

Makroskop

15 - 21 Haziran 2009

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

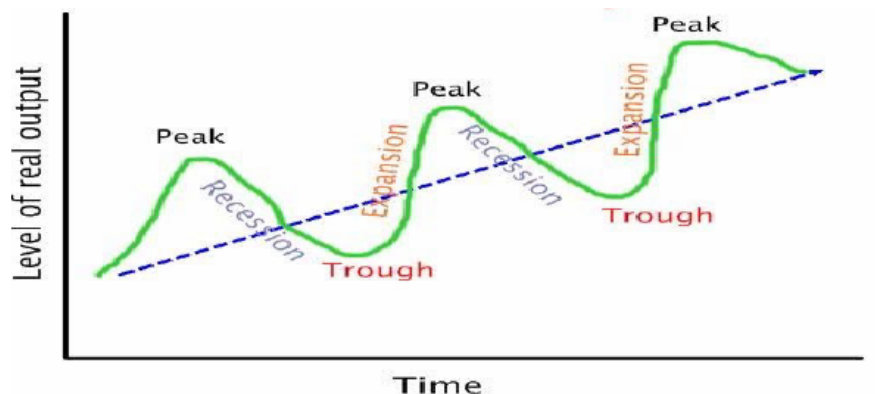
Email: arastirma@fortis.com.tr
Tel: 0212 272 79 98
Fax: 0212 275 44 05

Bu Kısır Döngü Değil, Ekonomik Döngü...

Bir ekonomik döngü, diğer adlarıyla iş döngüsü veya konjonktür devresi, ekonomik aktivite veya üretimde birkaç ay veya yılı aşan ekonomik dalgalanmaları belirtmek için kullanılan terimdir. Döngülerin bir ekonominin uzun dönemli büyüme çizgisi etrafında dalgalanma şeklinde yaşandığı ve dört aşamadan oluştuğu kabul edilir. Yani, genişleme dönemi sonunda ulaşılan zirve, bu noktada başlayan resesyon dönemi ve bunun dip noktasına ulaşması, sonrasında ise toparlanma ve bunun güçlenmesi ile yaşanan genişleme dönemi ve tekrar yeni bir zirveye ulaşılması, bir tam döngünün evreleridir. Ancak ana evreler olan genişleme ve resesyon dönemlerinde ekonomilerde yaşanabilecekler çok belirginken, bu dönemler arasında kalan süreçler daha kısa süreli ve geçiş dönemi niteliğinde olduğundan belirsizliğin daha hakim olduğu zaman dilimleridir. Dolayısı ile, bir ekonominin döngünün hangi evresinde olduğunu doğru ve hızlı bir şekilde belirlemek, piyasa oyuncularının davranış tarzını öngörebilmek anlamına geldiğinden hayatımızı kolaylaştırır.

Bu bağlamda, daralma döngüsünün sonu olan dip noktasının geride kaldığı, toparlanmanın başlayarak genişlemeye doğru devam etmesinin beklendiği, yani geçiş aşamasının sonlarını işaret eden bir noktada bulunduğumuzu düşünmekteyiz. Dolayısı ile, fazla uzun olmayan bir süre sonra finansal göstergelerde hareketlerin belirginleştiğini ve ayrışmanın netleştiğini görmeyi bekliyoruz. Bu ayrışmanın en net olarak uzun vadeli faizler ve borsa performansları üzerinden izlenebileceğini düşünüyoruz. Hatırlanacağı gibi, 2007 ortasında subprime krizinin patlak vermesiyle resesyon döngüsüne girileceği satın alınmış ve borsalardan güvenli liman olarak görülen tahvillere kaçış yaşanmıştı. Bu çok net yönelimin yaklaşık 20 ay sürdüğünü izlemiştik. Yavaş yavaş girilmekte olan büyüme döneminde ise, geçmiş benzer dönemlere bakarak, tahvillerden borsalara geri dönüş trendinin çok daha uzun bir süre (en az 5 katı) hakim olacağını düşünüyoruz.

