

# Makroskop

2 - 8 Mart 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

### Olmaz Olmaz Deme, Alternatifleri Silme...

TBBM'nin bu haftadan itibaren çalışmalarına 15 gün ara vereceğinin açıklanmasıyla IMF stand-by düzenlemesinin yerel seçimler sonrasına kalacağı neredeyse kesinleşirken, kredi desteği içerecek bir program üzerinde bu yıl içinde anlaşılacağına halen piyasa oyuncularının temel varsayımlarından biri olduğu bilinmektedir. Bizim de baz senaryomuz bu şekilde olsa da, kötü senaryo olarak adlandırdığımız IMF anlaşmasının olmadığı durumda, iç ve dış dengelerin nasıl etkileneceğine, bir kısmını yenilediğimiz bir kısmını ise kısa süre önce özel raporlarla aktardığımız egzersizlerle tekrar bakmak istiyoruz. Buradan hareketle de, son dönemde maliye ve para politikalarında gözlenen hızlı gevşemenin herhangi bir risk yaratıp yaratmadığına değineceğiz. Analize, Türkiye'nin 2009 yılı toplam dış finansman ihtiyacını bulmakla başlıyoruz. Şimdilik % 1 civarında daralmaya işaret eden büyüme beklentimiz ve emtia fiyatlarındaki düşüş nedeniyle cari açığın 12.9 mlr dolara inmesini bekliyoruz. Öncelikle bunun finanse edilmesi gerekiyor. Sonra da bu büyüklüğe, 13.3 mlr dolar görünen kamu dış borç ödemelerini ve 92.5 mlr dolar olarak hesapladığımız özel sektör dış borç ödemelerini ekleyerek, 119 mlr dolar büyüklüğüne ulaştık. Finansman tarafında ise; kamunun borcunu % 100 oranında yenileyeceğini, doğrudan yabancı yatırımların 7 mlr dolara ulaşacağını, yabancıların hisse senedi ve bono işlemlerinden oluşan portföy akımlarının net bir giriş veya çıkışa işaret etmeyeceğini varsayınca, karşımıza bankalar ve özel sektörün bulması gereken 99 mlr dolar gibi bir rakam çıktı. Bu büyüklüğe kredilerle ulaşmak için % 107 gibi bir borç yenileme oranına ulaşmak gerekmektedir. Geri ödeme kadar bir yenileme durumunda (% 100) finansman açığı 6 mlr dolar, 2008 yılının son iki ay ortalamasında olduğu gibi % 70 oranına düşüldüğünde ise 34 mlr dolar olmaktadır.

#### Dış Finansman Dengesi (mlr US\$)

DIŞ FİNANSMAN İHTİYACI	
Cari Açık	12.9
Kredi Geri Ödemeleri	105.8
Özel	92.5
<i>Finansal Olmayan Özel Sektör</i>	56.1
Uzun Vade	30.2
Kısa Vade	25.9
<i>Finans Kuruluşları</i>	36.4
Uzun Vade	12.0
Kısa Vade	24.4
Kamu	13.3
Uzun Vade	12.9
Kısa Vade	0.4
<b>TOPLAM</b>	<b>118.7</b>
DIŞ FİNANSMAN AÇIĞI	
Özel Sektör için % 100 BYO	5.9
Özel Sektör için % 70 BYO	33.7
DİĞER FİNANSMAN KAYNAKLARI İÇİN VARSAYIMLAR	
Doğrudan Yabancı Yatırımlar	7.0
Portföy Yatırımları	0.0
Kamu'nun Borçlanması	13.3

Son günlerde krizin henüz sonuna gelinmediği gibi bir algılamanın yeniden güçlenmesi ve finans sektöründen gelen olumsuz haberler, % 70 gibi düşük bir borç yenileme oranı kullanmanın daha gerçekçi olacağını düşündürmektedir. Bu görünüm IMF anlaşmasının, orta-uzun vadeli yapısal reformlardaki katkısı bir kenara kalsa bile, niye kritik önemde olmaya devam ettiğini iyi ifade etmektedir. **Dış finansman sağlanamayınca dış açık da verilemeyeceğini düşündüğümüzden, böyle bir desteğin yokluğunda esas korkumuz döviz arz-talep dengesizliği değil, öngördüğümüz büyüme daralmasını çok daha keskin boyutlara sürükleyecek olmasıdır. Bu görünümün bir diğer yansıması ise, dış finansman açığını gidermek için iç kaynaklara dönülmesi olacaktır. Zaten mali performanstaki zayıflamanın devamıyla artan Hazine'nin borçlanma baskısının özellikle bankacılıkta krediye ayrılacak kaynakları sınırlama, diğer sektörlerde ise borçlanma piyasasından dışlanma şeklinde daha fazla hissedileceği söylenebilir.**

