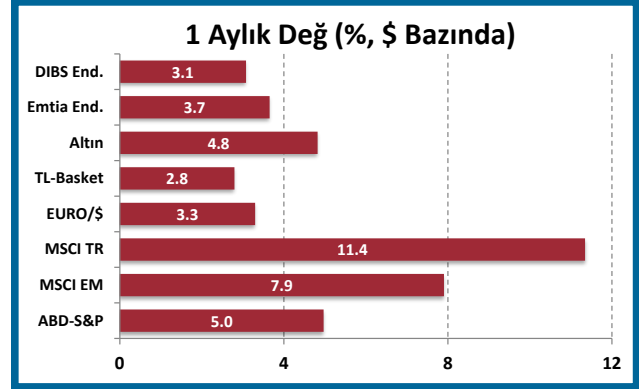
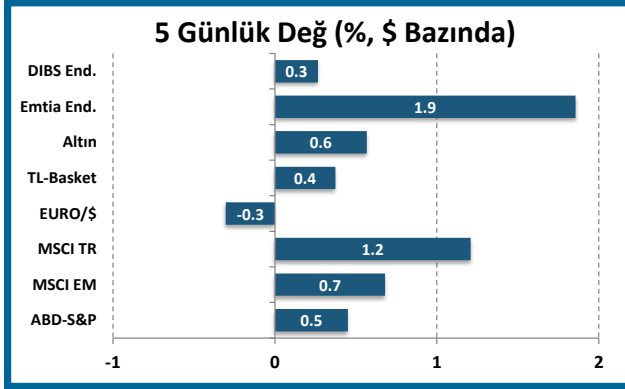
- İşsizlik oranı Kasım ayında sabit kalarak %9.1 olarak gerçekleşti. Aynı dönemde mevsim etkisinden arındırılmış işsizlik oranı da %0.1'lık bir düşüş kaydederek %9.3'e geriledi. Tarım dışı işsizlik oranı da 0.2 puanlık bir düşüş ile %11.4' geriledi, geçen yılın aynı döneminde bu oran %13.7 olarak gerçekleştirmişti. Yıllık bazda baktığımızda son 12 aylık dönemde işsizlik oranı 1.9 puan, Tarım dışı işsizlik oranı ise 2.3 puanlık bir düşüş kaydetti.
- 2011 yılı Kasım döneminde istihdam edilen çalışan sayısı ise geçen yılın aynı ayına göre 1.41 milyon kişi arttı ve 24.3 milyon kişiye ulaştı. Bu dönemde istihdam edilenlerin %24.7'si tarım, % 19.4'ü sanayi, % 6.9'u inşaat ve %49'u ise hizmet sektöründe istihdam edildi.
- Geçen 12 aylık süre zarfında inşaat sektörünün istihdam edilenler içindeki payı artmaya devam ediyor. İnşaat sektörünün payı 0.2 puan artarken, bu karşılık sanayi sektörünün payının geçen ay 0.6 puan azalmasının ardından bu ayda 1 puan azaldığı görüldü. Tarım sektörünün payı ise yatay seyrini devam ettirdi ve 0.2 puan geriledi. Sanayi sektörünün payı ise 1 puanlık ciddi bir gerileme kaydetti. İşgücüne katılım oranı ise bu dönemde 0.6 puan azalarak %49.4'e geriledi.



