

Makroskop

25 - 31 Mayıs 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

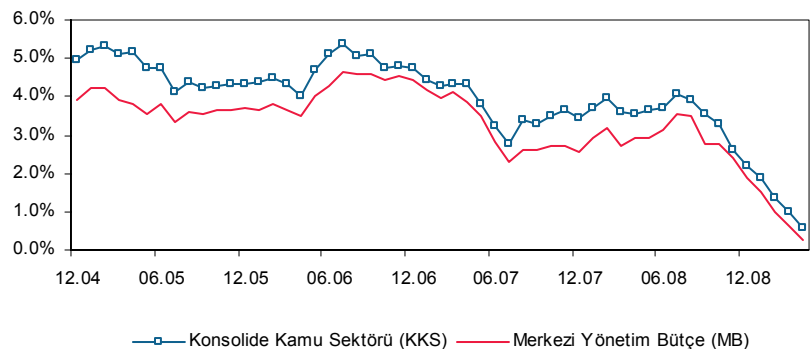
Nilüfer Sezgin (Yönetici Yrd.)
Tel: 0212 318 37 90
Email: nilufer.s@fortis.com.tr

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

Sonuna Kadar ya da Köprüyü Geçene Kadar...

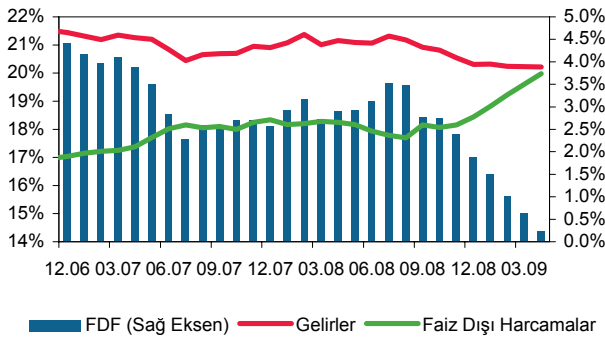
Türkiye'nin IMF ile gerçekleştirdiği son stand-by anlaşmasının bitiminden bu yana bir yılı aşkın bir süre geçmiş bulunuyor. Yenilenen ekonomi yönetimiyle beraber müzakerelerin hızlanacağı beklentisine karşılık, anlaşmanın akibetine ilişkin belirsizliğin korunmakta olduğunu ve bu belirgin gecikme nedeniyle stand-by varsayımının giderek daha fazla sorgulandığını izlemekteyiz. Biz ise, baz senaryomuzda bir anlaşma olacağını varsaysak da, bütçedeki belirgin bozulma trendine ve konjonktürün ağırlaştırdığı sorunlara bakarak, uzun süredir çizilen mali çerçeve ile bir mutabakat sağlanmasının zor olduğunu ve gecikmenin daha olası olduğunu vurgulamaktaydık. **Ancak, bir anlaşma olmaması durumunda bile, son dönemde ekonomilerde en kötü noktanın geride kaldığı sinyalleriyle artan risk iştahının getirdiği olumlu ortamda, bunun kısa vadede finansal göstergelere olumsuz yansımalarının beklenmemesi gerektiğini de düşünmekteyiz. Bunun temel nedeni, küresel ekonomilerde beklenen toparlanmayla beraber krediler ve portföy kanallarında daha önce çizilen en kötü senaryoların rafa kaldırılmasıdır.** Finansal akımlardaki ani duruş başta ödemeler dengesi problemlerini öne çıkartır, tıkanıklığı aşmak için bir çok ülkede IMF desteğini elzem kılarken, bu görünümdeki iyileşmelerin farklı düşünceleri getireceği (daha yüksek dış borç yenileme oranı daha az dış finansman açığı) de unutulmamalıdır. **Bu aslında bir yandan da risklerin başka tarafa kaydığını göstermektedir.** Biz de bu yönelimin farkında olarak, 20 Nisan tarihli Makroskop'ta, bütçe ve işsizlik oranlarındaki kötü gidişin, **çıkış noktası özel sektörün ödemeler dengesi krizinden olumsuz etkilenmesini önleme olan yeni programın, hızlı bir dönüşümle yine kamu finansman dengelerine odaklı olmasını getirecek** gibi göründüğünü söylemiştik. Bu tespitimizin ardında, özellikle Mart ayından itibaren alınan mali tedbirlerle risklerin bütçe ve borçlanma dengeleri üzerine yığılması, daha önemlisi ise bunun en azından orta vadede telafisine yönelik bir taahhüdün verilmemesi yatıyordu.

