

Makroskop

16 - 22 Şubat 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

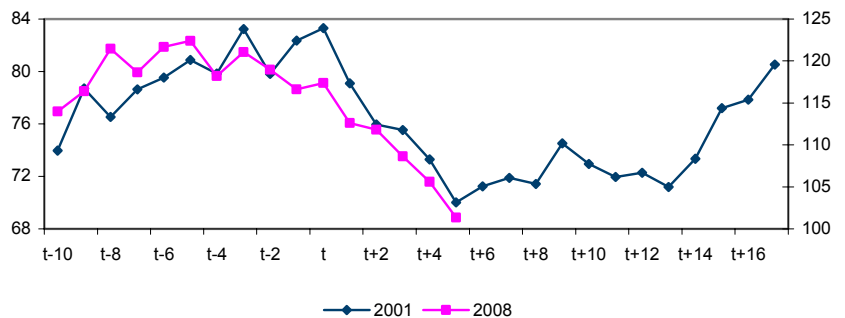
Nilüfer Sezgin (Yönetici Yrd.)
Tel: 0212 318 37 90
Email: nilufer.s@fortis.com.tr

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

Dışta Paket Bağımlılığı, İçte Olmayana Ergi...

Hafta içinde ileriye dönük beklentiler açısından yılın en önemli olayı olarak görülen yeni mali paket ABD senatosu'ndan geçerken, banka kurtarma planı da finansal istikrar programı adı altında açıklanmıştır. Kamu ve özel sektörün ortaklaşa 1 trn dolara kadar ulaşabilecek bir fon kurarak bankaların toksik varlıklarını satın almasını ve tüketici, otomobil, öğrenci gibi kredileri desteklemek için Fed'in önceden 200 mlr dolar öngördüğü imkanın 1 trn dolara çıkarılmasını da içeren planın detaylarının, bazı belirsizlikleri ortadan kaldırmamasına ve istenen amaca ulaşmada yeterli olup olmayacağına yönelik endişelerle Wall Street'in ilk tepkisinin negatif olduğu izlendi. Ancak bize bu reaksiyonun piyasalarda sık görülen "Beklenti al, gerçeği sat" hareketi olma ihtimali halen daha yüksek görünmektedir. Eğer böyle değilse, piyasaların bu olumsuz bakışı tüketici ve yatırımcı güveni üzerinde baskı kurmaya devam ederek, resesyona girildikten aylar sonra ilk kez Ocak ayında alınan olumlu sinyallerin (daralma hızının istikrar kazanması) boşa çıkmasını ve böylece bu toparlanmanın kalıcı bir eğilime dönüşmesini engelleyebilecektir. Zira, bir yıldır içinde bulunulan resesyona derinliğinin toparlanma emarelerini de son derece kırılgan hale getirdiği açıktır. **Bu dönemde geriden gelen veriler bir felaket tablosu çizerken "daralma hız kesti" diyenlerin akıl sağlığına kuşku ile bakılıyor olabilir, ancak normale dönüş tam da bu şekilde olacaktır. Kısacası, dünya üzerindeki küresel finansal sisteme entegre olmuş tüm ülkeler açısından bir dönüm noktasından geçmekte olduğumuzu düşünüyoruz. Gelişmiş ekonomilerde toparlanmanın başlaması, Türkiye ekonomisinde benzer eğilimlerin gözlenmesi için gerek şartların başında gelmektedir. Bu nedenle en az Obama'nın kazanması için tüm dünyanın ortak arzusunda gözlemlendiği kadar, ABD'nin yeni hamlelerinin başarı olması da, dilenmelidir.**

2001 ve 2008 Krizinde Sanayi Üretimi (Mevsimsellikten Arındırılmış)