DenizBank Ekonomi Bülteni

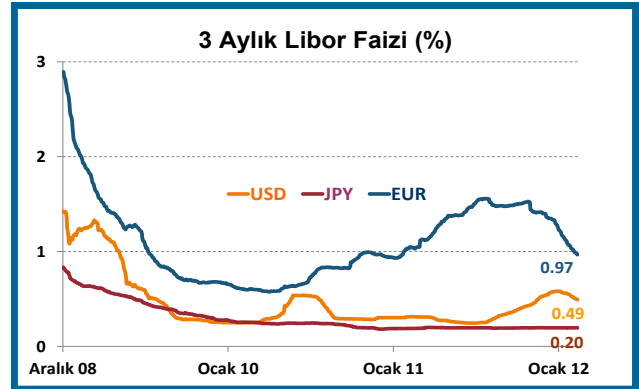
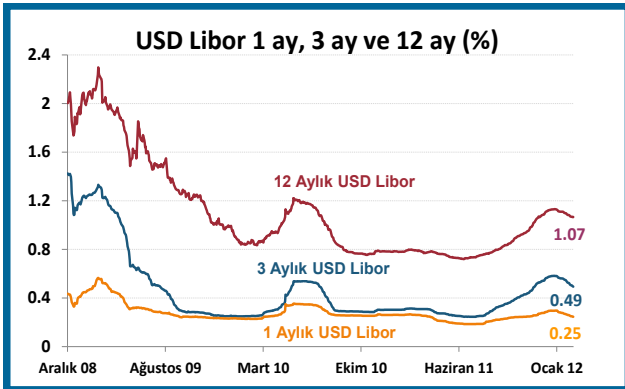
Finansal Göstergeler

Haftalık ve Aylık Getiri



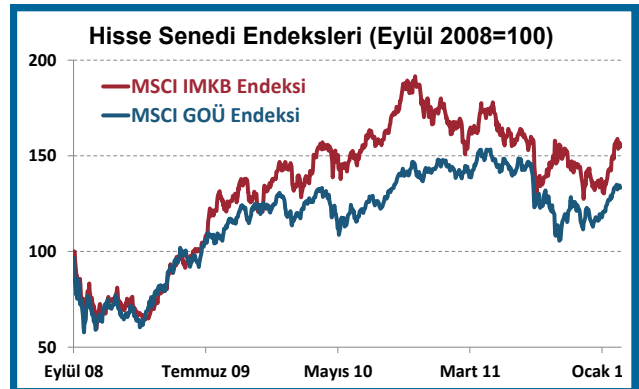
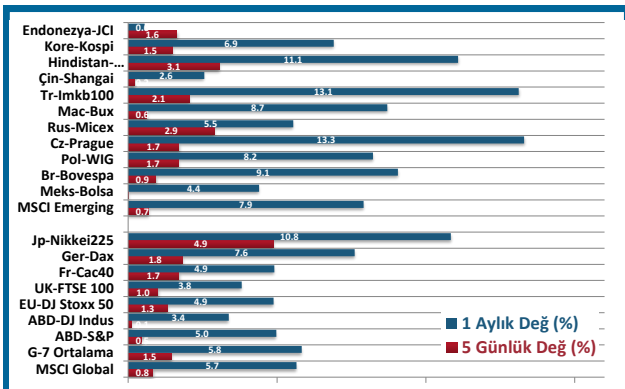
Artan risk iştahına paralel finansal varlık fiyatları yükselmeye devam ediyor.

Para Piyasaları



Gevşek para politikalarının uzun süreceğine yönelik beklentilere paralel libor faizleri geriliyor...

H. Senedi Piyasaları

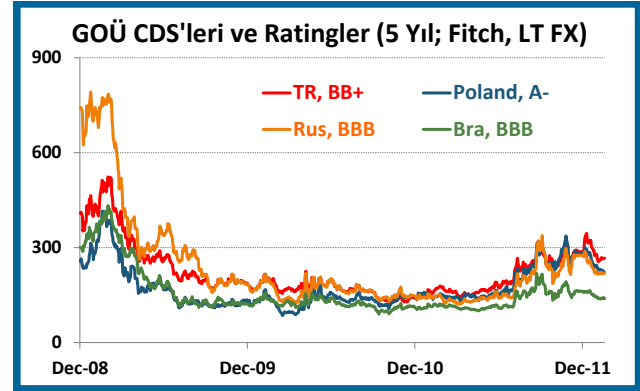
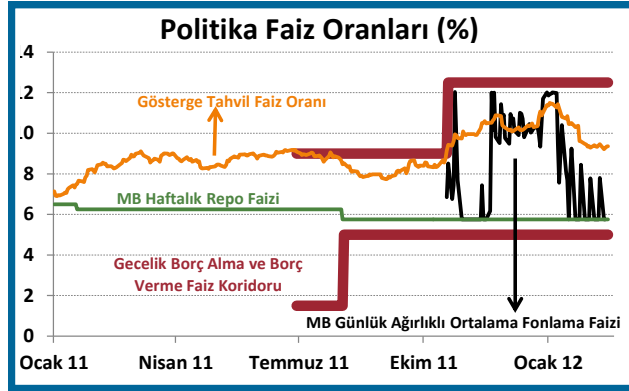


