

Makroskop

2 - 8 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

Stand-by Stand-by...

Küresel piyasalardaki dalgalanmanın doruk noktasına çıktığı Kasım ayı başlarında gündeme gelen IMF ile yeni stand-by anlaşması, aradan neredeyse üç aya yakın bir süre geçmesine rağmen hayata geçirilemezken, görüşmelere bir süreliğine ara verildiğinin açıklanmasıyla yeni bir boyut kazanmış görünmektedir. **Tarafların genel bir mutabakattan bahsetmesi, anlaşmazlığın medyada ağırlıklı olarak öne çıkarılan ek mali tedbirler (harcama kesintisi ve gelir artırıcı) tarafında olmadığını düşündürmüştür. Buna karşılık, IMF'nin açıklamasında diyalogun devam ettirilmesi gereken unsurları arasında "orta vadeli yapısal mali reforma" vurgu yapılması, sorunun daha temel ve daha ileriye yönelik alanlarda olabileceğini akla getirmiştir.** IMF ile görüşmelerin sonuçlandırılmamasında temel iki sorunun, "mali kural" ile merkez yönetim dışında kalan "diğer kamu" sektörüne yönelik yapısal reformlar olduğunu belirten Reuters haberi, bu düşüncemizi desteklemektedir. Mali kurala ve dizaynına ilişkin düşüncelerimizi 29 Ekim 2007 tarihli Makroskop'ta aktarmıştık. Ayrıca, 26 Kasım 2007 tarihli bültende, IMF'nin Türkiye ile ilgili bir raporundan hareketle, yeni dönem için önerdiği "mali kural" uygulamasına yönelik kısa bir değerlendirmesini de aktarmıştık. IMF'nin klasik faiz dışı fazla (FDF) hedefinin yerini alacak mali çapa (*) için önerisinin, borç stoku ile ilişkilendirilerek faiz dışı harcamaların sınırlandırılması içeren bir kural olduğu anlaşılmaktaydı. **Mali kural uygulamasının hangi gösterge üzerinde belirleneceğinden daha çetrefilli tarafı ise, verilen taahhüdü güçlendirecek bir yasal altyapısının olup olmayacağıdır.** Bir diğer deyişle, kuraldan bir sapma durumunda bunun nasıl telafi edileceği ve ne gibi bir yaptırımı olacağı önceden belirlenmelidir. Bu olmadığı ve bu göstergeye yönelik performans şeffaf bir şekilde izlenemediği durumda, mali kuralın son iki yılda belirlenen FDF hedefinden farkı kalmayacaktır. Aynı haberde, mutabakat sağlanamayan diğer bir konunun ise merkezi yönetim bütçesi dışında kalan KİT'lerin de içinde yer aldığı "diğer kamu" konusundaki yapısal bazı düzenlemeler olduğu belirtilmektedir. Burada ne gibi düzenlemeler planlandığına ilişkin bir bilgi olmasa da, KİT'lerin daha sağlıklı bir mali yapıya geçmesini, birbirleriyle borç-alacak ilişkilerini bir düzene koymasını ve yerel yönetimlerin mali performansının da daha şeffaf bir şekilde izlenmesini sağlayacak reformlar olabileceğini düşünürüz.

