

Makroskop

20 - 26 Temmuz 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

Görünen Riskler ve Planlanan Planlar...

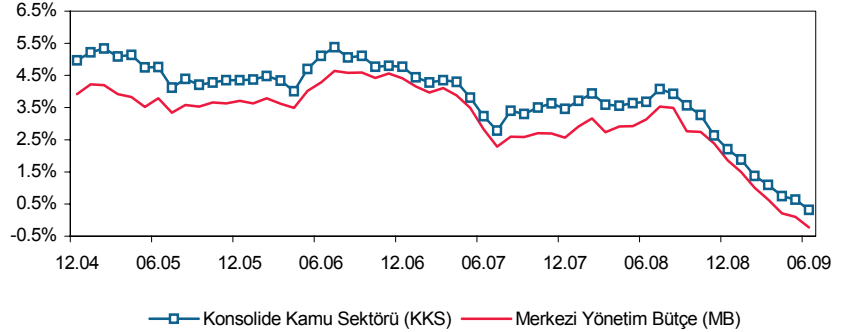
Son dönemde gelen verilerle global ekonomiye ve önümüzdeki dönemdeki ekonomik toparlanmaya yönelik daha ihtiyatlı bir görünüm ortaya çıkmaya başlarken, bir taraftan da şirket haberleri, özellikle de finans sektöründeki bilanço açıklamaları gündemi meşgul ediyor. Ekonomi ve piyasalar açısından temel belirleyici global ekonomik toparlanmanın hızı olduğu için, oradaki görünüme ilişkin sinyaller izleniyor. Ancak, yurtiçi gündeme yönelik de birkaç konunun önümüzdeki dönemde öne çıkması ihtimali vardır. Tahmin edileceği gibi ilk konu kapsamlı bir ekonomik programın olup olmayacağıdır. Biz burada, çerçevesi iyi çizilmiş bir programın, IMF olmadan da işe yarayabileceğini ancak bu programa uzun vadede bağlı kalınacağı konusunda ikna için, uygulamaya bakılacağını düşünüyoruz. Ayrıca bizce, bu alanda bir ilerleme olması için en kritik konu program varsayımları ve bütçe tedbirleri olacaktır. Bu yüzden de, son veriler ve gelişmelerle bütçe dengelerini gözden geçireceğiz. Buna bağlı olarak, daha kısa vadede akılda tutulması gereken bir konu da Ağustos ayında Hazine'nin yüksek borçlanma ihtiyacı ve bunun faizler üzerinde baskı yapıp yapmayacağıdır. Bu konuyu, Hazine'nin borçlanma ihtiyacı tahminlerimiz çerçevesinde, daha uzun vadeli bir perspektifte de inceleyeceğiz.

Öncelikle bütçe tarafından başlarsak, son gelen Haziran ayı bütçe verilerinde de bozulmanın hız kesmeden sürdüğünü gördük. Haziran ayında merkezi yönetim bütçesi 1.4 mlr TL faiz dışı açık vererek geçen yılın aynı ayındaki 5.1 mlr TL faiz dışı fazlaya (FDF) göre önemli bir zayıflamaya işaret etti. Geçen yıl Haziran ayında, IMF tanımlı hesaplara dahil edilmeyen 3.2 mlr TL'lik gelir, merkezi yönetim bütçesindeki bozulmanın abartılı görünmesine neden olsa da, IMF tanımlarına göre gerekli düzeltmeler yapıldığında, merkezi yönetim bütçesinde faiz dışı açığın 1.6 mlr TL ile geçen yıl elde edilen 1.5 mlr TL FDF'nin belirgin şekilde altında kaldığını hesaplıyoruz. Bu doğrultuda, 12 aylık program tanımlı faiz dışı dengenin GSYH'ye oranı -% 0.2 ile ilk defa açığa dönüşürken, Konsolide Kamu Sektörü FDF'si % 0.3'e gerilemiştir.

Ayrıca hükümet, bütçede harcamaları artıracak yeni düzenlemeleri de hayata geçirmeye devam etmektedir. Geçtiğimiz hafta fındık üreticilerine yönelik düzenleme, her ne kadar uzun vadede bütçe disiplini açısından doğru bir adım olarak değerlendirilebilse de, 3 yıllık bir sürede bütçe üzerinde 2.6 mlr TL'lik ek bir yük getirmektedir. Bizim hesaplamalarımıza göre sadece 2009 yılında bunun 1.1 mlr TL'lik ağırlıklı kısmı, bütçeye ek bir harcama olarak kaydedilecektir. Ancak bu sefer yaklaşımın eskisinden farklı olduğu görülüyor. Bunun sebebi de bu açıklamanın hemen ertesi günü gelen petroldeki ÖTV'deki artıştır. Maliye Bakanlığı'nın bu düzenleme ile 2009 yılı için 1.6 mlr TL ek gelir beklediği belirtiliyor. Hatırlanacağı gibi, Haziran ayı ortalarında açıklanan ve bazı sektörlerde ÖTV oranlarını düzenleyen paketin maliyeti de, aynı günlerde açıklanan sigaradaki maktu vergi artışından sağlanan gelir ile telafi edilmişti. Bu durum, bütçe disiplini konusunda yaklaşımın değişmekte olduğu yönünde sinyal

vermektedir. Ancak geçmiş dönemde yapılan harcamaların önümüzdeki dönemde nasıl telafi edileceği yönünde, IMF'li veya IMF'siz kapsamlı ve inandırıcı bir program çıkmadan, bu alanda iyimser olmaktan uzak olduğumuzu da belirtmemiz gerekli.