IMKB MSCI GOÜ endeksinden pozitif ayrılmaya devam ediyor...

DenizBank Ekonomi Bülteni

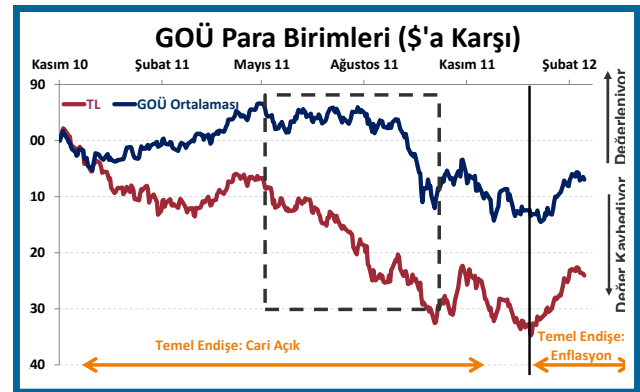
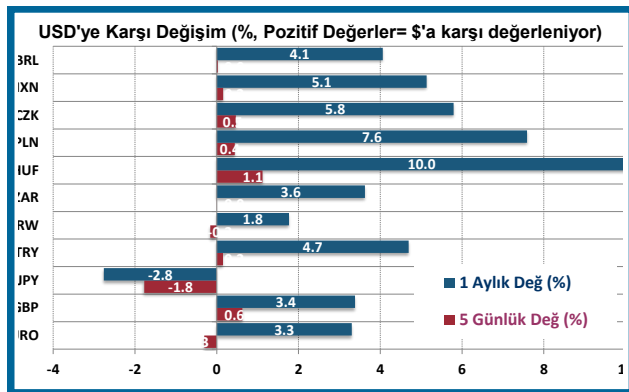
Finansal Göstergeler

Tahvil Piyasaları



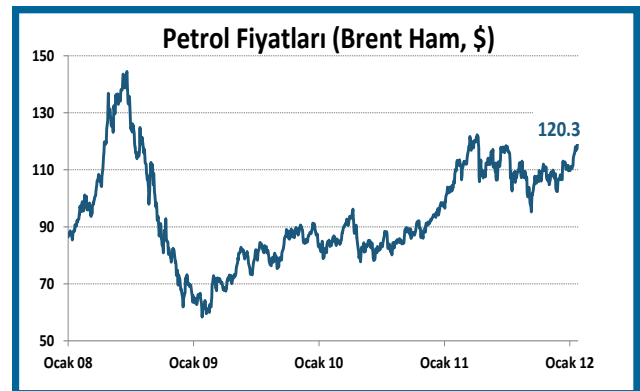
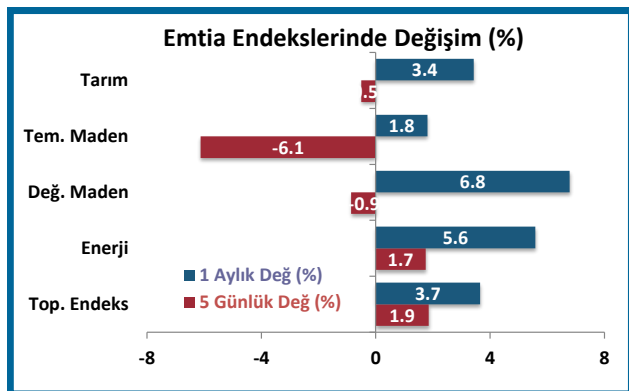
Gösterge tahvil getirisi %9.3 civarında yatay...