İç borçlanmadaki risklere dikkat çeken raporumuzda, herhangi bir ek mali tedbir alınmadığı durumda, Konsolide Kamu Sektörü FDF'sinin GSYH'ya oranının önümüzdeki aylarda % 1'e, hatta bunun altına doğru düşmesi ihtimalini yüksek gördüğümüzü ve bu gelişmelerin kısa vadedeki en önemli yansımasının, Hazine'nin borçlanma programı üzerinde görüleceğini belirtmiştik. Baz senaryomuzda halen IMF ile bir anlaşma olduğunu ve kredi kullanımının gerçekleştiğini varsaymaktayız. Ayrıntılarını Şubat ayı Global Stratejist bülteninde veya aşağıda verdiğimiz tablonun dip notlarında bulabileceğiniz diğer varsayımların oluşturduğu görünüm altında, baz senaryomuzda iç borç çevirme oranı % 88 ile 2005 yılından beri en yüksek seviyesine çıkmaktadır. **Daha çarpıcı olarak, IMF anlaşmasının yapılmadığı kötümser senaryoda ise bu oran % 99 ile 2000 yılı öncesi dönemdeki seviyelere işaret etmektedir. Bu da mali baskınlığın artması ve hem faiz oranları hem de bankaların kredi verme imkanları konusunda sorunların büyümesi anlamına gelecektir.**

#### Hazine Finansman Programı ve Aternatif Senaryolar

(Milyar TL)	Hazine Senaryosu			Fortis 2009 Senaryoları		
	2007 (G)	2008 (P)	2009 (T)	İyi	Baz	Kötü
<b>Toplam Borç Servisi</b>	<b>166.5</b>	<b>146.4</b>	<b>153.8</b>	<b>153.8</b>	<b>153.8</b>	<b>153.8</b>
İç Borç Servisi	140.3	129.6	135.1	135.1	135.1	135.1
Dış Borç Servisi	26.2	16.8	18.7	18.7	18.7	18.7
<b>Kaynaklar ve Dış Borçlanma</b>	<b>166.5</b>	<b>146.4</b>	<b>153.8</b>	<b>153.8</b>	<b>153.8</b>	<b>153.8</b>
<b>Borçlanma Dışı Kaynaklar</b>	<b>48.5</b>	<b>49.5</b>	<b>50.5</b>	<b>27.2</b>	<b>15.0</b>	<b>8.1</b>
Faiz Dışı Fazla	34.3	24.4	28.5	20.2	10.0	5.1
Özelleştirme+İşkur	5.3	9.2	7.5	6.5	4.5	2.5
Dev./Gar. Borç Geri Dön.	2.2	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
<b>Toplam Borçlanma</b>	<b>122.0</b>	<b>107.0</b>	<b>117.3</b>	<b>126.6</b>	<b>138.8</b>	<b>145.7</b>
Dış Borçlanma	17.8	10.7	12.2	27.5	19.4	11.3
İç Borçlanma	104.2	96.3	105.1	99.0	119.4	134.4
<b>Kasa/Banka Değişimi</b>	<b>2.7</b>	<b>1.7</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>İç Borç Çevirme Oranı</b>	<b>74%</b>	<b>74%</b>	<b>78%</b>	<b>73%</b>	<b>88%</b>	<b>99%</b>

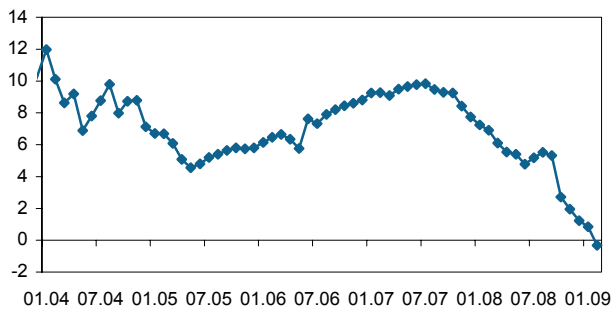
Kaynak: Hazine (G)-Gerçekleşme (T)-Tahmin (P)-Projeksiyon

