

12.06.2019

H. Erkin Işık, CFA
 +(90) 212 318 5096
hasanerk.in.isik@qnbfinansbank.com

Deniz Çiçek
 +(90) 212 318 5086
deniz.cicek@qnbfinansbank.com

- Türkiye ekonomisi son dönemde dış dengesizlikler konusunda akım sorununu en azından kısa vadede halletmiş gözükürken, stok sorunu son dönemdeki kısmi iyileşmeye rağmen halen devam ediyor. Konuyla ilgili analizimizi raporda bulabilirsiniz.
- Hazine bu hafta düzenlediği ihalelerle piyasadan 10.1 milyar TL, kamu kurumlarından da 3.0 milyar TL ile aylık hedefinin üzerinde borçlandı.
- Bugün PPK toplantısında 50 baz puanlık faiz indirimi bekliyoruz. Ayrıca Mayıs ayı nakit bütçesinin, mali görünümdeki bozulmanın devam ettiğine işaret edeceğini düşünüyoruz.

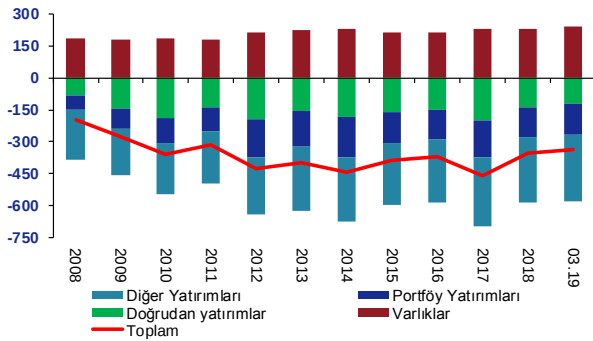
Dış dengesizliklerde akım ve stok sorunu ne durumda?

Türkiye'nin dış dengesizlikleri uzun süredir ana kırılganlık alanı olarak değerlendirilmektedir. Son dönemde ise özellikle cari açığın ekonomik aktivitedeki belirgin yavaşlamanın etkisi ile düşmüş olması, en azından kısa vade için akım sorunu gündemden çıkarmıştır. Mart ayı itibarıyla cari açığın milli hasılaya oranı % 1.7 ile 2009'dan beri en düşük seviyesine gelmiştir. Yaz aylarında cari fazla görme ihtimalinin de oldukça yüksek olduğunu düşünüyoruz. Ancak önceki yıllarda verilen yüksek dış açık sebebiyle önemli bir dış açık stoku oluşmuştur. Aşağıda inceleyeceğimiz gibi, bu alanda da son yıllarda bir miktar iyileşme olsa da, halen dış açık stoku yüksek seviyede bulunmaktadır.

Bu açıdan ilk olarak TCMB'nin yayınladığı Uluslararası Yatırım Pozisyonu (UYP) verilerini inceledik. 2008 yılından sonra global likidite şartlarının olumlu seyretmesi ile Türkiye hem doğrudan hem de portföy yatırımları kanalından önemli miktarda sermaye çekmiştir. 2008-2017 yılları arasında UYP açığı 263 milyar dolar artışla 462 milyar dolara kadar çıkmıştır. (Grafik 1) Bu artışın 116 milyar doları doğrudan yatırımlardan, 105 milyar doları da portföy yatırımlarından kaynaklanmıştır. (Bu artışa varlıkların dolar karşısında değer kazancı da dahildir.)

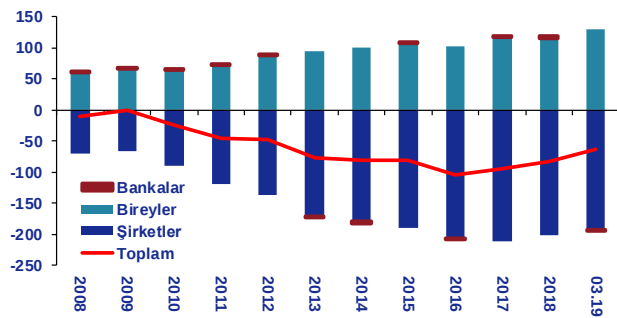
Sonrasında ise, hem varlık fiyatlarının dolar karşısında değer kaybı, hem de sermaye çıkışları ile UYP düşüşe geçmiştir. 2017 sonu ile 2019 Mart ayı arasında UYP'nin 125 milyar dolar gerileyerek 337 milyar dolarlık bir yatırım açığına işaret ettiği görülmektedir. Bu dönemde doğrudan yatırım pozisyonu 75 milyar dolar, portföy yatırım pozisyonu da 30 milyar dolar gerilemiştir. Ancak bu düşüşe rağmen bulunan UYP

Grafik 1: Uluslararası yatırım pozisyonu (Milyar USD)



Kaynak: TCMB

Grafik 2: Net döviz pozisyonu (Milyar USD)



Kaynak: TCMB, BDDK, QNB Finansbank

seviyesi GSYH'nin %48'i ile 2002-2006 dönemindeki ortalama %35 ve 2000 öncesindeki ortalama %25 seviyesine göre hala oldukça yüksektir.