Döviz Piyasaları



Doğu Avrupa para birimlerinin Dolar'a karşı değerlenmesi son bir aylık dönemde daha belirgin...

Emtia Piyasaları



Petrol fiyatları uzun bir aranın ardından tekrardan 120 \$'ın üzerine çıktı...

DenizBank Ekonomi Bülteni

Makro Ekonomi & Strateji

Gelişmekte Olan Ükelere İlgili Hangilerine Yoğunlaşacak ?

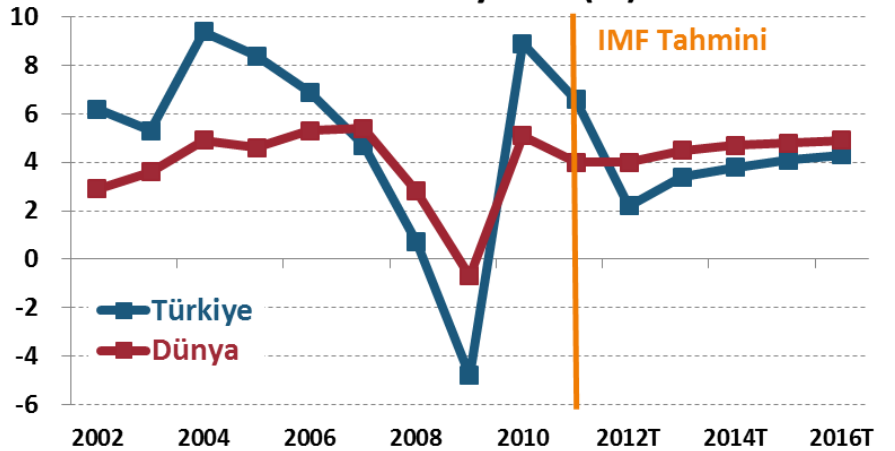
Son dönemde gelişmiş ekonomilerin halihazırda gevşek olan para politikalarını daha da gevşetme yönünde adımlar attıklarını izliyoruz. Özellikle yeni başkanı Draghi önderliğinde Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB) Aralık ayında 523 AB bankasına sağladığı yaklaşık 500 milyar € tutarındaki uzun vadeli fonlama imkanı olumsuz havayı dağıtan ve krizden çıkış sürecini tetikleyen en kritik hamle olarak karşımıza çıktı. Bunun ikincisi de Şubat sonunda gelecek. Tahminler Aralık'taki fonlamanın dahi üzerine çıkacak yeni bir likidite desteğinin gerçekleşeceği yönünde. ABD tarafında da benzer bir süreç var. Ekonomik aktivitede bozulma gerçekleşirse üçüncü bir parasal gevşemeye (QE3) gideceklerini açıkladılar. Önceliklerden farkı bu sefer problemlili konut sektörünü ayağa kaldırmak için FED'in aktiflerine konut kredilerine dayalı varlığa dayalı menkul kıymetleri alması bekleniyor. Enflasyon rakamları ve beklentileri de gayet olumlu ve merkez bankalarının bu şekilde parasal gevşeme gitmesinin önünde herhangi bir engel oluşturmuyor. Özetle, global anlamda bol ve ucuz likidite ortamının devamı için şartlar oldukça müsait. Bir sonraki aşama ise bu bol likiditenin nereye yöneleceği.