Klasik Bir Ekonomik Döngünün Evreleri



Ekonomilere böyle bir bakış açısı, resesyonların dünyanın sonu olmadığını, aksine uzun vadeli büyüme patikası üzerinde yaşanan ve yaşanacak doğal gelişmeler olduğunun, oluşan dengesizlikleri giderme ya da en azından azaltmada fayda sağladığının, düşünülmesini getirir. Kaçınılmaz olarak yaşanan ve yaşanacak olan bu süreçlerde esas önemli olan, uzun vadeli büyüme çizgisinin eğiminin bir kırılmaya uğramasını sağlamaktır. Bugün dünya genelinde oluşan endişe, bazı gelişmiş ülkelerin kredi notu indirimlerinden de izlendiği üzere, rekor bütçe açıklarının ileride enflasyon yükselişine ve dolayısı ile büyüme eğiliminin zayıflamasına yol açacağı şeklindedir. Bu nedenle, kısa vadede para ve maliye politikasının gevşeme anlamında gidebileceği sınır ile bunun orta-uzun vadede büyümeye getireceği olumsuz yansımaların iyi dengelenmesi gereklidir. **Bunun için bu noktada yapılabilecek en önemli şey, kötü zamanlarda oluşan yüksek bütçe açığının kalıcı olmayacağını, iyi zamanlarda gelindiğinde maliye politikasının sıkılaştırılacağını göstermek ve bunu kredibilitesi yüksek bir program altında taahhüt etmektir.** Bu bağlamda, Ekonomiden Sorumlu Başbakan Yardımcısı Sn. Babacan'ın yeni program hazırlıklarına ilişkin açıklamalarını (özellikle Hazine'nin borçlanma baskısının sürdürülebilir olmadığı ve faiz dışı açığın kapatılması gerektiği yönündekileri) ümit verici buluyoruz. Ancak, aynı açıklamada yer alan bazı unsurlar (IMF'siz senaryoya hazırlıklı olunmalı uyarısı ve bütçe açığı bir-iki sene tolere edilebilir denilerek 2010 yılı için sıkılaştırma işareti verilmemesi) programın içeriğini ve bu doğrultudaki icraatleri görene kadar ihtiyatlı olmamızı gerektiriyor.

Makro Ekonomik Görünüm (Programlı ve Programsız)

	2009		2010		2011		2012		2013	
	A	B	A	B	A	B	A	B	A	B
GSYH büyümesi (yıllık %)	-5.5	-5.0	3.0	4.0	3.0	5.0	3.0	5.0	3.0	5.0
İşsizlik Oranı (%)	12.9	12.5	15.2	14.4	15.6	14.2	16.0	14.3	16.4	14.4
TÜFE (yıllık % değ)	5.0	5.5	6.0	6.5	5.0	5.5	3.5	4.0	3.5	4.0
Konsolide kamu sektörü FDF / GSYH (%)	-1.9	-1.8	0.7	1.2	0.7	0.9	0.7	1.1	0.5	1.3
Kamu Nominal Borç Stoku / GSYH (AB Tanımlı)	45.7	44.8	47.0	44.2	48.0	43.6	48.9	42.7	49.9	41.6
Hazine İç Borç Çevirme Oranı (%)	113.4	106.8	98.4	89.5	92.3	88.2	91.1	86.4	93.5	85.5
Cari işlemler dengesi / GSYH (%)	-2.1	-2.3	-4.9	-5.4	-4.2	-5.5	-3.4	-5.4	-2.6	-5.5
US\$ kuru (ortalama)	1.59	1.58	1.64	1.61	1.68	1.65	1.70	1.65	1.72	1.65

Senaryo A: Kapsamlı ekonomik programın olmadığı ve büyümenin zayıf seyrettiği alternatif senaryo

Senaryo B: IMF programının olduğu şu anki baz senaryomuz

Bu nedenle, hafta içinde yayınladığımız aylık Glokal Ekonomist raporumuzda yer alan, baz senaryomuzun alternatif olarak geliştirdiğimiz senaryoyu ve diğer değerlendirmelerimizi burada tekrarlamamızın faydalı olacağını düşünüyoruz.

"IMF anlaşmasının olmama ihtimali gittikçe daha fazla gündeme gelmektedir. Meclis'in Ağustos-Eylül aylarında tatilde olması sebebiyle de, anlaşma olsa bile yılın son aylarına kalacak gibi görünmektedir. Ancak daha önce de birçok kereler belirttiğimiz gibi, burada bizce en önemli konu, kapsamlı bir ekonomik çerçevenin ortaya çıkması ve önümüzdeki yıllara yönelik tahminlerin daha güvenli şekilde yapılabilmesidir. Örneğin, önümüzdeki haftalarda açıklanması beklenen Orta Vadeli Program'da mali kurala geçişle ilgili bir perspektif olur ve bu da mali disiplinin sürdürüleceğine yönelik güveni tesis edebilirse, bunu önemli bir adım olarak değerlendiririz. Bu çerçevede, bu sene bütçedeki bozulmanın, gelecek senelerde nasıl telafi edileceğinin inandırıcı ve açık bir şekilde belirlenmiş olması gerekecektir. Ancak yine de, Türkiye'deki mali uygulamaların geçmişi dikkate alınınca, IMF'nin denetimi dışında yapılacak bir programdan, zaman içerisinde sapma olmayacağı yönünde güven oluşturmak kolay olmayacak gibi durmaktadır. Böylesi bir program olmadığı durumda, daha gevşek bir mali çerçeve olacağını ve yatırımlardaki olumsuz görünümle ortalama büyüme hızının % 3 civarına gerileyeceğini tahmin ediyoruz. Yukarıdaki tabloda daha ayrıntılı olarak görülebildiği gibi, bunun diğer makro