Dış dengesizlikler konusundaki stok görünümü ile ilgili olarak bir başka gösterge de yurtiçinde özel sektörün döviz açık pozisyonudur. TCMB şirketler için, toplam döviz yükümlülükleri ile varlıkları arasındaki fark olarak tanımlanan döviz açık pozisyonunu yayınlamaktadır. Biz de bunun üzerine bireylerin ve bankaların döviz pozisyonunu ekleyerek, özel sektöre ilişkin toplulaştırılmış bir görünüme ulaştık. Bireylerin döviz yükümlülüğü olmaması sebebiyle DTH ve döviz cinsi menkul kıymet portföylerinin toplamını hesapladık. Bankaların döviz pozisyonu ise haftalık olarak BDDK tarafından yayınlanmaktadır.

Bu şekilde hesapladığımızda, özel sektörün toplam açık pozisyonunun 2009'daki denge seviyesinden 2016 yılında 104 milyar dolara çıktığı görülmektedir. (Grafik 2) Bu artışta 139 milyar dolar artan şirketlerin açık pozisyonu belirleyici olmuştur. Sonrasında ise yurtdışı finansman koşullarının bozulması ile özel sektörün döviz riski azalmaya başlamıştır. 2016 sonundan Mart 2019'a kadarki dönemde toplam açık pozisyon 41 milyar dolar düşüşle 63 milyar dolar düzeyine gerilemiştir. Bu düşüşün 14 milyar doları şirketlerin açık pozisyonundaki azalıştan, 26 milyar dolarlık daha önemli bir kısmı ise bireylerin döviz varlıklarını artırmasından kaynaklanmıştır. Ancak 63 milyar dolarlık toplam döviz pozisyonu halen oldukça yüksek bir seviyede bulunmaktadır.

Sonuç itibarı ile hem UYP hem de açık pozisyon verileri, son yıllarda döviz dengesizlikleri açısından iyileşme sağlandığına işaret etmektedir. Ancak her iki göstergenin de bulunduğu seviyelerin oldukça yüksek olması, halen dengelenme sürecinin sonuna gelmediğimizi düşündürmektedir.

PPK toplantısı bekleniyor

Hazine dünkü 2 yıl vadeli sabit kuponlu tahvil ve 6 yıllık FRN ihaleleri ile piyasadan toplam 4.1 milyar TL, kamu kurumlarından da 1.5 milyar TL borçlandı. İhalelerdeki talep karşılama oranı %71 ile yüksek gerçekleşirken, 2 yıllık ihaledeki faiz %22.83 ile beklentiler doğrultusunda kaldı. Önceki günkü ihalelerle birlikte Hazine'nin bu ayki piyasadan borçlanması 10.1 milyar TL ile hedeflenen 9.3 milyar TL'nin üzerinde gerçekleşti. Ayrıca kamu kurumlarına ihraç da 3.0 milyar TL ile hedeflenen 2.2 milyar TL'nin üzerindeydi. Hazine önümüzdeki hafta 2 yıl vadeli kira sertifikası ihracı ile 0.5 milyar TL daha borçlanmayı hedefliyor. Ancak son dönemde bütçe görünümündeki bozulmanın yarattığı finansman ihtiyacı sebebiyle, talep olması durumunda daha yüksek ihraç görebiliriz.

Global likidite şartlarındaki iyileşme ve enflasyonda son aylardaki olumlu sürprizler sebebiyle, bugünkü PPK toplantısında %24.0 seviyesinde bulunan politika faizinde 50 baz puanlık indirim bekliyoruz. Piyasa anketlerinde değişim beklenmiyor. (Ayrıntılar için [link](#))

Ayrıca bugün Hazine ve Maliye Bakanlığı, Mayıs ayı nakit bütçe gerçekleştirmelerini açıklayacak. Dünkü raporumuzda incelediğimiz gibi, nakit dengesinin 14.3 milyar TL açık verdiğini tahmin ediyoruz. Bu da 12 aylık bütçe açığının milli hasılaya oranını %3.2 seviyesine çıkartacaktır. (Ayrıntılar için [link](#))

Küresel piyasalarda, geçtiğimiz dönemde Fed faiz indirimi beklentileriyle gerilemiş olan ABD **10 yıllık tahvil faizi** yatay seyrederek %2.13 civarında seyrediyor. Dolar da benzerleri karşısında zayıf seyrederken, **EUR/USD** bu sabah 1.1335 seviyelerinde bulunuyor. **USD/TL** 5.80 seviyesi civarında seyretmeyi sürdürüyor.

Faiz tarafında, **2 yıllık tahvil faizi** 7 baz puan artarak %23.04 olurken, **1 yıllık swap faizinde** %23.30'dan son işlem geçti. 5 yıllık Türkiye **CDS'i** ise 8 baz puan daha yükselerek 471 oldu.