Program Tanımlı Faiz Dışı Denge (GSYH'ya oranla)

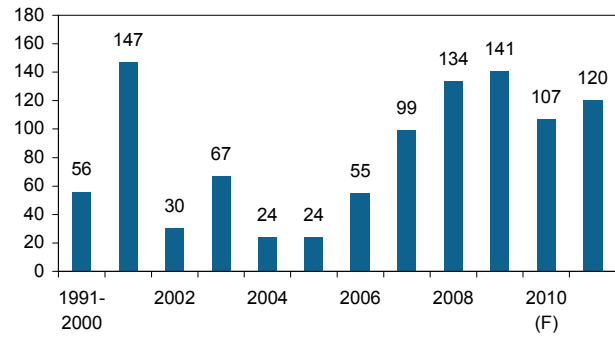


Çeşitli sektörlerin geçici vergi indirimlerinin kendilerine de uygulanması ya da uygulamanın uzatılması talepleri bir yana, tek başına işsizliğin çizdiği görüntü bile kısa vadede bütçe ve faiz dışı açık alanlarındaki risklerin yukarı yönlü olmaya devam ettiğini düşündürmektedir. Şimdiye kadar alınan tedbirlerin (gelir azaltıcı veya harcama artırıcı) bütçeye 2009 ve 2010 yıllarında sırası ile 19.1 ve 15.3 milyar TL düzeylerinde bir yük getirdiği bilinirken, bu görünüm altında bunların arkasının gelmesi beklenmelidir. Merkezi Yönetim Bütçesi'nin son (Nisan) görünümü de faiz dışı denge (FDF) performansındaki bozulmanın devam ettiğini yansıtmaktadır. Bir defaya özügelirlerin ayıklandığı program tanımlı veriler, son 12 aydaki toplam rakamın GSYH'ya oranının % 0.2 gibi (2008 sonu % 1.9) son derece düşük bir seviyeye gerilediğini, bütçe dışı fonların ve KİT'lerin FDF'lerinin de dahil edildiği Konsolide Kamu Sektörü FDF'sinin GSYH'ya oranının ise % 0.6'ya kadar (2008 sonu % 2.2) gerilediğini yansıtmıştır. Bilindiği gibi Kalkınma Öncesi Ekonomik Program'da (KEP) 2009 yılında % 0.6'lık faiz dışı açık hedeflenirken, bizim tahminimiz % 1.7 oranında faiz dışı açık ve % 7.8 oranında bütçe açığı verileceği yönündedir. Temmuz 2008'den bu yana FDF'de gözlenen 3.3 puanlık düşüşün, 2.2 puanı bu tür harcamalardan 1.1 puanı ise gelirlerdeki azalıştan kaynaklanmıştır. **FDF performansındaki kötüleşmenin son üç aydır ise sadece faiz dışı harcamalardaki artıştan kaynaklanması dikkat çekicidir. Yani, bütçede ekonomik döngüden bağımsız olarak da kötüye gidiş olduğunu yansıtmaktadır.** Borç stokunun GSYH'ya oranını belirleyen dinamiklerden, hem büyümenin olumsuz seyri hem de faiz dışı açık veriliyor olması, bu oranda son yıllarda gözlenen düşüşün tersine dönmesi anlamına gelecektir. Kaldı ki, bu sene yaşanan bozulmanın ötesinde, en önemli endişe sonraki yıllarda bunu düzeltecek politikaların uygulanacağı yönünde bir sinyali (KEP'te FDF için çizilen GSYH'ya oranla 2010'da % 0.5, 2011'de % 0.6 fazla şeklindeki çerçeveyi zayıf bulmaktayız) şu ana kadar almamamızdır. **Ancak, bütün bunların kısa vadede finansal göstergelerden çok orta-uzun vadede büyüme performansı üzerinde etkili olacağını düşünüyoruz.**