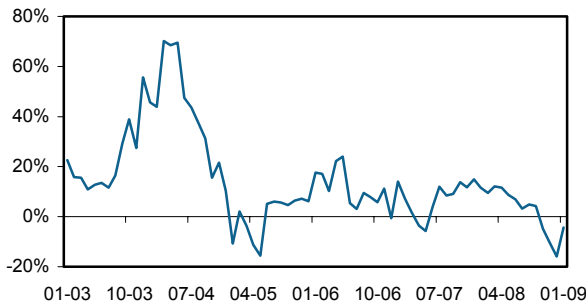


Kaynak: Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

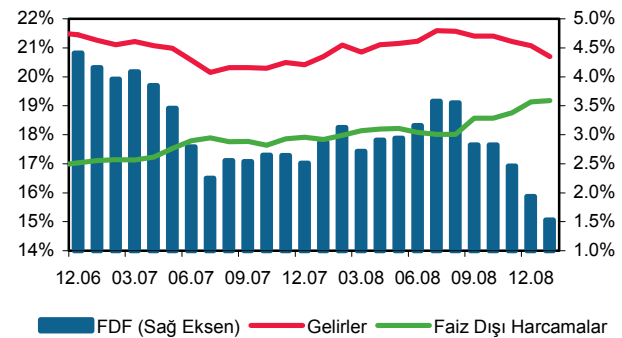
Temenni şeklindeki girişten sonra Türkiye ekonomisinin bugün krizde hangi noktada olduğuna bakmak istiyoruz. Çok önceden 2008 yılının son çeyreği ve

2009 yılının ilk yarısında ekonomimizin sert bir daralma sürecinden geçeceğini söylemiştik. Dolayısı ile, bu döneme ait veriler beklediğimiz yönde gelirken şimdi özellikle daralmanın hangi boyutta olduğuna ve bir dip yapma sinyali verip vermediğine bakmaktayız. **İlk tespitimiz, üretim daralmasının 2001 krizindeki düzeyine henüz ulaşmadığı (veya ulaşmayabileceği) yönündedir.** Sanayi üretimi Aralık'ta yıllık bazda % 17.9 düşerken, mevsimsel düzeltilmiş verilere göre de önceki aya göre % 4.0 gerilemiştir. Mevsimsel düzeltilmiş sanayi üretim endeksinin Temmuz 2008'deki tepe noktasına göre toplam düşüş % 13.7'ye ulaşmıştır. 2001 krizi sırasında sanayi üretim endeksinin tepe ve dip noktası arasındaki değişim % 16 ile daha yüksek seviyede idi. **İkinci tespitimiz ise, Ocak ayında sanayi üretimindeki yıllık bazda düşüşün hız kesebileceği şeklindedir.** Zira, Ocak ayı kapasite kullanım oranı geçen yılın aynı ayına göre 16.5 puan düşerek % 63.8 ile ekonomik aktivitedeki zayıflığın altını çizmekle birlikte, mevsimsellikten arındırıldığında buradaki bozulmanın hız kestiği izlenmektedir. Ankette, bizim öncü olarak kabul ettiğimiz Ocak ayı üretim durumuna ilişkin değerlendirmeler aylık bir üretim artışına işaret etmekte, yani Ocak ayında sanayi üretimindeki yıllık bazda düşüşün hız kesebileceğini düşündürmektedir. **Bu da ekonomik aktivitedeki yavaşlamanın 2009'un ilk çeyreğinde daha da derinleşme ihtimaline yönelik olumlu bir sinyal olmuştur.** Bu bağlamda, Ocak ayında mevsimsellikten arındırılmış CNBC-e Tüketim Endeksi'nin Ağustos ayından beri ilk defa artması, tüketici kredilerinde Ocak ayının son haftasında sınırlı bir toparlanma olması ve 2008'in son çeyreğine ait Banka Kredileri Eğilim Anketi'nde, gelecek döneme ilişkin beklentilerin iyileşmesi destekleyici gelişmeler olmuştur. Ancak, bu gelişmelerin ikna edici olması için hem diğer verilerin de destekleyici olduğunu hem de bu eğilimin önümüzdeki aylarda da devam ettiğini görmek gerekir.

Tüketim Endeksi (Yıllık Değişim)



Merkezi Yönetim Bütçesi Göstergeleri (Program Tanımlı, GSYH'ya Oran)



