

STRATEJİ



BORÇ TAKASI

18 Haziran 2001

Net Takas miktarı 8,4 katrilyon TL'yi aştı...

Cuma günü akşama kadar teklif alınan Hazine'nin takas ihalesine gelen tekliflerin toplam tutarı net 10,8 katrilyon TL'ye ulaşırken, **net satış 8,485 trilyon TL** olarak gerçekleşti.

Takas işlemi ile ihraç edilen tahvillerin tutarları

Tahvil	Net (trilyon TL)	Nominal (trilyon TL)
3-yıl vadeli dövizde endeksli	2,828	3,367
5-yıl vadeli dövizde endeksli	2,828	3,679
1 yıl vadeli TL cinsi	1,672	1,724
2 yıl vadeli TL cinsi	1,156	1,192
Toplam	8,485	9,962

Nominal 100,000 TL olan 3-yıl vadeli kağıdın getirisi

İhale Grubu	İhraç fiyatı	Getiri Oranı
Grup I (2001 vadeli)	83,628	%14,89
Grup II (2002 vadeli)	84,563	%14,45

İhalede I. Grup ve II. Grup senetler için gelen teklifler sırası ile **net 5,728 trilyon TL** ve **5,087 trilyon TL** olarak

gerçekleşmiştir (rekabetçi olmayan teklifler dahil). İhale sonucunda, rekabetçi olmayan tekliflerin tümü karşılanmıştır. I. Grup ihaleden net 1,487 trilyon TL, II. Grup ihaleden net 1,537 trilyon TL olmak üzere toplam 3,024 trilyon TL kabul edilmiştir. Rekabetçi olmayan teklifler de dahil olmak üzere toplam net 8,485 trilyon TL tutarında takas yapılmıştır. Sonuç olarak, net bazda yaklaşık **\$4,8 milyar tutarında dövizde endeksli ve 2,8 katrilyon TL tutarında TL cinsinden değişken faizli tahvil** ihraç edilmiş olmaktadır.

Böylece, takasta **teklifin %78,5'i karşılanırken**, ortalama vade yapısı **5,3 ay** olan 8,9 katrilyon TL tutarında kağıt, ortalama vadesi **37,2 ay** olan tahvillerle **değiştirilmiş** oldu. Bu noktada iç borcun vadesini önemli ölçüde uzatılarak Hazine'nin Haziran ve sonraki aylardaki iç borç geri ödemeleri üzerindeki baskı önemli ölçüde kaldırıldı.

İç Borç Stoku	2000	Ort. vadeye	2001 Nisan	
	Miktar	Kalan ay	Miktar	Ort. vadeye
Genel Toplam	36,420,621	15.5	59,209,081	20.0
Nakden Satılan	29,422,613	9.4	32,191,815	6.2
<i>Tahvil</i>	27,373,224	9.7	22,025,314	7.7
<i>Bono</i>	2,049,388	4.3	10,166,502	2.9
Nakit Dışı Satılan	6,998,008	41.4	27,017,266	36.5

Senet Bazında Dağılım

(milyar TL)	Geri alınan nominal tutar
1. Grup senetler	
TRT200601T17	536,641
TRB270601T10	446,577
TRB110701T17	158,472
TRT180701T10	159,619
TRB250701T11	282
TRB080801T11	19,138
TRB050801T12	205,757
TRT220801T13	189,608
TRB050901T13	4,444
TRB190901T17	501,160
TRB101001T13	784,019
TRB211011T19	928,187
TRB051201T18	877,171
TRT121201T19	351,509
TRT031001T12	515,237

II. Grup Senetler	Geri alınan nominal tutar
TRT230102T18	959,537
TRT150501T14	564,084
TRT240702T11	411,857
TRT140802T12	829,303
TRT200202T10	86,565
TRT200202T28	160,258
TRB060302T17	255,448
Toplam	8,944,871

