

Makroskop

14 - 20 Nisan 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

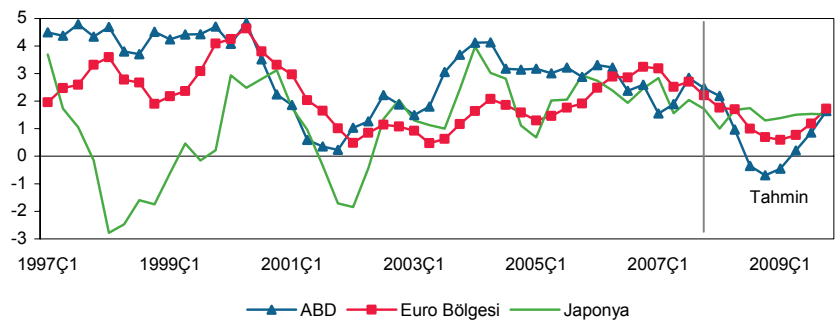
Nilüfer Yıldız (Yönetici Yrd.)
Tel: 0212 318 37 90
Email: nilufer.yildiz@fortis.com.tr

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

Yuvamızı Yaptılar, Şimdi de Yıkmaya Kalkıyorlar

Uluslararası Para Fonu (IMF) bahar toplantıları öncesinde, aşağı doğru revize ederek güncellediği küresel büyüme tahminleriyle, ABD'de resesyon öngören kurumların arasına katılmış bulunmaktadır. IMF, 2008 büyüme hızını % 0.5 belirleyerek ve iki-üç çeyrek daralma öngörerek hafif bir resesyon değerlendirmesinde bulunmuştur. Bilindiği gibi, 2001'den beri görülecek bu ilk resesyonun derinliğine yönelik endişeler sürekli bir yükseliş eğilimindeydi. Zira, konut fiyatları düzeltilmesi kaynaklı konjonktürel bir aşağı iniş ile bu sektördeki menkul kıymetleştirilen kredi riskinin finans sektöründe yol açtığı tahribat bir arada yaşanmaktaydı. Son dönemde ise, FED'in likidite ve para politikasına yönelik çok güçlü hamleleri ve bunların yeterli olmaması durumunda borç verme yetkisini genişletmek için acil durum planı hazırladığı yönündeki haberler, özellikle ikinci alandaki (finans sektörü) riskin sınırlandırıldığı algılamasını geliştirmiştir. Dolayısı ile, 2001 resesyonunda böyle bir düzeltme yaşamayan konut sektörünün önümüzdeki dönem gelişimi kritik önem taşımaktadır. IMF de sektörün önemine istinaden Dünya Ekonomik Görünümü raporunda özel bir bölüm ile, buradaki döngülerin değişen dinamiklerine dikkat çekmiştir. **Kısaca IMF, gelişmiş ülkelerde görülen yeniliklerin, sektörün ekonominin döngüleri ve para politikası aktarım mekanizmasındaki rolünü değiştirdiğini belirtmektedir.** IMF'ye göre bu değişiklikler, konut sektöründe yaşanan olumsuzlukların ekonominin geri kalanına bulaşacağı alanı genişletirken, konut sektörünün teminat olarak kullanımının yaygınlaşması bu etkiyi büyütüştür. **Bu nedenle, küresel ekonominin kısa vadedeki ana kırılganlıklarının başında gelişmiş ülkelerde konut fiyatlarının aşağı yönlü düzeltilmesini sürdürmesinin geldiği belirtilmektedir.** Benzer şekilde, aşağı yönlü eğilimini koruyan ev fiyatları ve ev satışlarının düşüşünü durdurduğu nokta, büyümede geri dönüşün zamanlamasını da belirleyeceğe benzetilmektedir.

Gelişmiş Ülkelerde Büyüme (Reel GSYH, % Yıllık)



Bu temel saptamaları yaptıktan sonra değerlendirmelerimize IMF'nin baz senaryosunda yaptığı değişikliklerle devam edeceğiz. **Buna göre, ABD'nin 2008 yılında hafif bir resesyona gireceği buna karşılık 2009 yılında ancak kademeli bir toparlanma görülebileceği öngörülürken, diğer gelişmiş ülkelerde resesyondan ziyade yine iki yıl sürecek düşük büyüme dönemi yaşanacağı düşünülüyor.** 2008 ve 2009 yılına ait nokta tahminler ise şöyle; ABD % 0.5 ve % 0.6, Euro Bölgesi % 1.4 ve % 1.2, Japonya % 1.4 ve % 1.5.

Küresel büyümeye ilişkin kısa vadeli riskin aşağı yönde kalmaya devam ettiği vurgulanırken, önümüzdeki iki yıl için % 3.7 ve % 3.8 olarak öngörülen küresel büyümenin küresel resesyon olarak kabul edilen % 3 seviyesi veya altında gerçekleşmesine % 25 gibi bir olasılık verilmiştir. **Bu tahminin üzerindeki en büyük riskin ise, potansiyel zarar açıklamalarının finans sistemi bilançolarını bozarak, henüz kredi sıkışıklığı olarak nitelendirilen durumu tam bir kredi daralmasına dönüştürmesi olduğu vurgulanmaktadır.** Bu doğrultuda, IMF'nin Küresel Finansal İstikrar Raporu'nda verdiği Mart itibarıyla küresel çapta finans sektörünün potansiyel aktif değeri indirimi ve zararlarının 945 milyar dolara ulaşmış olduğu tahmini ayrı bir önem kazanmaktadır.