Kaynak: CNBC-e, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

Kaynak: Maliye, Hazine, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

Büyüme görünümü bu şekilde gelişirken, makro görünüm açısından önemli diğer alanlarda hakim eğilimlerin korunduğu izlenmektedir. Kısacası, cari açığa iyileşme sürerken, cari açığın finansmanında ve bütçe dengelerinde kötüleşme eğilimi devam etmektedir. Aralık ayında cari açık 3.0 mlr dolar ile önceki yılın ayındaki 5.2 mlr dolar açığa göre önemli bir düşüş gösterirken, 2008 yılında cari açık 41.4 mlr dolar olmuş ve GSYH'ye oranla önceki yıla göre 0.3 puan azalarak % 5.5'e gerilemiştir. Bu eğilimin bu yıl da korunarak cari açığı 12.9 mlr dolar veya GSYH'ye oranla % 2.1'e kadar geriletmesini bekliyoruz. Finansman tarafında ise, son üç ayda kaynağı saptanamayan döviz girişleri resmi ve banka döviz rezervlerindeki azalışı sınırlarken, kredi kanalında beklediğimiz gelişmeler gözlenmeye devam etmiştir. Burada, şirketlerin uzun vadeli kredi geri ödemelerinin ancak % 89'unu borçlanabildikleri ve toplamda uzun zamandır ilk defa net borç ödeyicisi (0.6 mlr dolar) oldukları görülüyor. Bankalar ise Kasım'da olduğu gibi Aralık'ta da yüklü miktarda geri ödeme yapmaya (Kasım-Aralık'ta net geri ödeme 4.1 mlr dolar) devam etmişlerdir. Önümüzdeki dönemde dış borç çevirme oranının hangi düzeye kadar gerileyeceği, bu yıl finansman açığının ne boyutta oluşacağı konusunda kritik önemde olmaya devam etmektedir.

2009 yılı bütçe performansı için ilk gösterge olan Ocak ayı bütçe sonuçları ise, hedefler açısından sarsıcı ancak mevcut eğilimlerin devamı açısından sürpriz olmayan gelişmelere sahne olmuştur. Hafta içinde yayınladığımız Makronot bülteninde vurguladığımız gibi, kamu sektörü faiz dışı fazlası GSYH'ye oranla % 1.7'ye gerileyerek 2009 yılı hedefi olan % 3'ün çok uzağında kalmıştır. Daha kötüsü, herhangi bir önlem alınmadığı durumda, bu oranın % 1'e, hatta bunun altına doğru düşmesi ihtimalini yüksek görmemiz, mali performans göstergelerinde en kötüyü henüz görmediğimizi düşündürmüştür. **Sonuçta bu gelişmelerin kısa vadedeki en önemli yansıması, Hazine'nin borçlanma programı üzerinde görülecektir.** Mayıs ayına kadar Hazine'nin itfalarının düşük olması bu anlamda rahatlatıcı olsa da, **orta vadede iç borç çevirme oranlarının yükselmesi, piyasa faizleri üzerinde baskı yapabilir.** Mali performanstaki bozulmayı telafi edecek önlemlerin alınmamasının, IMF ile anlaşmayı da zora sokacağını düşünürsek, buradan sağlanacak kredi imkanının ortadan kalkması da borç çevirme oranlarında yukarı yönlü baskıyı artıracaktır. Ayrıca, Hazine'nin borçlanma ihtiyacındaki artış, mali baskınlığın artması ile aynı zamanda bankaların kredi verme imkanlarını da azaltabilir.

Sonuç olarak, ABD'de uzun zamandır beklenen destek paketlerine verilen ilk tepkinin olumsuz olmasına bu aşamada fazla bir önem verilmemesinden yanayız. Ancak, paketin zaman içinde uygulamayla beraber ileriye yönelik beklentileri olumlu etkilemesi küresel resesyondan çıkış için ilk şartlardan biri olacaktır. Hafta içinde Türkiye ekonomisinden gelen olumlu sinyalin (ekonomik aktivitedeki yavaşlamanın 2009'un ilk çeyreğinde daha da derinleşme ihtimali) güç kazanması da bir ölçüde buradaki olumlu gelişmelere bağlı olacaktır. Elbette bir şartla... Cari açığı iyileşmeyi bir fırsata dönüştürürken, cari açığın finansmanında ve mali performansta olumsuz gidişatı tersine çevirebilecek bir programın uygulamaya konmasıyla...

Önümüzdeki Haftanın Gündemi

- Perşembe günü Merkez Bankası'nın yapacağı PPK toplantısı bu haftanın en önemli gelişmesi olarak görünüyor. Piyasa beklentisi Banka'nın 50 baz puan ile indirmeye devam edeceği yönünde. Ayrıca, Hazine Çarşamba günü yapacağı 6.3 mlr TL iç borç geri ödemesine hazırlık olarak, Salı günü 19.08.2009 vadeli iskontolu bono ve 14.08.2013 vadeli TÜFE'ye endeksli tahvil ihraç edecek.
- Yurtdışında ise ABD'de konut verileri ve enflasyon önemli görünürken, Philadelphia Fed Endeksi de Şubat ayında ekonomideki toparlanmanın devam edip etmediğine yönelik öncü gösterge olarak ön plana çıkabilir. Aynı şekilde, Euro Bölgesi'nde açıklanacak geçici PMI endeksleri de toparlanmanın ABD dışındaki eğilimini yansıtacak. Ayrıca Japonya Merkez Bankası hafta içinde faiz kararını açıklayacak. Pazartesi günü ise ABD'de piyasalar kapalı olacak.