Piyasalara Bakış

Döviz Piyasası

Spot	Son fiyat	Günlük değ.	Haftalık değ.	TL Reel Kur Endeksi (2003=100)
USDTRY	5.8083	0.6%	1.3%	
EURTRY	6.5855	0.7%	2.3%	
SEPET	6.1964	0.6%	1.6%	
EURUSD	1.1333	0.2%	0.9%	
GBPUSD	1.2720	0.3%	0.3%	
USDJPY	108.460	0.1%	-0.1%	
EURCHF	1.1238	-0.4%	-0.6%	
CNHUSD	6.9300	0.2%	0.0%	

Global Hisse Senetleri

	Son	Günlük	Haftalık
VIX	16.0	0.3%	-5.8%
S&P 500	2,886	0.0%	2.9%
DJ Ind.	26,049	-0.1%	2.8%
DAX	12,156	0.9%	3.1%
FTSE	7,398	0.3%	2.6%
NIKKEI	21,198	0.0%	2.0%
BIST 100	92,826	-1.4%	3.1%

Tahvil ve Eurobond Piyasaları

Gösterge devlet tahvilleri (% bileşik)	Son	Günlük	Haftalık	Türkiye eurobondları	Fiyat	Getiri	Spread
2 yıllık	23.04	0.07	-0.96	05/06/20	102.0	4.71	252.4
5 yıllık	20.15	-1.32	-1.32	24/10/28	90.6	7.50	543.7
10 yıllık	18.15	-0.79	-0.79	16/04/43	74.0	7.14	487.1
				14/05/47	79.6	7.48	522.0

Para ve swap piyasaları

TCMB ort.	24.00	-0.03	0.00
ON sw ap	21.90	0.00	-1.07
1 ay sw ap	23.39	-0.16	-1.16
1 yıl sw ap	23.30	-0.40	-2.12

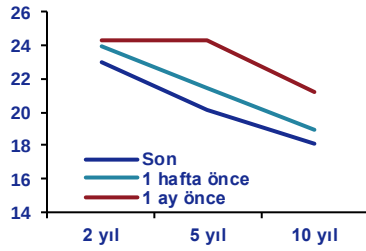
Şirket tahvilleri

Garanti22	94.9	6.92	501.9
YKB24	88.2	8.73	680.8
Akbank25	88.7	7.49	555.1

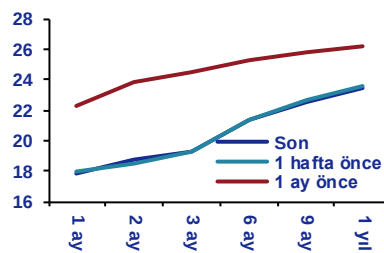
Global 10-Yıllık Faiz Oranları

	Son	Günlük	Haftalık
ABD	2.13	-0.01	0.00
Avr. Birliği	-0.23	-0.01	-0.01
İngiltere	0.86	0.05	-0.04
İtalya	2.39	0.03	-0.08
Japonya	-0.12	0.01	0.01

Tahvil Faizleri



Dolar/TL Opsiyon Volatilitesi



Kredi Riski

	Son	Günlük	Haftalık
EMBI+	413.4	-10.5	-19.7
5Y CDS Spreadleri			
Türkiye	470.6	7.5	5.6
Rusya	123.3	-0.1	-4.1
Brezilya	166.8	-2.8	-7.9
G.Afrika	197.1	-0.7	-8.9

Kaynak: Bloomberg, TCMB, QNB Finansbank

Bu rapor, QNB Finansbank Hazine Bölümü ekonomistleri tarafından müşterilerini bilgilendirmek amacıyla düzenlenmiştir. Raporun QNB Finansbank ile ilişkili bir kuruluşun müşterisi tarafından kullanılabilirliği, alan kişi ve bu kuruluş arasındaki akdi ilişkiye tabi olacaktır. Bu raporda sunulan bilgi, yorum ve tavsiyeler raporu hazırlayanların görüşlerini yansıtmakta olup yatırım danışmanlığı hizmeti kapsamında değildir. Mali durum ile risk ve getiri tercihlerinin çeşitliliğini göz önünde bulundururken sadece bu raporda yer alan görüşlere dayanarak verilecek yatırım kararları beklentilere uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu rapordaki bilgilerin derlenmesinde güvenilirliğine inanılan sağlam kaynaklardan faydalanılmıştır; ancak bilgilerin doğruluğu bağımsız olarak teyit edilmemiştir. QNB Finansbank bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda garanti vermemekte ve doğabilecek hatalarda sorumluluk üstlenmemektedir. Raporda sunulan bilgiler üzerinde önceden belirtilmeksizin değişiklik yapma hakkı saklıdır. QNB Finansbank ve ilişkili kuruluşlar ile bu kurumlarda çalışan personel araştırma raporlarında sözü edilen menkul kıymetlere yatırım yapabilir ve zaman içerisinde pozisyonlarını değiştirebilir. Bu raporda yer alan bilgilerin bir kısmı ya da tamamının kopyası çıkarılamaz ya da dağıtılamaz.