Senaryo Varsayımları: İyi: 2009'da 10 mlr dolar IMF kredisi, GSMH'nin % 2.0'si düzeyinde nakit bazlı FDF, 5 mlr TL özelleştirme geliri / Baz: 2009'da 5 mlr dolar IMF kredisi, GSMH'nin % 1.0'i düzeyinde nakit bazlı FDF, 3 mlr TL özelleştirme geliri / Kötü: 2009'da IMF kredisi yok, GSMH'nin % 0.5'i düzeyinde nakit bazlı FDF, 1 mlr TL özelleştirme geliri

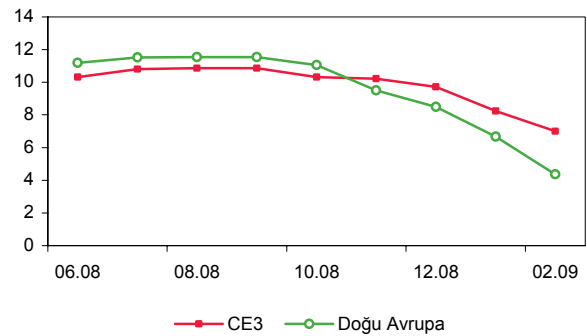
Mayıs ayına kadar Hazine'nin itfalarının düşük olması bu anlamda rahatlatıcı olsa da, orta vadede iç borç çevirme oranlarının yükselmesi, piyasa faizleri üzerinde baskı veya daha somut şekliyle uzun vadeli tahvil faizlerinin düşmemesi şeklinde yansiyabilir. Dolayısı ile, analizin başındaki "son dönemde maliye ve para politikalarında gözlenen hızlı gevşemenin herhangi bir risk yaratıp yaratmadığına" ilişkin soruya cevabımız giderek netleşmektedir. 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. **Ticari kredi faizlerinin ve uzun vadeli tahvil faizlerinin, kısa vadeli faizlerdeki sert indirimlere yeterince tepki vermemesi ise, para politikasının düşebileceği en sıkıntılı durumlardan biridir.** Orta-uzun vadeli riskler belirginleşir ve diğer kanallardan bunları gidermeye yönelik önlemler gelmezken, para politikasının gücünün

sınırlarının zorlanması anlamlı görünmemektedir. Dünyada risk algılaması yükseliş eğilimini korumakta ve ülke risk primleri bunu yansıtmaktadır. Türkiye'nin risk primi CDS enstrümanlarına göre 500 baz puan, EMBI tahvil endeksine göre ise 600 baz puan düzeyine ulaşmıştır. Türkiye'de uygulanan politika faizi % 11.5 iken gelecek enflasyon beklentileriyle uygulanan reel faiz % 5 seviyesinde bulunmakta yani ülke risk primi ile düzeltilmiş reel faiz, tarihte ilk kez negatif bölgeye geçmiş olmaktadır. Bir diğer yaklaşımla da, dolar cinsinden uzun vadeli Türkiye eurotahvilleri % 9.5 ve üzeri mevcut getirileriyle TL riski almak için sınırlı bir prim ödendiğini yansıtmaktadır. Ayrıca, son dönemde risklerin odağı olarak gösterilen Doğu Avrupa bölgesi ile faiz farkımızın bu bölgede de izlenen faiz indirimlerine rağmen hızla azaldığı gözlenmektedir.

EMBI+ Türkiye Spreadi ile Düzeltilmiş Reel Politika Faizi (\*)



Doğu Avrupa Ülkeleri ile Faiz Farkı (\*\*)



Kaynak: TCMB, Reuters, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

(\*) TCMB politika faizi gelecek 12 aylık TÜFE beklentisi ile reel hale getirilmiş daha sonra da EMBI+ Türkiye spreadinden arındırılmıştır.

(\*\*) Doğu Avrupa: Çek Cumhuriyeti, Macaristan, Polonya, Romanya ve Rusya. CE3: Çek Cumhuriyeti, Macaristan, Polonya Satınalma Gücü Paritesi ağırlıklı Ort.Faiz

Kaynak: TCMB, Reuters, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

Sonuç olarak, gerçekçi bir bakış açısıyla yapılan dış finansman açığı hesaplamaları cari açığı hızlı iyileşmeye rağmen halen 30 mlr dolar ve üzerinde bir finansman bulunması gerektiğine işaret ederken, bunun bir IMF programı ile sağlanmadığı durumda bir yandan ülke ekonomisi daha fazla daralmaya zorlanacak bir yandan da kamunun 2001 krizi öncesi dönemi aratmayacak borçlanma baskısı özel sektör için zaten kolay olmayan hayatı daha da zorlaştıracaktır. Böyle bir dönemde, diğer alanlardan yeterli desteği alamayan para politikasının konvansiyonel olmayan yaklaşımlara doğru zorlanması uzun vadeli faizlerde düşüşü engellerse, faydadan çok zarar verecektir.