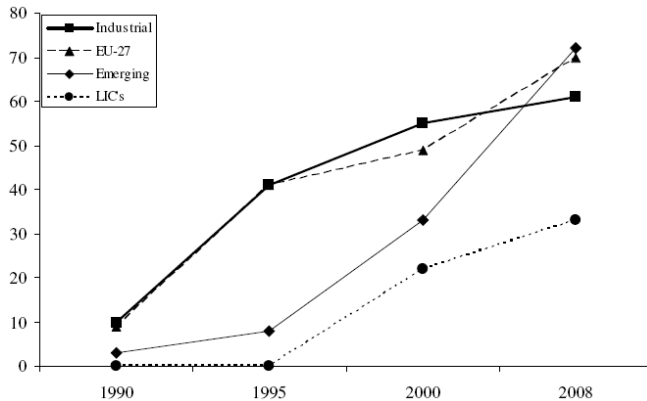
Ancak piyasaların IMF ile anlaşmazlığın hangi konuda olduğunu fazla umursadığını da düşünmüyoruz. Kısa vadede, bir şekilde anlaşma sağlanacağı ve Türkiye'nin finansman açığını kapatacak düzeyde bir kredi imkanının geleceği fiyatlanmış bulunmaktadır. Bu anlaşmanın yerel seçim öncesi gerçekleşmesi veya gerçekleşmemesinin bu saatten sonra önemli bir fark getireceğini ve algılamalarda önemli bir değişiklik yaratacağını düşünmüyoruz. Anlaşma kısa sürede tamamlansa bile, yılın ilk yarısında beklenen ekonomik aktivite daralması üzerinde belirgin bir etkisi olmayacaktır. Burada daha kritik olan unsur, yine yurtdışı görünüm ve özellikle ABD ekonomisinin ne zaman

dipten dönüğe geçeceğidir. II. Dünya Savaşı sonrası dönemin en sert resesyonu yaşanırken, son dönemde büyüme tahminleri sürekli olarak aşağı yönde güncellenmektedir. Ancak bu olağanüstü döneme, gelişmiş ülkelerin politika yapıcılar ve merkez bankaları da olağanüstü tedbirlerle karşılık vermiş bulunmaktadır. **İlk çeyrek görünümü açısından belirleyici gördüğümüz, yeni ABD Başkanı Obama'nın harcama ve vergi indirimlerinden oluşan mali paketine ilişkin alt komitelerdeki görüşmelerde ilerleme sağlanması, olumlu bir gelişmedir.** Paketin büyüklüğü 887 mlr dolara yükseltilirken, Temsilciler Meclisi'nden Çarşamba günü geçen paketin Senato'da bu hafta başında görüşülebileceği konuşulmaktadır. Teklifin yasallaşması için her iki meclisin de onayını alması gerekiyor. Daha da ötesi, Obama'nın finans sistemi için devreye sokacağı ve sorunlu varlıkları satın alacak bir banka kurulmasını da içereceği konuşulan kurtarma paketine ilişkin beklentiler özellikle finans sektörü hisselerine destek vermektedir. Fed ise, son toplantısında faizleri beklediği gibi % 0-% 0.25 aralığında bırakırken, ekonomik aktivitedeki yavaşlamanın daha da derinleştiğinin ve enflasyondaki düşüşün ekonomik büyüme ve fiyat istikrarını desteklemeyen seviyelere doğru ilerlediğinin, yani deflasyon riskinin altı çizildi.

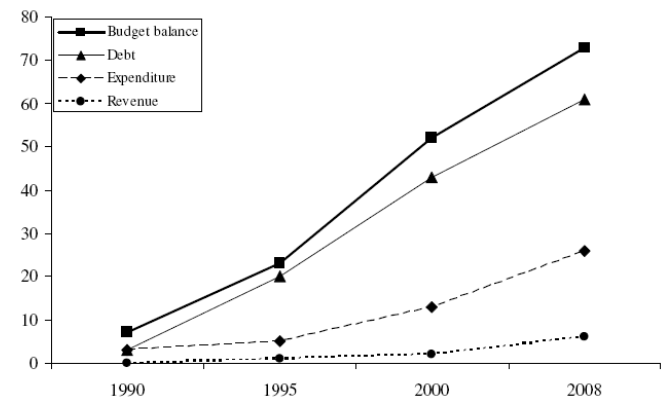
Değerlendirmelerin olumlu tarafında ise, bazı finansal piyasalarda koşulların iyileştiği saptaması ve Bankanın bu yılın sonlarına doğru ekonomik aktivitede kademeli bir toparlanma tahmin ettiği ifadesi vardı.

Ayrıca Fed, kredi piyasası koşullarına bir iyileşme getirmede etkili olacaksa, uzun vadeli devlet tahvil alımlarını başlatmaya hazır olduğunu vurguladı.