Merkezi Yönetim Bütçesi Temel Göstergeler (Program Tanımlı, % GSYH)



Türkiye Büyüme Hızının, Gelişmekte Olan Ülkeler Arasındaki Yeri*



(*) IMF'nin Dünya Ekonomik Görünüm Raporunda (Nisan 2009) yer alan gerçekleşme ve tahminler kullanılmıştır. Raporunda yer alan 150 gelişmekte olan ülke arasında Türkiye'nin hangi sıradaki olduğu hesaplanmıştır. Örneğin 2004 ve 2005 yıllarında en iyi performans gösteren 24'üncü ülke konumundayken, 2008 yılında 150 ülke arasında 134'üncü sıradadır. Kaynak: Maliye, IMF, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

Hafta içinde yayınladığımız Glokal Stratejist raporunda da dikkat çektiğimiz gibi, **Türkiye'nin zaten 2006 yılından beri büyüme performansında, göreceli bir düşüş yaşamaktadır.** 2004 ve 2005 yıllarında Türkiye'nin büyüme hızı, 150 gelişmekte olan ülke arasında 24'ncü sıradayken, 2006 ve sonrasında ise, hızla aşağı sıralara doğru bir kayma yaşanmıştır. 2008 yılındaki gerçekleşme, 150 ülke arasında 134'üncü sırada olduğumuzu yansıtmaktadır. 2009 yılı için ise, bizim Şubat ayından beri tuttuğumuz % 5'lik daralma tahminimiz ile uyumlu olan IMF tahminini, diğer gelişmekte olan ülkelerle karşılaştırınca, Türkiye'nin daha da alt sıralara, 141'inci sıraya düştüğü görülmektedir. Ayrıca, Türkiye'nin görece performansının düşmesi ve kapsamlı bir ekonomik program açıklanmadığı sürece bu durumun devam edecek olması sebebiyle, global ekonomideki toparlanmadan, diğer ülkelere göre daha az faydalanacağımız anlamına geleceğini de düşünmekteyiz.

Sonuç olarak, piyasalarda da, 'IMF anlaşması olmazsa ne olur?' sorusunun daha sık sorulmaya başlandığı görülmektedir. Yine de şu anda piyasanın satın aldığı ana senaryo, anlaşmanın, gecikmeyle de olsa hayata geçeceği ve Türkiye'nin kredi imkanına kavuşacağı yönündedir. 2009 yılı ekonomik görünümü için, bu sorunun cevabı artık çok önemli olmamakla birlikte, sonraki yıllarda büyümede bir toparlanmanın gücü açısından daha önemli olduğunu düşünüyoruz. Ayrıca, global görünüm iyileştikçe, Türkiye'nin IMF kredisine kısa vadedeki ihtiyacı azalacağı için, bu konunun ikinci plana itilmesi ihtimalini de göz ardı etmiyoruz.

Ancak dış finansman ihtiyacı yönündeki kaygılar azalsa bile, Türkiye'nin kapsamlı bir ekonomik programa sahip olmamasının, ekonomik performanstaki görece zayıflığın devam etmesi riskini artık iyice gözle görülür bir hale getireceğini düşünüyoruz. Bu da, genel makro ekonomik dengeler açısından da, sorun yaratacaktır. Örneğin toplam borç stokunun milli hasılaya oranı, bizim sonraki yıllarda % 4-5 büyüme ve IMF anlaşması kapsamında daha sıkı bütçe varsayımlarını içeren baz senaryomuzda birkaç sene içerisinde % 40'ın altına gelirken, IMF anlaşmasının olmadığı ve büyümenin % 3 civarında kaldığı senaryoda % 50'nin üzerine yükselmektedir. Bu durum, Türkiye'ye yönelik risk priminde yükseliş getirmesi ile yurtiçinde piyasaların, diğer gelişmekte olan ülkelere göre performansını zayıflatabilir.

