

Makroskop

6 - 12 Nisan 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

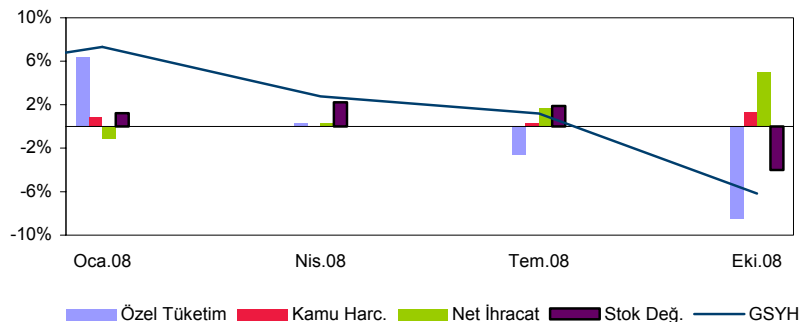
Nilüfer Sezgin (Yönetici Yrd.)
Tel: 0212 318 37 90
Email: nilufer.s@fortis.com.tr

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

Buradan Çıkış Hep Var...

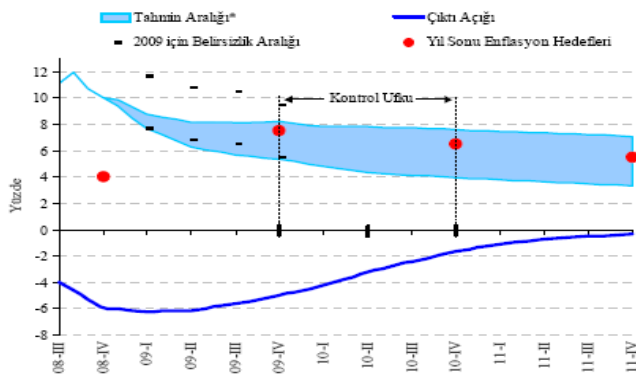
Geriden gelen makro verilerin moral bozmaya devam edeceği, hafta başında açıklanan 2008 yılı son çeyrek ve yılın tamamına ilişkin büyüme verileriyle bir kere daha anlaşıldı. 2008 yılının son çeyreğinde GSYH daralması, beklentileri aşarak % 6.2 düzeyinde olurken, önceki çeyreklerde yapılan yukarı revizyonlarla yıllık büyüme % 1.1 ile tahminimize çok yakın gerçekleşmiştir. Yılın tamamında % 5 daralma beklediğimiz 2009 yılının ilk iki çeyreğinde, yüksek ihtimalle bundan çok daha kötü bir görünümle karşılaşacağız. Ne var ki, yurtiçi ve yurtdışında öncü göstere endeksleri, ekonomi anlamında en kötünün geride kaldığı veya en kötü ihtimalle dibi görmeye çok yakın olduğumuz yönünde sinyal veriyor. Bu durumda, 2009 yılının üçüncü çeyreğinde daha düşük bir daralma yaşadktan sonra son çeyrekte pozitif büyümeye geçme ihtimalini yüksek görüyoruz. Burada toparlanmanın gücü, yurtiçinde ekonomi politikalarına, yurtdışında da gelişmiş ülke ekonomilerinin gücüne bağlı olacaktır. Birinci ve ikinci çeyrekte GSYH'da sırası ile yıllık bazda % 10.8 ve % 8.5 daralma beklerken, üçüncü çeyrekte daralmanın % 3.8 ile hız kesmesini ve son çeyrekte % 3.1 civarında bir toparlanma göstermesini öngörmekteyiz. Merkez Bankası da son Para Politikası Kurulu toplantı özetlerinde, önümüzdeki dönemde iç talebin kademeli olarak toparlanma eğilimine gireceği ve firmaların stok eritme sürecinin hızlanacağını öngörmektedir. Ayrıca, henüz bir toparlanma işareti görmese de, ihracattaki bozulma eğiliminin durduğuna işaret etmektedir. Buna karşılık, Merkez Bankası'nın küresel ekonomi için daha karamsar olduğu, son Enflasyon Raporu'nda bahsettiği erken toparlanma senaryosunu (2009 yılının ikinci yarısında resesyondan çıkış) gündem dışı bırakmasından izlenmektedir. Ancak, bunun Türkiye ekonomisine yönelik değerlendirmelerde olduğu gibi kendi tahminine değil, daha çok uluslararası kuruluşların yaptıkları tahminlerden yapılan bir derlemeye dayandığına dikkat çekmek isteriz.