Mali Kural Uygulayan Ülke Sayıları: 1990-2008



Mali Kuralın Uygulandığı Gösterge ve Sıklık Derecesi (Sayı)



Kaynak: The Design of Fiscal Policy Rules, IMF Fiscal Affairs Department, Mali Kural Çalıştayı - Hazine

Dolayısı ile, bu güçlü tedbirlerin yanısıra Ocak ayının bir çok piyasa açısından kötü geçmesiyle değerlemelerin daha cazip hale gelmesi ve Ocak ayına ait bazı verilerdeki olumlu kıpırdanmalar (dışarıda Euro Bölgesi PMI endeksleri ve Tüketici Güveni, içeride Reel Kesim Güven Endeksi) son bir yılda sık sık görülen "en kötü geride kaldı" senaryosuna bir kere daha oynanmasını getiriyor olabilir. Zira, son günlerde risk iştahında görülen toparlanmayı bağlayacak başka bir neden görememekteyiz. Ancak, daha önce de vurguladığımız gibi, bu eğilimin kalıcı bir yükselişe dönüşmesi için, yeni veri akışının öncelikle ekonomik görünümün artık daha kötüye doğru gitmediğini göstermesi, yani görünümün bir istikrar kazanması, daha sonra da en azından hafif bir toparlanma eğilimine girmesi gerekli olacaktır. Türkiye için en ciddi risk ise, bu tür bir gelişmenin gözlenmediği durumda IMF ile anlaşmanın sağlanamaması olacaktır. O takdirde bizdeki resesyon giderek derinleşecektir. Buna karşılık, küresel ekonomilerde erken toparlanma senaryosu geçerli olursa, finansman akımlarında da iyileşme gözleneceğinden IMF ile anlaşmanın olumsuz yansımaları daha sınırlı kalabilecektir.

Sonuç olarak, piyasalarımız IMF ile anlaşma sağlanacağını ve finansman açığını kapatacak düzeyde bir kredi imkanının sağlanacağını fiyatlamış bulunurken, anlaşmazlığın hangi konuda olduğunu fazla umursamamaktadır. Bize göre, orta vadeli mali görünümü etkileyecek unsurlarda anlaşılabilmesi çok daha temel bir soruna işaret etmekte ve çözüme ulaşması daha zor bir duruma benzemektedir.

Anlaşma kısa sürede tamamlansa bile, yılın ilk yarısında beklenen ekonomik aktivite daralması üzerinde belirgin bir etkisi olmayacaktır. Burada daha kritik olan unsur, özellikle ABD ekonomisinin ne zaman kalıcı bir toparlanma eğilimine gireceğidir.

(However, a new anchor for fiscal policy will be needed. We suggest consideration of a fiscal rule (such as a formal limit on spending growth or on the overall deficit). Setting an explicit limit on spending would not only help keep debt low, but also create space for growth-enhancing tax reforms, such as cutting the high tax burden on employment and bank transactions. To be effective, any formal fiscal rule would need to be supported by ongoing improvements in public financial management and fiscal transparency, as well as measures, notably civil service and social security reform, to contain nondiscretionary spending. (Article IV Consultation, IMF)*

Not: Raporda bahsedilen eski sayılara www.yatirimyap.com adresinde yer alan Son Raporlar / Fortis Ekonomik Araştırmalar / Haftalık Ekonomik Bülten bağlantısından ulaşılabilir.

Önümüzdeki Haftanın Gündemi

- Bu hafta yurtiçinde gözler Ocak ayı enflasyon rakamlarında olacak. Ayrıca, Hazine'nin ihaleleri de ön plana gelebilir. Bu yılın en yüklü iftası Şubat ayında yapılacak. Hazine'nin son yayınladığı projeksiyona göre toplam 22.9 mlr TL iç borç servisi planlanırken, biz bunun, 14.2 mlr TL'si 4 Şubat'ta olmak üzere, toplam 20.0 mlr TL'lik kısmının piyasaya yapılacağını hesaplıyoruz. Hazine 1 mlr dolar dış borç ödemesi de tahmin etmişti.
- Yurtdışında ise ABD'de Cuma günü açıklanacak tarım dışı istihdam haftanın en kritik gündem maddesi. Ayrıca, PMI öncü göstergeleri ile Avrupa'daki faiz kararları da izlenecek.