ekonomik göstergeler üzerinde de önemli etkisi olacaktır. Olumlu tarafta dış ticaret açığı ve cari açığın azalması beklenir. Ancak petrol fiyatlarının, global ekonomik toparlanmaya paralel olarak yükselmesi, buradaki olumlu görünümü sınırlandıracaktır. Ayrıca düşen cari açığa rağmen, uluslararası sermaye akımlarının azalması ile Merkez Bankası rezervlerinin birkaç sene içerisinde 40 mlr dolar düzeyine doğru gerilemesi riski ortaya çıkacaktır. Diğer taraftan, % 3 seviyesinde bir büyümenin yaratacağı istihdam, genç nüfustaki artış oranının gerisinde kalması ile işsizlik oranında kronik bir yükseliş eğilimi gözlenecektir. Zayıf büyümenin vergi gelirleri üzerinde tahribatının yanında, bununla mücadelede kısa vadeli politikaların devam etmesi ile bütçe harcamalarında anlamlı bir kısıtlama mümkün olmayacaktır. Bu durumda da faiz dışı dengenin ancak sınırlı miktarda fazla vereceğini düşünüyoruz ki bu çerçevede AB tanımlı borç stokunun GSYH'ya oranında % 50 seviyesine doğru bir yükseliş eğilimi olacaktır. Bunun bir başka yansıması ise Hazine'nin borçlanma oranlarında görülecektir. Bizim tahminlerimize göre, böylesi bir çerçevede iç borç çevirme oranları % 100'ün altına inmekte zorlanacaktır.”

Sonuç olarak, ekonomilerin daralma döngüsünden genişleme döngüsüne geçiş aşamasının sonlarında olduğumuzu düşünürken, bu durumun yakın zamanda finansal göstergelerde hareketleri belirginleşmesini ve ayrışmayı netleştirmesini bekliyoruz. Resesyonların dünyanın sonu olmadığı, aksine uzun vadeli büyüme patikası üzerinde yaşanan ve yaşanacak doğal gelişmeler olduğu bir kez daha anlaşılırken, bundan sonra da yaşanılması kaçınılmaz olan bu süreçlerde esas önemli olan, uzun vadeli büyüme çizgisinin eğiminin bir kırılmaya uğramamasını sağlamaktır. Bunun için bu noktada yapılabilecek en önemli şey, kötü zamanlarda oluşan yüksek bütçe açığının kalıcı olmayacağını, iyi zamanlara gelindiğinde maliye politikasının sıkılaştırılacağını göstermek ve bunu kredibilitesi yüksek bir program altında taahhüt etmektir. Umarız böyle olur...

Önümüzdeki Haftanın Gündemi

- Bu hafta Salı günü PPK toplantısı en önemli gelişme olarak görünürken, piyasa beklentisi, Banka'nın 25 baz puan indirim yapıp sonrasında duracağı yönündedir. ABD'de konut, enflasyon verilerinin yanında, Philadelphia Fed öncü ekonomik aktivite endeksi özellikle önemli olacak.

Türkiye'de Açıklanacak Veriler

Önem	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Fortis Tahmin (Konsensus)
Orta	İşsizlik Oranı, Mart	%	15 Haz., 10:00	-
Yüksek	Merkezi Yönetim Bütçesi FDF, May.	TL mln	15 - 19 Haz.	-
Orta	Tüketici Güven Endeksi, May.	-	16 Haz., 10:00	-
Yüksek	PPK Faiz Kararı	baz puan	16 Haz., 19:00	-25 (-25)

Yurtdışında Açıklanacak Veriler

Önem	Ülke	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus
Orta	Almanya	ZEW Endeksi, Haz.	-	16 Haz., 12:00	35.0
Yüksek	ABD	İnşaat İzinleri, May.	mln	16 Haz., 15:30	0.5
Yüksek	ABD	Konut Başlangıçları, May.	mln	16 Haz., 15:30	0.49
Yüksek	ABD	Çekirdek ÜFE ve ÜFE, May.	% aylık	16 Haz., 15:30	0.1 & 0.4
Orta	ABD	Kapasite Kullanımı, May.	%	16 Haz., 16:15	68.6
Orta	ABD	Sanayi Üretimi, May.	% aylık	16 Haz., 16:15	-0.5
Orta	Japonya	Merkez Bankası Faiz Kararı	%	16 Haz.	değ. yok
Yüksek	ABD	Çekirdek TÜFE & TÜFE, May.	% aylık	17 Haz., 15:30	0.2 & 0.3
Yüksek	ABD	Philadelphia Fed Endeksi, Haz.	-	18 Haz., 17:00	-16.4