İşin kötüsü aynı raporda bugüne kadar bankaların raporladığı zararların 95 mlr doları ABD'de olmak üzere 193 mlr dolar olarak bildirilmesi olmuştur. **Veriler ilk bakışta daha yazılacak zararın çok olduğunu düşündürse de, rapor ayrıntılı incelendiğinde büyüklüklerin farklı kapsamda olduğu ve zamanlama açısından önemli farklar taşıdığı anlaşılmaktaydı. Öncelikle, IMF'nin çalışmasının olabilecek en kötü senaryoyu ortaya koymayı amaçladığına ve ulaşılan büyüklüğün söz konusu problemlerli menkul kıymetlerin satılmak zorunda kalınması veya piyasa fiyatlarıyla değerlendirilmesi durumunda realize olacak zararı gösterdiğine dikkat edilmeliydi.** Dolayısı ile, olası zararın büyük kısmı ABS ve CDO gibi konut kredisi alacaklarına dayalı menkul kıymet enstrümanlarından kaynaklandığından, bu enstrümanların fiyatlarında bir iyileşme olması durumunda zararın boyutu da azalacaktır. Ayrıca, subprime mortgage kredileriyle ilgili zararların büyük kısmının yazılmış olduğu vurgulanırken, kalan kısmın 95 mlr dolar olduğu tahmin edilmektedir.

Mart 2008 itibarıyla Finans Sektöründeki Potansiyel Zarar (mlr US\$)

	ABD kredilerindeki zararlar		Zararların dağılımı	
	Toplam krediler	Tahmini zarar	Bankalar	Diğerleri
Subprime	300	45	20-30	15-35
Alt-A	600	30	15-20	5-25
Prime	3,800	40	15-20	15-35
Ticari emlak	2,400	30	15-20	<20
Tüketici kredileri	1,400	20	10-15	<15
Ticari krediler	3,700	50	25-30	15-30
Kaldıraçlı krediler	170	10	5-10	<15
Krediler toplamı	12,370	225	100-130	90-140
	Menkul değerlerin zararları (*)		Zararların dağılımı	
	Toplam menkul değ.	Tahmini zarar	Bankalar	Diğerleri
ABS	1,100	210	85-100	90-135
ABS CDOs	400	240	145-160	70-145
Prime MBS	3,800	0	-	-
CMBS	940	210	85-95	90-160
Consumer ABS	650	0	-	-
High-grade corporate debt	3,000	0	-	-
High-yield corporate debt	600	30	10-15	5-20
CLOs	350	30	15-20	<20
Menkul değerler toplamı	10,840	720	340-380	260-350
Menkul değ. ve krediler topl.	23,210	945	440-510	345-630

Kaynak: IMF Financial Stability Report, April 2008

ABS: Varlığa Dayalı Menkul Değer; CDO: Teminatlandırılmış Borç Yükümlülükleri; CLO: Teminatlandırılmış Kredi Yükümlülükleri; CMBS: Ticari İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler; MBS: Konut Kredilerine Dayalı Menkul K.

(*) Piyasa fiyatlarıyla değerlendirilmesi durumunda

Yukarıda saydığımız faktörlerin genel görünüm açısından yine de çok rahatlatıcı olmadığı söylenebilir. Buna karşılık, krizde en kötü dönemin daha görülmediğini iddia edenlere de IMF'nin verileri iyi malzeme sağlamış olabilir.

Bize kalırsa, IMF “kriz bitti, bitmedi” tartışmasına bir yorum getirmekten ziyade başka bir mesaj vermek istemektedir. Bu ise, finans sektörünün mevcut zarar potansiyeli altında dünya genelinde kredi imkanlarının eskisi gibi rahat olmayacağı, bunda özellikle diğer ülkelerin büyümelerine zamana yayılarak ve daha uzun süre etkili olacak şekilde olumsuz yansiyebileceğidir.

Sonuç olarak, uzun süre “ABD’nin bu dönemi ölçülü bir yavaşlama ile atlatacağı ve dünya büyümesinin fazla düşmeyeceği” söylemini koruyan IMF’nin, yılın ilk çeyreğindeki gelişmeler sonrasında nihayet olumsuz beklentileri dibe vurdurmaya karar verdiği anlaşılmaktadır. Böylelikle, bir yandan piyasa oyuncularına en kötü senaryoda neler yaşanabileceği gösterilmiş olurken, bir yandan da ekonomi politikalarını yönetenlere yükü paylaşmaları ve hızlı hareket etmeleri için baskıda bulunulmuş olacaktır. Aslında, IMF’nin kredi krizinin ilk aylarında piyasaya göre daha iyimser olması daha sonra da bugün piyasalardan daha kötümser bir noktaya gelmesi bize hiç de şaşırtıcı gelmiyor. Bu tepkiler, küresel finansal istikrarın en başta gelen koruyucularından beklenmesi gereken hamleler ve tamamen beklentilerin kontrolden çıkmadan önünü alma çabasını yansıtıyor.