2011'de %21 değer kaybeden ve değerlemeleri açısından tarihi ortalamalarının %30 altına düşen gelişmekte olan ülkeler (GOÜ) endeksi (MSCI) 2012'nin başından bugüne %15 yükseldi. Yani görünen o ki piyasalar bu likiditeyi gelişmekte olan ülkelere yansıtmaya niyetli ve bu süreç başladı. GOÜ'lerde yıl başından itibaren görülen ralli aslında bu likiditenin sonuçlarından ziyade uzun süredir gündemi meşgul eden problemlerin çözümüne yönelik adımların atılmaya başlamasına paralel gerçekleşti. Bu adımları gören ve ECB tarafından likidite sıkıntıları giderilen bankalar her geçen gün daha fazla oranda karşılık ayırıp 2008'deki krizden kalan problemlerini de geride bırakıyorlar. Bu hafta içinde bilançolarını açıklayan Fransız BNP ve Societe'nin olası Yunanistan zararlarına karşı konuşulan %70'lik haircut miktarının bile üzerinde %75 oranında karşılık ayırmış olmaları bunun en net örneği. Bu sorunlar aşıldıktan sonra AB'li bankaların ECB'de park ettikleri 500 milyar € gibi rekor bir düzeyde gecelik mevduat da finansal piyasalara dönecek. Bu likiditenin bir kısmının tekrardan sisteme dönmesi bile GOÜ'leri hızla bu seviyelerinin de üzerine taşıyabilir.

Bloomberg'de Templeton ve Ashmore çapında büyük yatırım fonlarının Peru ve Tayland gibi daha önce çok fazla yabancı yatırım çekememiş ekonomilere yönelmeye başladığına ilişkin haberler bu çerçevede değerlendirilmeli. Bloomberg'ün büyüme, enflasyon, kamu borcu gibi ekonomik öngörülerin yanı sıra hisse senedi piyasalarındaki fiyat kazanç oranı, döviz oynaklığı gibi piyasa verilerden oluşturduğu endeks, gelişmekte olan ülkeler arasında hangilerinin öne çıktığını net bir şekilde ortaya koyuyor. Buna göre Çin bu listede açık ara ilk sırada. (**Arka sayfadaki tablo**). Özellikle büyüme tarafında diğer GOÜ'ler ciddi bir şekilde ayrılan ülkede kamu borcu ve döviz oynaklığının çok düşük olması ülkeyi birinci sıraya taşıyan faktörler arasında yer alıyor.

Liste'de Türkiye'nin ise Brezilya, Hindistan ve Rusya gibi BRIC ülkeleri ile Güney Afrika ve Endonezya gibi yatırım yapılabilir seviyede olan diğer GOÜ'leri geride bırakarak 7. sırada yer aldığını görüyoruz. Endeksin oluşturulmasında 2016'ya kadar olan büyüme oranları önemli bir yer tutuyor ve bu beklentiler IMF tahminlerine göre oluşturuluyor. Fakat **IMF'in Türkiye için büyüme beklentileri** şaşılacak derecede düşük. Şöyle ki kriz yılları dışında global büyüme oranını 2002'den bugüne yıllık bazda ortalama olarak 2.7 puan geçen Türkiye, IMF tahminlerine göre önümüzdeki dönemde global büyüme ortalamasının 1 puan altında kalacak. IMF Türkiye için bu kadar negatif büyüme beklentisi ortaya koymuyor olsaydı Türkiye'nin listede daha da yukarıya yükselmesi mümkün olacaktı.

Ekonomik Büyüme (%)



Bunun yanında Türkiye'nin düşük kamu borcu ve hisse senedi piyasasının diğer GOÜ'lere göre fiyat defter değeri açısından hala ucuz olması bizi öne çıkaran faktörler arasında yer alıyor.

DenizBank Ekonomi Bülteni

Makro Ekonomi & Strateji

Riski ve getirisi çok yüksek GOÜ'lerden oluşan bir ikinci liste daha var (**Aşağıdaki tabloda mavi kısım**). Bu grupta yer alan ülkelerin piyasalarının işlem hacimlerinin düşük olması ve yatırıma ilişkin diğer zorluklar barındırmasına rağmen, yüksek büyüme potansiyelleri dikkat çekiyor. Listede ilk sırada yer alan Vietnam'ın yüksek enflasyon oranına rağmen önümüzdeki 4 yıl için toplam %31.4'lük büyüme öngörülüyor olması AB ülkelerinin resesyon riski taşıdığı bir ortamda yatırımcıların ilgisini çekmesi gayet doğal.