Türkiye'de Açıklanacak Veriler

Önem	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Fortis Tahmin (Konsensus)
Orta	TİM İhracat, Ocak	mln dolar	1-2 Şub.	6,900
Orta	CNBC-e Tüketici Güven Endeksi, Ocak	-	2 Şub., 9:00	-
Yüksek	TÜFE, Ocak	% aylık	3 Şub., 17:00	0.2 (0.13)
Yüksek	ÜFE, Ocak	% aylık	3 Şub., 17:00	1.3 (0.00)

Yurtdışında Açıklanacak Veriler

Önem	Ülke	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus
Yüksek	Euro Bölgesi	İmalat Sanayi PMI Endeksi, Ocak	-	2 Şub., 10:58	34.5
Yüksek	ABD	Çekirdek PCE, Ara.	% aylık	2 Şub., 15:30	0.0
Yüksek	ABD	İmalat Sanayi ISM Endeksi, Ocak	-	2 Şub., 17:00	32.0
Orta	ABD	Bekleyen Konut Satışları, Ara.	% aylık	3 Şub., 17:00	0.0
Yüksek	Euro Bölgesi	Hizmet Sektörü PMI Endeksi, Ocak	-	4 Şub., 10:58	42.5
Orta	ABD	ADP İstihdam Raporu, Ocak	bin	4 Şub., 15:15	-510
Yüksek	ABD	Hizmet Sektörü ISM Endeksi, Ocak	-	4 Şub., 17:00	39.3
Yüksek	İngiltere	Merkez Bankası faiz kararı	baz puan	5 Şub., 14:00	-50
Yüksek	Euro Bölgesi	Merkez Bankası faiz kararı	baz puan	5 Şub., 14:45	değ. yok
Zayıf	ABD	İşgücü Maliyeti & Verimlilik, 4Q	% çeyreksel	5 Şub., 15:30	3.0 & 0.9
Yüksek	ABD	Tarım Dışı İstihdam, Ocak	bin	6 Şub., 15:30	-500
Yüksek	ABD	İşsizlik Oranı, Ocak	%	6 Şub., 15:30	7.4

Makro ve Finansal Gösterge Tahminleri

Makro Ekonomik Görünüm 2007-2010

	2007	2008t	2009t	2010t
GSYİH (Mlr TL)	853.7	971.7	981.6	1,076.9
GSYİH (Mlr US\$)	658.8	747.5	609.7	694.8
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	-69.6	-36.2	-45.4
İhracat (FOB, Bavul hariç)	107.3	131.5	118.4	130.2
İthalat (CIF, Altın dahil)	170.1	201.1	154.6	175.6
Cari İşlemler Dengesi (Mn US\$)	-38.2	-42.1	-10.1	-17.2
Cari İşlemler Dengesi / GSYİH (%)	-5.8	-5.6	-1.7	-2.5

Finansal Göstergelere İlişkin Tahminler

	30 Ocak	1Ay	3Ay	6Ay	12Ay	2009	2010
USD/TL	1.6107	1.7000	1.6500	1.6000	1.6000	1.6000	1.5000
EUR/TL	2.1084	2.2100	2.1500	2.1000	2.1000	2.1000	1.9500
Döviz Sepeti	3.7191	3.9100	3.8000	3.7000	3.7000	3.7000	3.4500
EUR/USD	1.3090	1.3000	1.3000	1.3100	1.3100	1.3100	1.3000
O/N	13.00%	12.50%	12.00%	12.00%	12.50%	12.00%	14.00%
Gösterge Tahvil	15.10%	15.20%	14.70%	14.25%	14.31%	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.