## Önümüzdeki Haftanın Gündemi

- Enflasyon bu haftanın en önemli gelişmesi olarak görünüyor. Beklentiler, yıllık enflasyonda belirgin bir düşüşe işaret ediyor. Diğer önemli bir gelişme de, Salı günü yayınlanacak olan, Merkez Bankası'nın 150 baz puan indirmeye gittiği son toplantı metni olacak. Bu arada, Hazine'nin Mart'ta 4.1 mlr YTL ile rahat görünen ifa programında, piyasaya yapılacak ödemeleri 4 Mart'ta 1.1 mlr YTL ve 11 Mart'ta 2.1 mlr YTL olarak hesaplıyoruz.
- ABD'de tarım dışı istihdam ve ISM endeksleri gibi aktivite göstergelerinin, resesyonda henüz en kötü dönemin yaşanmadığını teyit etmeleri bekleniyor. Avrupa'da ise PMI endeksleri ve faiz kararları ön planda olacak.

### Türkiye'de Açıklanacak Veriler

Önem	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Fortis Tahmin (Konsensus)
Orta	TİM İhracat, Şub.	US\$ mn	2 Mart	6,600
Orta	CNBC-e Tüketici Güven Endeksi, Şub.	-	2 Mart, 9:00	-
Yüksek	TÜFE & ÜFE, Şub.	% aylık	3 Mart, 17:00	0.2 & 0.2 (0.28 & 0.45)

### Yurtdışında Açıklanacak Veriler

Önem	Ülke	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus
Yüksek	Euro Bölgesi	İmalat Sanayi PMI Endeksi, Şub.	-	2 Mart, 10:58	33.6
Yüksek	ABD	Çekirdek PCE, Ocak	% aylık	2 Mart, 15:30	0.1
Yüksek	ABD	İmalat Sanayi ISM Endeksi, Mart	-	2 Mart, 17:00	34.3
Orta	ABD	Bekleyen Konut Satışları, Ocak	% aylık	3 Mart, 17:00	-2.8
Yüksek	Euro Bölgesi	Hizmet Sektörü PMI Endeksi, Şub.	-	4 Mart, 10:58	38.9
Orta	ABD	ADP İstihdam Raporu, Şub.	bin	4 Mart, 15:15	-553
Yüksek	ABD	Hizmet Sektörü ISM Endeksi, Şubat	-	4 Mart, 17:00	41.0
Yüksek	İngiltere	Merkez Bankası faiz kararı	baz puan	5 Mart, 14:00	-50
Yüksek	Euro Bölgesi	Merkez Bankası faiz kararı	baz puan	5 Mart, 14:45	-50
Orta	ABD	İşgücü Maliyeti & Verimlilik, 4Q % çeyreklik		5 Mart, 15:30	2.8 & 1.6
Yüksek	ABD	Tarım Dışı İstihdam, Şub.	bin	6 Mart, 15:30	-600
Yüksek	ABD	İşsizlik Oranı, Şub.	%	6 Mart, 15:30	7.9

## Makro ve Finansal Gösterge Tahminleri

### Makro Ekonomik Görünüm 2007-2010

	2007	2008	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	-69.8	-37.4	-46.7
İhracat (FOB, Bavul hariç)	107.3	132.0	113.5	126.0
İthalat (CIF, Altın dahil)	170.1	201.7	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

	27 Şubat	1Ay	3Ay	6Ay	12Ay	2009	2010
USD/TL	1.6813	1.7500	1.6500	1.6500	1.6900	1.6500	1.7300
EUR/TL	2.1442	2.2400	2.1000	2.1000	2.1600	2.1100	2.2500
Döviz Sepeti	3.8255	3.9900	3.7500	3.7500	3.8500	3.7600	3.9800
EUR/USD	1.2753	1.2800	1.2750	1.2700	1.2800	1.2800	1.3000
O/N	11.50%	10.50%	10.00%	10.00%	11.00%	10.00%	13.50%
Gösterge Tahvil	15.30%	15.00%	14.00%	13.00%	14.60%	13.00%	14.50%

---

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 <sup>rd</sup> Floor New York, NY 10022 ABD Tel: +1 212 418 87 00	Fortis Securities LLC 520 Madison Avenue, 3 <sup>rd</sup> 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.