Yaklaşık olarak \$6,5 milyar'a karşılık gelen bu satışta, **1. Grup için %14,89, 2. Grup için de %14,45** olarak gerçekleşen faiz hem bankacılık kesimini hem de Hazine'yi memnun etti. Ekonomiden sorumlu Devlet Bakanı Derviş, gerçekleşen faiz oranları konusunda her iki taraf için orta bir yol bulunduğunu söylerken, benzer işlemin pek çok ülkede 17-18% gibi daha yüksek oranlarda

gerçekleştiğinin altını çizdi. Bankalar takas işlemine yoğun ilgi gösterirken, Hazine sistemdeki kur riskinin önemli bir bölümünü de üstlenmiş oldu. İç borç itfa programı açısından da Hazine, itfanın ertelenmesi ile

2001 yılında toplam 5,7 katrilyon TL daha az geri ödeme ile bütçe üzerindeki yükü hafifletme imkanı buldu. Özellikle, Haziran sonundaki yüklü ödemeler arifesinde takasın başarılı bir şekilde gerçekleşmesinin, faizler üzerinde de etkili olması beklenmekte. Bu kapsamda, döviz üzerindeki açık pozisyon baskısı önemli ölçüde ortadan kalkarken, döviz talebinin daha çok ödemeler dengesine bağlı kalması tahmin edilmekte.

Takasın 2001 yılı iç borç itfaları üzerindeki etkisi

(trilyon TL)	Takas öncesi	Takas sonrası	Fark
Haziran	9,049	8,066	-983
Temmuz	5,973	5,268	-705
Ağustos	9,073	8,400	-673
Eylül	5,640	5,134	-506
Ekim	7,788	6,213	-1,575
Kasım	4,383	3,276	-1,107
Aralık	3,985	3,819	-166
Toplam	45,891	40,176	-5,715

2001 yılındaki ödemelerin hafiflemesi, kamu ve fon bankalarının taleplerinin karşılanması, Merkez Bankası'nın **enflasyon hedeflemesine geçmesi için uygun bir zemin hazırlaması** da beklentiler arasında. Öte yandan, iç borcun vade uzatımı ile bankacılık sektörü de yapısal değişiklikler konusunda önemli bir adım atmış olacak. Artması beklenen ekonomik aktiviteye paralel olarak, **bankaların da kaynakların daha fazla bir bölümünü reel ekonomiye aktarması** mümkün olabilecektir.

Başarılı geçen takasın bir diğer olumlu etkisinin de Hazine ve bankaların **yurtdışı borçlanmaları** üzerinde gerçekleşmesi beklenmekte. Yıl sonuna kadar \$6 milyar civarında **sendikasyon geri ödemeleri** nedeni ile bankacılık sistemi üzerindeki baskının da hafiflemesi tahmin edilmekte.

Sonuç olarak takasa rağmen, döviz kurunun ve faizin seyrinde, yapısal reformlarda kaydedilen gelişmeler, hükümetin kararlılığı ve siyasi istikrar en önemli etkenler olmaya devam edecek. Hazine, artan faiz oranları ve devalüasyon nedeni ile oluşan zararın bir kısmını üstlenerek sistem üzerindeki baskıyı hafifletirken, **borçlanma maliyetlerini** de bir miktar arttırmış oldu. Artan maliyete rağmen, aksi takdirde ödenmesi gereken iç borcun bütçe ve sistem üzerindeki olumsuz etkisi düşünüldüğünde takasın Hazine için kısa vadede yararının ağır bastığı düşünülmektedir. Bankacılık sistemi açısından bakıldığında ise bankalar kur riskinin bir bölümünü Hazine'ye transfer ederken, aktif ve pasif arasındaki vade uyumsuzluğunu da bir miktar arttırmış oldular.

Bankalar Birliği tarafından yayınlanan rapora göre, 2000 yılı sonunda **bankacılık sisteminin aktif büyüklüğü** önceki yıla göre %45 oranında artarak **104,3 katrilyon TL**'ye ulaşmıştır. Toplam aktifler dolar bazında %16 oranında büyüyerek **\$155,2 milyar'a** ulaşmıştır. Böylece, toplam aktiflerin milli gelire oranı %92'den %82'ye gerilemiştir.