Türkiye'de Açıklanacak Veriler

Önem	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Fortis Tahmin (Konsensus)
Orta	Tüketici Güven Endeksi, Ocak	-	16 Şub., 10:00	-
Orta	İşsizlik Oranı, Kas.	%	16 Şub., 10:00	-
Yüksek	PPK Faiz Kararı	baz puan	19 Şub., 19:00	-50 (-50)
Yüksek	MB Beklenti Anketi, Ocak II	-	20 Şub.	-

Yurtdışında Açıklanacak Veriler

Önem	Ülke	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus
Orta	Almanya	ZEW Endeksi, Şub.	-	17 Şub., 12:00	-25
Yüksek	ABD	İnşaat İzinleri & Konut Başlang., Ocak	mln	18 Şub., 15:30	0.54 & 0.53
Zayıf	ABD	İthalat Fiyatları, Ocak	%	18 Şub., 15:30	-1.4
Orta	ABD	Kapasite Kul. & Sanayi Üretimi, Ocak	%	18 Şub., 16:15	72.6 & -1.3
Yüksek	ABD	Çekirdek ÜFE ve ÜFE, Ocak	% aylık	19 Şub., 15:30	0.1 & 0.2
Orta	ABD	Philadelphia Fed Endeksi, Şub.	-	19 Şub., 17:00	-23.0
Yüksek	Japonya	Merkez Bankası Faiz Kararı	%	19 Şub.	-
Orta	Euro Bölgesi	Hizmet ve İmalat Sek. Geçici PMI, Şub.	-	20 Şub., 10:58	42.5 & 35
Yüksek	ABD	Çekirdek TÜFE & TÜFE, Ocak	% aylık	20 Şub., 15:30	0.1 & 0.1

Makro ve Finansal Gösterge Tahminleri

Makro Ekonomik Görünüm 2007-2010

	2007	2008t	2009t	2010t
GSYİH (Mlr TL)	853.7	971.7	1,011.2	1,112.5
GSYİH (Mlr US\$)	658.8	751.6	624.2	678.2
GSYİH büyümesi	4.6	1.0	-1.0	4.0
ÜFE (yıllık %)	5.9	8.1	6.0	5.0
TÜFE (yıllık %)	8.4	10.1	6.5	6.0
Dış Ticaret Dengesi (Mn US\$)	-62.8	-69.7	-37.4	-46.7
İhracat (FOB, Bavul hariç)	107.3	131.5	113.5	126.0
İthalat (CIF, Altın dahil)	170.1	201.2	151.0	172.7
Cari İşlemler Dengesi (Mn US\$)	-38.2	-41.4	-12.9	-20.4
Cari İşlemler Dengesi / GSYİH (%)	-5.8	-5.5	-2.1	-3.0

Finansal Göstergelere İlişkin Tahminler

	13 Şubat	1Ay	3Ay	6Ay	12Ay	2009	2010
USD/TL	1.6397	1.7000	1.6500	1.6000	1.6400	1.6000	1.6800
EUR/TL	2.1078	2.1800	2.1000	2.0300	2.1000	2.0500	2.1500
Döviz Sepeti	3.7475	3.8800	3.7500	3.6300	3.7400	3.6500	3.8300
EUR/USD	1.2855	1.2800	1.2750	1.2700	1.2800	1.2800	1.3000
O/N	13.00%	12.00%	12.00%	12.00%	13.00%	12.00%	14.00%
Gösterge Tahvil	15.20%	14.80%	14.70%	13.70%	14.90%	13.70%	16.00%

Fortis Bank S.A./N.V. Montagne du Parc 3 B-1000 Brussels Belçika Tel: +32 2 565 11 11	Fortis Bank Lüksemburg 50, avenue J.F. Kennedy L-2951 Luxembourg Lüksemburg Tel: +352 42 42 1	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: +90 212 318 38 38
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 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.