Önümüzdeki Haftanın Gündemi

- Perşembe günü Merkez Bankası 14 Mayıs toplantısına ait özet metnini yayınlayacak. Burada, bir sonraki faiz kararına ilişkin ipuçlarına bakacağız. Ayrıca Banka Perşembe günü Finansal İstikrar Raporu'nu yayınlayacak.
- Hazine, Cuma günü borçlanma programını açıklayacak. Haziran ayında Hazine 4.2 mlr TL ile oldukça düşük bir iç borç itfası ve 1.6 mlr dolar dış borç ödemesi öngörmüştü. En önemli iç borç ödemesinin 24 Haziran'da piyasaya yapılacak 3.8 mlr TL olduğunu hesaplıyoruz. Ayrıca Hazine Çarşamba günü gerçekleştireceği 693 mln TL'lik (574 mln TL'si piyasaya) itfasından önce, Salı günü 21.05.2014 vadeli TÜFE'ye endeksli tahvil ihracına çıkacak.
- Bu hafta ABD'de dayanıklı tüketim malı siparişleri (Perşembe) ve büyüme verisinin revizyonu (Cuma) ön plana çıkacak gelişmeler arasında. 25 Mayıs Pazartesi günü ise ABD ve İngiltere'de piyasalar kapalı olacak.

Türkiye'de Açıklanacak Veriler

Önem	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Fortis Tahmin (Konsensus)
Yüksek	Reel Kesim Güven Endeksi, May.	-	25 May., 17:00	-
Orta	İthalat, Nis.	US\$ mln	29 May., 17:00	7,900
Orta	İhracat, Nis.	US\$ mln	29 May., 17:00	11,000
Orta	Hazine Borçlanma Programı, Haz.	-	29 May.	-

Yurtdışında Açıklanacak Veriler

Önem	Ülke	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus
Orta	Almanya	İfo İş Ortamı Endeksi, May.	-	25 May., 11:00	85.0
Orta	ABD	C. Shiller Konut Fiyat End., Mart	% yıllık	26 May., 16:00	-18.5
Orta	ABD	Tüketici Güven Endeksi, May.	-	26 May., 17:00	42.0
Yüksek	ABD	İkinci El Konut Satışları, Nis.	mln	27 May., 17:00	4.65
Yüksek	ABD	Dayanıklı Tüketim Malı Sip., Nis.	% aylık	28 May., 15:30	-0.2
Yüksek	ABD	Yeni Konut Satışları, Nis.	mln	28 May., 17:00	0.36
Yüksek	ABD	GSYİH (ilk revizyon), 1Ç	% çeyrek	29 May., 15:30	-5.6
Orta	ABD	Michigan Tüketici Güv. End., May.	-	29 May., 16:55	67.9

Makro ve Finansal Gösterge Tahminleri

Makro Ekonomik Görünüm 2007-2010

	2008	2009t	2010t	2011t
GSYİH (Mlr TL)	950.1	941.1	1,036.4	1,145.6
GSYİH (Mlr US\$)	734.9	595.7	638.5	690.0
GSYİH büyümesi	1.1	-5.0	4.0	5.0
ÜFE (yıllık %)	8.1	6.0	5.0	4.0
TÜFE (yıllık %)	10.1	5.5	6.5	5.5
Dış Ticaret Dengesi (Mn US\$)	-69.8	-37.9	-62.0	-67.8
İhracat (FOB, Bavul hariç)	132.0	93.4	98.7	106.4
İthalat (CIF, Altın dahil)	201.7	131.3	160.7	174.2
Cari İşlemler Dengesi (Mn US\$)	-41.7	-11.9	-33.1	-35.9
Cari İşlemler Dengesi / GSYİH (%)	-5.7	-2.0	-5.2	-5.2

Finansal Göstergelere İlişkin Tahminler

	22 Mayıs	1Ay	3Ay	6Ay	12Ay	2009	2010
USD/TL	1.5273	1.6000	1.5500	1.5500	1.6500	1.5500	1.6300
EUR/TL	2.1055	2.2400	2.1200	2.0600	2.1500	2.0200	2.1200
Döviz Sepeti	3.6328	3.8400	3.6700	3.6100	3.8000	3.5700	3.7500
EUR/USD	1.3786	1.4000	1.3700	1.3300	1.3000	1.3000	1.3000
O/N	9.25%	9.00%	9.00%	9.00%	11.00%	9.00%	12.50%
Gösterge Tahvil	12.30%	12.50%	12.00%	12.00%	15.00%	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 42 1	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.