Harcama Gruplarının Büyüme Katkısı



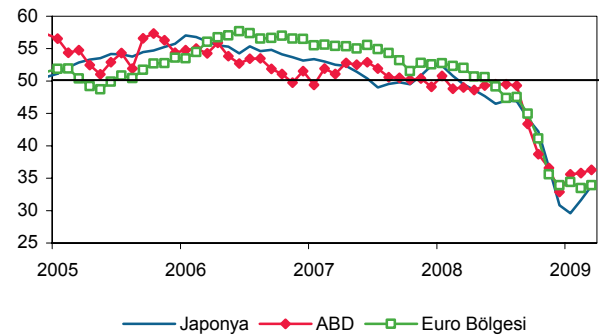
Borsa ve bono piyasaları açısından, Merkez Bankası'nın ekonomik aktivitede dipten çıkışı ne zaman öngördüğü bütün oyun planlarını değiştirecek kadar önemlidir. Ne yazık ki, Bankanın bu konudaki görüşünü küresel ekonomiye ilişkin çizdiği çerçeve kadar net okumak henüz mümkün görünmemektedir. Bankanın halen baz senaryosunu koruduğu varsayımıyla, enflasyon tahminleri ile birlikte verilen üretim açığının (*) çeyrekler bazındaki seyri bize bir ölçüde fikir vermektedir. Burada, ilk iki çeyrekte % 6 civarında oluşması beklenen üretim açığının sonraki iki çeyrekte % 5 civarına oldukça yavaş bir toparlanma göstereceği şeklinde bir tablo çizilmektedir. Önceki yıllarda verilen grafiklerden gördüğümüz kadarı ile 1994 ve 2001 krizlerinde üretim açığı resesyonun en derin noktasında % 8 civarına ulaşmış ancak sonrasında hızlı toparlanmıştır. Buradan hareketle, **Bankanın GSYH'da 2001 krizi kadar bir daralma beklemediği sonucuna varılabilir. Ancak, "erken toparlanma" senaryosunun yani büyüme açısından olumlu senaryonun gündem dışı kalması, Nisan sonunda yayınlanacak Enflasyon Raporu'nda daha büyük üretim açığı rakamları göreceğimizi gösterdiğini düşünüyoruz.** Bu nedenle de, erken toparlanma senaryosunda yer verilen yıl sonuna doğru ölçülü faiz artışı ihtimali de ortadan kalkmış, bunun yerine bundan sonraki faiz indiriminin ölçülü olacağına ve para politikasının aşağı yönlü esnekliğini uzunca bir süre korumasının gerekebileceğine vurgu yapılmıştır. Bu değerlendirmenin, politika faizinin Nisan'da 50 baz puan indirimle % 10'a gerileyeceği ve yıl sonuna kadar burada kalacağı beklentimizle uyumlu olduğu söylenebilir. Ancak, faiz politikasına ilişkin bu cümlelerin ölçülü indirimin bir kaç aya taşınması ve böylece ulaşılan tek haneli politika faizinin daha sonra bir süre korunması ihtimalini de ortadan kaldırmadığını belirtmeliyiz.

Merkez Bankası'nın Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri



Kaynak: TCMB, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

Gelişmiş Ülkelerde Ekonomik Aktivite Öncü Göstergesi (PMI)



Kaynak: Reuters, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

Büyüme verilerinin teyid ettiği diğer bir gelişme ise, bütçedeki hızlı bozulma eğilimidir. Son çeyrekte kamunun yatırım ve tüketim harcamalarının büyümeye toplamda 1.4 puanlık olumlu katkısı izlenmektedir. Bu önceki çeyreklerin hepsinin bariz üzerindedir ve bütçe performansında yılın son aylarında görülen hızlı kötüleşmeyle uyumludur. Ancak bütçedeki bozulma, 2009'un ilk çeyreğinde daha da belirginleşmiş ve yeni alınan harcama artırıcı kararların sonrasında yeni önlem alınmazsa, faiz dışı dengenin negatif bölgeye geçeceği kesinleşmiştir. Ayrıca son çeyrekteki görünüm, 2009 yılında yüksek oranlı bir daralmanın (bizim tahminimiz % 5) artık inkar edilemez bir gerçek haline geldiğini göstermiştir. Bu durumda da, vergi gelirleri ve sosyal güvenlik prim tahsilatına yönelik yapılması gereken revizyonlarla, 2009 bütçesinde ek kaynak ihtiyacı artacaktır. Seçim sonuçlarının ardından piyasanın daha da umutlu hale geldiği IMF programına yönelik yakında başlaması beklenen görüşmelerde ise, bu doğrultuda, talep edilecek tasarruf tutarı büyüyecektir. Zaten yerel seçim sonuçlarından çok da memnun olmadığı gözlenen hükümetin, bu şartlar altında harcama kısıcı veya gelir artırıcı tedbirleri almakta zorlanabileceği düşünülebilir. Bu durumda da tek çıkış yolu, IMF'nin bu sene için yüksek bütçe açığına razı olması olarak görünmektedir. Öte yandan, hafta içinde TEPAV tarafından açıklanan 2009 yılı bütçe senaryolarının da bizim önceki raporlarımızda yer alan tahminlerimize paralel olduğunu belirtmeliyiz.