2000 yılında özel sermayeli bankalar sistemin yarısını oluşturmaya devam ederken, mevduatın vade yapısında önemli bir değişiklik olmamıştır. Mevduat yapısının analizi mevduatın çok kısa vadelerde yoğunlaştığını ortaya koymaktadır. 2000 yılında TL vadeli mevduatlarda 1 ay vadenin ağırlığı %11'den %28'e artarken, 3 ay vadenin ağırlığı da %36'dan %41'e yükselmiştir. Böylece, **1-3 ay arası toplam TL mevduatların %70'e yakını** oluşturmuştur. Yabancı para mevduatlarda ise toplamın %18'i ve %19'u 1 ay ve 6 ay vadeli hesaplarda, %35'i ise 3-ay vadeli mevduatlarda yer almaktadır. Toplamda

Türk Bankacılık Sistemi Aralık 2000					
US\$ milyar	Dağılım		Dağılım		
Likit Aktifler	49.8	32%	Mevduat	101.8	66%
Krediler	50.9	33%	Mevduat Dışı Kaynal	29.4	19%
Donuk Aktifler	22.9	15%	Diğer Pasifler	12.5	8%
-Takipteki Alacaklar (net)	2.1	1%	Özkaynaklar	8.1	5%
-İştirakler ve Bağlı Değerler	15.9	10%	Toplam Kar*	3.2	2%
-Sabit Kıymetler	4.9	3%	-Dönem Karı	2.9	2%
Diğer Aktifler	31.6	20%			
Toplam Aktifler	155.2	100%	Toplam Pasifler	155.2	100%
2000 yılı sonu kuru 672,000 olarak alınmıştır.					
Türk Bankacılık Sistemi Aralık 1999					
US\$ milyar	Dağılım		Dağılım		
Likit Aktifler	48.1	36%	Mevduat	89.7	67%
Krediler	40.4	30%	Mevduat Dışı Kayn.	23.0	17%
Donuk Aktifler	12.5	9%	Diğer Pasifler	13.5	10%
-Takipteki Alacaklar (net)	1.6	1%	Özkaynaklar	3.7	3%
-İştirakler ve Bağlı Değ.	6.8	5%	Toplam Kar*	4.2	3%
-Sabit Kıymetler	4.1	3%	-Dönem Karı	4.2	3%
Diğer Aktifler	33.1	25%			
Toplam Aktifler	134.1	100%	Toplam Pasifler	134.1	100%
1999 yılı sonu kuru 537,976 olarak alınmıştır.					

bakıldığında 1 ay vadeli mevduatın oranı 6 ay vadeli mevduatın gerilemesi ile %18'den %29'a yükselmiştir.

Özet olarak, **bankaların kaynaklarının %66'sını oluşturan mevduatın yapısının çok kısa vadeli** olması, yurtdışı borçlanmaların da genelde 1-yıl vadeli olması nedeni ile kaynaklar kısa vadede toplanmaktadır. Öte yandan, kullanım alanları incelendiğinde %32 ile

önemli bir yer tutan likit aktiflerin vadesinin göreceli olarak uzaması, **bankaların aktif pasif arasındaki vade uyumsuzluğunu bir miktar artırmaktadır.** Siyasi arenadaki belirsizliğin azalması ve hükümete olan güvenin yenilenmesi ile mevduat olarak toplanan kaynakların vadesini bir miktar uzatmak önümüzdeki dönemlerde faizlerin de muhtemel düşüşü ile gündeme gelecektir.

Türk Bankacılık Sistemi'nde Yabancı Paranın ağırlığı					
Aralık 2000					
milyar TL		payı			Dağılım
Likit Aktifler	17,357,861	52%	Mevduat	31,526,610	46%
Krediler	14,851,317	43%	Mevduat Dışı Kayn.	13,310,017	67%
Donuk Aktifler	3,319,536	22%	Diğer Pasifler	1,970,486	23%
Diğer Aktifler	1,235,872	6%	Özkaynaklar	64,482	3%
Toplam Aktifler	34,764,586	33%	Toplam Pasifler	48,386,470	46%

Yine Bankalar Birliği tarafından açıklanan verilere göre, **bankacılık sisteminin bilanço döviz pozisyonu¹ ise 2000 yılı sonunda \$4,1 milyar** büyüyerek **\$17,3 milyar'a** ulaşmıştır. Özel sermayeli bankaların bilanço döviz pozisyon açığı \$7,3 milyar'dan \$11,5 milyar'a yükselmiş ve sektör toplamının %66'sını oluşturmuştur. Bilanço döviz pozisyon açığının toplam aktiflere oranı sektörde 1 puan artışla %11'e çıkmıştır. Pozisyon açığının artışında, dezenflasyon programı çerçevesinde TL'ye olan talep, TL'nin başlıca yabancı paralar karşısında reel olarak değer kazanması, kamu kesimi borçlanma ihtiyacının sürmesi, kredi talebinin artması ve yurtdışı borçlanmaya bağlı olarak döviz arzının artması etkili olmuştur.