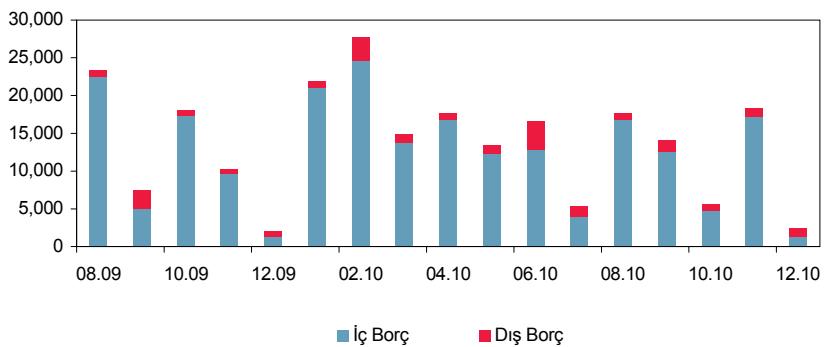
Program Tanımlı Faiz Dışı Denge (GSYH'ya oranla)



Kaynak: Maliye, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

Kamu Mali Yönetimi ve Kontrol Kanunu'na göre Mayıs sonunda açıklanması gereken ve makro ekonomik çerçeveyi içerecek olan Orta Vadeli Program bu anlamda önemli olacaktır. Bu programa yönelik çalışmaların bu ay içinde tamamlanması beklenmektedir. İnandırıcı bir program çerçevesi için burada, özellikle büyüme açısından ihtiyatlı bir çerçeve görmeyi bekliyoruz. 2009 için % 5'ten daha küçük bir daralma tahmini gerçekçi durmayacak, hatta son gelen milli gelir ve sanayi üretim verileri sonrasında burada daha yüksek bir daralma varsayımını görmek, daha ihtiyatlı bir yaklaşıma işaret edecektir. Sonrasında ise, şimdiden açıklanması 1 ay geciken Orta Vadeli Mali Çerçeve'de 2010 ve sonrasında bütçe büyüklükleri önemli olacaktır. Daha önce açıklanan Katılım Önceki Ekonomik Program'dan farklı olarak burada, sonraki yıllarda daha sıkı bir mali politika çerçevesi ve borç stokunun milli gelire oranında 2010 yılından itibaren düşüş görmeyi umuyoruz. Tabii ki bu rakamlara nasıl ulaşılabileceğine yönelik tedbirlerin içeriği de önemli olacaktır.

Hazine'nin Kesinleşmiş Toplam Finansman İhtiyacı



Kaynak: TÜİK, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

Not: 15 Temmuz itibari ile kesinleşmiş

Bu alandaki belirsizliklerin ortadan kalkması, Ağustos ayının yüklü borçlanma döneminde Hazine'nin bir sıkıntı yaşayıp yaşamayacağı açısından da önemli olacaktır. Bizim hesaplamalarımıza göre, değişim ihaleleri sonrasında Hazine'nin 5 Ağustos'taki itfası 14.4 mİr TL olarak gözükmektedir. Ayın en yüklü iç borç ödemesi bu tarihte olurken, 19 Ağustos'ta da 6.8 mİr TL'lik itfa vardır. Ayın tamamındaki ödeme miktarını 22.5 mİr TL olarak hesaplıyoruz ve bunun 17.7 mİr TL'lik kısmı piyasa yapılacak ödemelerden oluşmaktadır. Dış borç ödemesinin 0.5 mİr dolar ile sınırlı olması ile toplam finansman ihtiyacı da 23.3 mİr TL olarak hesaplanıyor. Dış borç ödemesi, Eylül ayında 1.6 mİr dolar ile daha yüksek boyutta olacaktır, ancak bu ay da iç borç ödemelerinin 5.4 mİr TL ile

daha düşük olması sebebiyle finansman ihtiyacı belirgin olarak azalacaktır. Bu aydaki dış borç ödemeleri, 21 Eylül vadeli euro cinsi eurobond itfası sebebiyle yükselmektedir. (Bu noktada, Hazine'nin yeni eurobond ihraçlarını genelde itfaların olduğu dönemde yaptığını hatırlatmak isteriz.)