Makro ve Finansal Gösterge Tahminleri

Makro Ekonomik Görünüm 2007-2010

	2008	2009t	2010t	2011t
GSYİH (Mlr TL)	950.1	936.6	1,028.0	1,136.2
GSYİH (Mlr US\$)	734.9	592.8	637.1	688.9
GSYİH büyümesi	1.1	-5.0	4.0	5.0
ÜFE (yıllık %)	8.1	4.0	5.0	4.0
TÜFE (yıllık %)	10.1	5.5	6.5	5.5
Dış Ticaret Dengesi (Mlr US\$)	-69.8	-40.2	-63.8	-69.7
İhracat (FOB, Bavul hariç)	132.0	98.2	98.7	106.4
İthalat (CIF, Altın dahil)	201.7	138.4	162.5	176.0
Cari İşlemler Dengesi (Mlr US\$)	-41.6	-13.8	-34.7	-37.6
Cari İşlemler Dengesi / GSYİH (%)	-5.7	-2.3	-5.4	-5.5

Finansal Göstergelere İlişkin Tahminler

	12 Haziran	1Ay	3Ay	6Ay	12Ay	2009	2010
USD/TL	1.5373	1.5500	1.5500	1.5500	1.6400	1.5500	1.6300
EUR/TL	2.1528	2.1400	2.0900	2.0200	2.1700	2.0200	2.1200
Döviz Sepeti	3.6901	3.6900	3.6400	3.5700	3.8100	3.5700	3.7500
EUR/USD	1.4004	1.3800	1.3500	1.3000	1.3200	1.3000	1.3000
O/N	9.25%	9.00%	9.00%	9.00%	11.50%	9.00%	12.50%
Gösterge Tahvil	12.80%	13.50%	13.00%	14.00%	15.00%	14.00%	14.00%

Fortis Bank S.A./N.V. Montagne du Parc 3 B-1000 Brussels Belçika Tel: +32 2 565 11 11	Fortis Bank Avusturya Euro Plaza/D Wienbergstrasse 41 1120 Vienna Avusturya Tel: +43 1 81 10 43 81 85	Fortis Bank Çek Cumhuriyeti Myslbek Building Ovocny Trh 8 117 19 Prague 1 Çek Cumhuriyeti Tel: +420 225 43 60 10	Fortis Bank Danimarka Gothersgade 49 3. 1123 Copenhagen Danimarka Tel: +45 32 71 19 09
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 Yunanistan Sygrou Ave 166 17671 Athens Yunanistan Tel: +30 21 09 54 43 70	Fortis Bank Hong Kong 27/F, Fortis Bank Tower 77-79 Gloucester Road Hong Kong Tel: +852 28 23 04 56
Fortis Bank Macaristan Deak Ferenc 15 1052 Budapest Macaristan Tel: +36 14 83 81 09	Fortis Bank İtalya Via Comaggia 10 I-20123 Milano İtalya Tel: +39 02 57 53 24 61	BGL 50, avenue J.F. Kennedy L-2951 Luxemburg Luxemburg Tel: +352 42 421	Fortis Bank Norveç Haakon VII's gate 10 0161 Oslo Norveç Tel: +47 23 11 49 50
Fortis Bank Polska 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	Fortis Bank İspanya Serrano 73 28006 Madrid İspanya Tel: +34 91 436 56 00
Fortis Bank Romanya Tipografilor 11 -15 013714 Bucharest Romanya Tel: +40 21 401 17 02	Fortis Bank İsveç Birger Jarlsgatan 25 10396 Stockholm İsveç Tel: +46 8 505 375 59	Fortis Bank İsviçre Rennweg 57 8021 Zurich İsviçre Tel: +41 58 322 09 70	Fortis Bank Türkiye Yıldız Posta Caddesi, No: 54, Gayrettepe, 34353, İstanbul, Türkiye Tel: +90 212 318 38 38
Fortis Bank İngiltere 5 Aldermanbury Square EC2V 7HR London İngiltere Tel: +44 20 32 96 80 00	Fortis Bank ABD 520 Madison Avenue, 3 rd Floor New York, NY 10022 ABD Tel: +1 212 418 87 00		

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.