Bilanço Döviz Pozisyonu

(milyon dolar)	1999	2000
Ticaret bankaları	-13.345	-17.618
Kamusal sermayeli	-70	-652
Özel sermayeli	-7.303	-11.474
Fon'daki bankalar	-4.881	-3.960
Yabancı sermayeli	-1.092	-1.532
Kal. ve yat. bankaları	126	317
Sektör	-13.218	-17.301

Döviz pozisyonun sistem üzerine getirdiği baskının gerçekleşen takas operasyonu ile hafiflemesi beklenmektedir.

Son gelişmeler...

Hazine, ilave ihraç yapılmasına ilişkin gelen **yoğun talepler üzerine** 850 trilyon TL'lik takasın daha yapılacağını açıkladı. Pazartesi günü saat 12.00'ye kadar tekliflerin alındığı ihalede (satış Merkez Bankası aracılığı ile yapıldı) net 1,639.9 trilyon TL'lik teklif gelirken, **net 850 trilyon TL'lik satış** yapıldı. Söz konusu talebin 500 trilyon TL'si I. Grup senetler ve 350 trilyon TL'si de II. Grup senetler olmak üzere toplam 850 trilyon TL'lik kısmı karşılandı.

Başarı ile sonuçlanan takas sonrasında, Haziran ayı finansman ihtiyacının azalmasına bağlı olarak 19 Haziran'da yapılacak 3 ay vadeli bono ihalesinin minimum net satış tutarı 1,3 katrilyon TL'den 800 trilyon TL'ye çekildi. 26 Haziran'da yapılacak 4 aylık bono ihalesinde de, minimum net satış tutarı 2,9 katrilyon TL'den 2,5 katrilyon TL'ye indirildi.

¹ Döviz Pozisyonu, "Yabancı Para Aktifler-Yabancı Para Pasifler" olarak tanımlanmıştır; sadece bilanço içi döviz varlıkları ve döviz yükümlülüklerini içermektedir. Tanım dövizde endeksli krediler ile bilanço dışı döviz varlık ve yükümlülüklerini içermemektedir.

Bu raporda yer alan tüm bilgi ve veriler güvenilir olduğuna inanılan, halka açık kaynaklardan alınmıştır. Raporda yer alan bilgilerin doğru ve eksiksiz olması amacıyla gereken tüm dikkat ve özen gösterilmiştir. Bu bilgilerin kullanılması sonucu doğabilecek sonuçlardan, bilgilerdeki eksiklik ya da yanlışlıktan Strateji Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. Bu yayında yer alan görüş ve düşüncelerin Strateji Menkul Değerler A.Ş. yönetimi için hiçbir bağlayıcılığı yoktur. Bu bilgi ve verilerin amacı, profesyonel yatırımcılara enformasyon vermek olup, kişilerin yatırım kararlarını söz konusu bilgilere bağlı kalmadan verdikleri varsayılır. Bu nedenle, yayınlanan hiçbir görüş ya da düşünce bir yatırım önerisinde bulunma hedefi ya da adı geçen hisselerin alınıp satılması tavsiyesi niteliğinde değildir. Strateji Menkul Değerler A.Ş.'nin bağlı kuruluşları, çalışanları, yöneticileri, ortakları, hakkında rapor yazılan şirket ile danışmanlık niteliğinde zaman zaman doğrudan ya da dolaylı olarak birebir ilişkiye girmiş olabilir ya da herhangi bir hisse senedi işlemi gerçekleştirmiş olabilirler.

2001 Strateji Menkul Değerler A.Ş.

Tüm hakları saklıdır. Strateji Menkul Değerler'in izni alınmadan, elektronik, mekanik, fotokopi, kayıt cihazı veya başka bir yöntemle, bu yayınların bir kısmı ya da tamamının kopyası çıkarılamaz, bilgisayar sistemlerine aktarılamaz.