Ağustos ayı atlatıldıktan sonra ise, Hazine'nin finansman ihtiyacı, yılın geri kalanında büyük ölçüde rahat seyredecektir. İstisna olarak Ekim ayında 17.4 milyar TL olarak hesapladığımız ve tamamına yakını 7 Ekim'de gerçekleştirilecek itfa önemli durmaktadır. Bunun dışında Eylül, Kasım ve Aralık aylarındaki iç ve dış borç ödemeleri son derece düşük düzeylerde. Ancak bu ayları da Hazine'nin yeni yılın ilk aylarındaki yüksek itfa tutarlarına hazırlık yaparak geçirmesi gerekecektir.

Finansman ihtiyacının yüksekliği, dış piyasalarda son günlerdeki güçlü risk iştahının sürmesi ve yurtiçine yönelik olumsuz bir görünüm olmadığı durumda tek başına bir sorun olmayacaktır. Yabancı yatırımcıların toplam devlet tahvilleri içerisindeki payı 2007 sonundaki % 15.3'ten son dönemde % 8.9'a kadar düşmüştür ve işler yolunda gittiği durumda bu oranda artış beklenebilir. Burada konu tekrar dönüp mali disipline gelmektedir. Bu alanda ilerleme olmadığı durumda Hazine'nin borçlanma ihtiyacı yüksek seyretmeye devam edecek ve en azından mevcut faiz seviyeleri bu riskin alınması için yeterli bulunmayabilecektir. Bizim bu sene için % 107 olarak tahmin ettiğimiz Hazine'nin iç borç çevirme oranı, IMF kredisi olmadığı durumda % 115 seviyesine çıkmaktadır. Belki daha da önemlisi, 2010 için tahminimiz bu durumda % 89'dan % 95'e yükselerek borçlanma ihtiyacının yüksek seyretmeye devam edeceğini düşündürmektedir.

Önümüzdeki Haftanın Gündemi

▪ Bu hafta yurtiçinde sakin bir veri gündemi var. Hazine ise Çarşamba günü 0.98 mlr TL'lik itfasından önce, Salı günü 5 yıl vadeli değişken kuponlu tahvil ihraç edecek. Yurtdışında, Euro Bölgesi geçici PMI endeksleri ile ABD'nin konut satışları önemli olacak. Ayrıca, ABD'de bilanço açıklamaları daha da yoğunlaşıyor. Pazartesi Texas Instruments, Salı Coca Cola, Yahoo ve Apple, Çarşamba Morgan Stanley, Pepsi, Pfizer, Boeing ve Wells Fargo, Perşembe günü ise American Express, Mc Donald's, Phillip Morris, UPS ve Microsoft bilançolarını açıklayacak önemli şirketler arasında.

Türkiye'de Açıklanacak Veriler

Önem	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Fortis Tahmin (Konsensus)
Orta	MB Beklenti Anketi, Tem. II	-	22 Tem.	-

Yurtdışında Açıklanacak Veriler

Önem	Ülke	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus
Yüksek	ABD	İkinci El Konut Satışları, Haz.	mln	23 Tem., 17:00	4.81
Yüksek	Euro Bölgesi	Hizmet Sektörü Geçici PMI End., Tem.	-	24 Tem., 10:58	45.2
Yüksek	Euro Bölgesi	İmalat Sektörü Geçici PMI End., Tem.	-	24 Tem., 10:58	43.5
Orta	Almanya	İfo İş Ortamı Endeksi, Tem.	-	24 Tem., 11:00	86.5
Orta	ABD	Michigan Tük. Güv. End. (son veri), Tem.	-	24 Tem., 16:55	71.0

Makro ve Finansal Gösterge Tahminleri

Makro Ekonomik Görünüm 2007-2010

	2008	2009t	2010t	2011t
GSYİH (Mlr TL)	950.1	933.8	1,024.6	1,132.9
GSYİH (Mlr US\$)	734.9	591.0	637.9	689.4
GSYİH büyümesi	1.1	-5.5	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	-39.1	-62.6	-68.3
İhracat (FOB, Bavul hariç)	132.0	98.1	98.4	106.1
İthalat (CIF, Altın dahil)	201.7	137.2	161.0	174.4
Cari İşlemler Dengesi (Mlr US\$)	-41.5	-12.8	-33.6	-36.3
Cari İşlemler Dengesi / GSYİH (%)	-5.7	-2.2	-5.3	-5.3

Finansal Göstergelere İlişkin Tahminler

	17 Temmuz	1Ay	3Ay	6Ay	12Ay	2009	2010
USD/TL	1.5229	1.5500	1.5500	1.5700	1.6300	1.5500	1.6300
EUR/TL	2.1476	2.1200	2.0600	2.0600	2.1200	2.0200	2.1200
Döviz Sepeti	3.6705	3.6700	3.6100	3.6300	3.7500	3.5700	3.7500
EUR/USD	1.4102	1.3700	1.3300	1.3100	1.3000	1.3000	1.3000
O/N	8.25%	7.75%	7.25%	7.25%	9.25%	7.25%	11.00%
Gösterge Tahvil	11.70%	11.30%	11.00%	12.00%	13.00%	12.00%	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.