Yine bu yüksek riskli diye tabir edilen ülkeleri değerlendirdiğimizde dikkat çeken bir başka husus da Türkiye'nin hisse senedi piyasasının fiyat kazanç değeri açısından bu riskli ve yüksek getirili diye tabir edilen 15 GOÜ'nün 7 tanesinden daha ucuz olması.

	Ülke	Toplam Endeks Puanı	GSYİH Büyümesi (Kümülatif) ¹	Enflasyon (Yıllık Ortalama) ²	Kamu Borcu (GSYİH %) ³	Hisse Sen. Fiyat/Kazanç	Döviz Oynaklığı	Ticaret Kolaylığı (Sıralama)
Gelişmekte Olan Ülkeler	1-)Çin	80	47	3.1	16	11.5	1.7	91
	2-)Tayland	64	23	3.5	45	12.6	4.3	17
	3-)Peru	61	24	2.1	14	11.5	4.1	41
	4-)Şili	57	19	3	11	18.2	12.1	39
	5-)Malezya	52	19	2.4	57	17.3	7.9	18
	6-)Polonya	51	20	2.6	56	8.3	21.1	62
	7-)Türkiye	51	16	5.4	35	11.1	13.7	71
	8-)Rusya	51	23	5.8	15	5.1	12	120
	9-)Endonezya	50	30	5.3	21	16.7	9.8	129
	10-)Çek Cum.	48	16	2	46	36.6	16.4	64
	11-)Macaristan	47	19	3	74	7.9	21.1	51
	12-)Kolombiya	47	18	2.9	33	14.6	12.4	42
	13-)G. Afrika	45	15	4.9	38	11.4	18.1	35
	14-)Meksika	44	15	3	43	18.6	14.3	53
	15-)Hindistan	42	35	6	61	15.3	8.5	132
Riskli ve Getirisi Yüksek Gelişmekte Olan Ülkeler	1-)Vietnam	71	31	6.8	46	7.2	5	98
	2-)BAE	67	10	2.2	19	12.6	0.7	33
	3-)Bulgaristan	61	24	3	20	7.7	12.2	59
	4-)Romanya	61	23	3.3	33	6.7	14.5	72
	5-)Kuveyt	60	13	3.2	7	15.5	5.8	67
	6-)Kazakistan	59	32	6.8	14	18.4	12.8	47
	7-)Katar	59	6	4.1	27	10.7	0.6	36
	8-)Sırbistan	58	25	4	40	7.3	14.9	92
	9-)Bahreyn	56	14	2.4	52	19.8	0.2	38
	10-)Tunus	56	27	3.6	47	15.7	8.6	46
	11-)Botswana	55	22	5.2	11	9.8	12.6	54
	12-)Umman	55	8	3.1	3	11.9	1.1	49
	13-)Hırvatistan	52	16	2.6	53	4.2	12.6	80
	14-)Kenya	50	20	5.5	52	8.2	10.2	109
	15-)Ukrayna	46	25	6.4	38	14.7	18.4	152

Kaynak: Bloomberg

¹⁻²⁻³ 2012'den 2016'ya kadar olan tahminleri içerir

Özetle, bundan sonraki dönemde AB krizine yönelik gelecek her olumlu adım bu ülke ekonomilerinin kötüye gidişini frenleyecekken, buna paralel piyasalarda artacak risk iştahı GOÜ'lerdeki finansal varlık fiyatlarını daha da yukarı taşıyacak. Bloomberg'ün iki ana GOÜ grubu için yaptığı analiz Türk piyasalarının uzun vadeli yatırımcılar için Çin dışındaki BRIC ülkelerinden bile daha çok daha çekici bir konumda olduğunu gösteriyor. Kaldı ki bu analiz, IMF'in tartışmaya açık büyüme tahminleri üzerine yapılmamış olsaydı Türkiye'nin yatırımcılar için en çekici birkaç ülkeden biri içinde yer aldığını görebilirdik.