Önümüzdeki Haftanın Gündemi

- Bu hafta yurtiçi gündemde Merkez Bankası'nın Perşembe günü vereceği faiz kararı önemli olacak. Banka'dan faiz değişikliği beklenmiyor.
- Diğer yandan, ABD'de konut verileri ve Philly Fed endeksi gibi önemli verilerin gündemde olacağı yoğun yurtdışı takvimine, Çarşamba günü JP Morgan ve Perşembe günü de Merrill Lynch ile Citigroup'un 1.çeyrek bilanço açıklamaları eklenecek.

Türkiye'de Açıklanacak Veriler

Önem	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Fortis Tahmin	Konsensus
Zayıf	İşsizlik Oranı, Ocak	%	15 Nis., 10:00	-	-
Orta	Merkezi Yönetim Bütçesi FDF, Mart	Mln YTL	14 -18 Nis.	-	-
Orta	Tüketici Güven Endeksi, Mart	-	16 Nis., 10:00	-	-
Yüksek	PPK Faiz Kararı, Nis.	%	17 Nis., 19:00	15.25	15.25

Yurtdışında Açıklanacak Veriler

Önem	Ülke	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus
Yüksek	ABD	Perak. Satış., Toplam & Oto. Hariç, Mart	% aylık	14 Nis., 15:30	0.1 & 0.2
Orta	Almanya	ZEW Endeksi, Nis.	-	15 Nis., 12:00	-31.0
Yüksek	ABD	Çekirdek ÜFE ve ÜFE, Mart	% aylık	15 Nis., 15:30	0.2 & 0.4
Zayıf	ABD	Uzun Vadeli Net Sermaye Girişi, Şub.	Mlr dolar	15 Nis., 16:00	-
Yüksek	ABD	İnşaat İzinleri, Mart	Mln	16 Nis., 15:30	0.97
Yüksek	ABD	Çekirdek TÜFE ve TÜFE, Mart	% aylık	16 Nis., 15:30	0.2 & 0.3
Yüksek	ABD	Konut Başlangıçları, Mart	Mln	16 Nis., 15:30	1.02
Orta	ABD	Sanayi Üretimi, Mart	% aylık	16 Nis., 16:15	-0.1
Orta	ABD	Kapasite Kullanımı, Mart	%	16 Nis., 16:15	80.3
Yüksek	ABD	Philadelphia Fed Endeksi, Nis.	-	17 Nis., 17:00	-15.0

Makro ve Finansal Gösterge Tahminleri

Makro Ekonomik Görünüm 2006-2009

	2007	2008t	2009t	2010t
GSYİH (Mlr YTL)	856.4	953.1	1,056.8	1,154.0
GSYİH (Mlr US\$)	658.8	727.5	794.6	842.3
GSYİH büyümesi	4.5%	4.5%	5.0%	5.0%
ÜFE (yıllık %)	5.9	10.0	6.5	3.0
TÜFE (yıllık %)	8.4	8.5	6.2	4.0
Dış Ticaret Dengesi (Mlr US\$)	-62.8	-68.0	-66.7	-65.4
İhracat (FOB, Bavul hariç)	107.2	121.9	138.1	155.8
İthalat (CIF, Altın dahil)	170.1	189.9	204.8	221.2
Cari İşlemler Dengesi (Mlr US\$)	-37.4	-42.7	-40.1	-37.5
Cari İşlemler Dengesi / GSYİH (%)	-5.7%	-5.9%	-5.0%	-4.4%

Finansal Göstergelere İlişkin Tahminler

	11 Nisan	1Ay	3Ay	6Ay	12Ay	2008	2009
USD/YTL	1.3046	1.2950	1.3700	1.3600	1.3300	1.3300	1.3400
EUR/YTL	2.0709	2.0330	2.1250	2.0700	1.9550	2.0000	1.8800
Döviz Sepeti	3.3755	3.3280	3.4950	3.4300	3.2850	3.3300	3.2200
EUR/USD	1.5874	1.5700	1.5500	1.5220	1.4700	1.5040	1.4030
O/N	15.25%	15.25%	15.25%	15.25%	15.25%	15.25%	13.75%
Gösterge Tahvil	18.46%	18.30%	18.10%	17.00%	16.50%	16.50%	14.75%

Fortis Bank S.A./N.V. Montagne du Parc 3 B-1000 Brussels Belçika Tel: +32 2 565 11 11	Fortis Bank Hollanda N.V. Rokin 55 P.O. Box 243 1000 AE Amsterdam Hollanda Tel: +31 20 527 91 11	Fortis Bank Lüksemburg 50, avenue J.F. Kennedy L-2951 Luxembourg Lüksemburg Tel: +352 42 421	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 rd Floor New York, NY 10022 ABD Tel: +1 212 418 87 00	Fortis Securities LLC 520 Madison Avenue, 3 rd 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 çalışana 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.