Bu çalışmada 2009 yılı için sıfır büyümeden % 10 daralmaya kadar giden aralıkta merkezi yönetim bütçe dengeleri, 11 senaryo için tahmin edilmiştir. Hesaplamalar 2009 yılı için % 0 reel ekonomik büyüme gerçekleşmesi halinde bütçe açığının GSYİH'ye oranının % 5 ve faiz dışı dengenin GSYİH'ye oranının % 0.7 düzeyinde olacağını göstermektedir. **Ekonomik daralmanın artması ve % 5 ekonomik küçülme yaşanması durumunda ise bütçe açığının GSYİH'ye oranı % 6 düzeyinde, faiz dışı dengenin GSYİH'ye oranı ise % -0.2 olarak öngörülmektedir.** Daha kötü bir ekonomik gerileme durumunda, örneğin ekonominin % 10 daraldığı durumda ise bütçe açığının GSYİH'ye oranı % 7.7 iken söz konusu oran faiz dışı denge için % -0.7 seviyelerine ulaşmaktadır. **Tahminlere ilişkin varsayımların açıklandığı bölümde ise, bütçe çıktıktan sonra alınan tedbirlerin getireceği ilave mali yükün bu tahminlerde yer almadığı belirtilmektedir. Dolayısı ile, TEPAV'ın % 5'lik daralma senaryosununun bizim GSYH'ya oranla % 7 civarında olan bütçe açığı tahminimizle uyumlu olduğunu düşünüyoruz.** Raporun sonuç kısmında yer alan değerlendirmeye de katıldığımızı, aşağıda bu cümlelere yer vererek göstermek istiyoruz. *“Yukarıdaki sonuçlar 2009 yılında ekonomik canlanmayı sağlamak için alınacak tedbirlerin bütçe gelişmelerini dikkate alacak bir şekilde sistematik olarak tasarlanmasına olan ihtiyacı işaret etmektedir. Krizin etkilerini azaltacak maliye politikalarının “amaca yönelik harcama planı” (targeted expenditure) olarak ortaya konması gerekmektedir. Bu şekilde ortaya konulacak bütünsel bir krizle mücadele politika çerçevesi, ekonomik büyümeyi en yüksek düzeyde etkileyebilecek alanları hedeflemelidir. Buna ek olarak bu politika çerçevesi harcama yapacak bireyler için ikna edici olmalı ve bu şekilde beklentiler pozitif çevirmelidir. Ancak böyle bir politika çerçevesi ile genişleyici maliye politikalarının ekonomik büyüme üzerine olan pozitif etkisi en yüksek düzeye ulaşacaktır. Bunun sonucu olarak da genişletici maliye politikalarının bütçe açığı üzerindeki uzun dönem etkileri minimum düzeye çekilebilecektir.”*

Sonuç olarak, 2008 yılı büyüme gerçekleşmelerinin beklentilerimizle uyumlu olduğunu ve 2009 yılındaki sert daralma tahminimizi desteklediğini düşünüyoruz. Bu verilerden sonra büyüme tahmini revizyonlarının hızlanmasını ve konsensüs beklentinin bizim tahminimize yaklaşmasını bekliyoruz. Merkez Bankası da, iç talebe ilişkin olumlu değerlendirmelerine karşılık üretim açığını bir miktar artırabileceği sinyalini vermektedir. Bunun para politikasına yansımalarının ise, ölçülü indirim (ya da indirimler) şeklinde olacağı anlaşılmaktadır. Böyle bir görünüm altında, bütçedeki bozulma eğiliminin güçlenmesi kaçınılmaz görünürken, bütüncül, ikna edici ve beklentileri pozitif çevirecek bir politika çerçevesine her zamankinden fazla ihtiyaç duyulmaktadır.

(*) Üretim Açığı (Çıktı Açığı) : Bir ekonomideki mevcut GSYH düzeyi ile potansiyel GSYH düzeyi arasındaki farkı gösterir. Potansiyel GSYH, ülkenin mevcut işgücü ve sermaye varlıkları ile verimlilik düzeyi dikkate alınarak hesaplanan enflasyonu azdırmayacak teorik bir GSYH seviyesini ifade etmekte. Mevcut GSYH eğer potansiyelin altındaysa negatif üretim açığı oluyor. Bu bölgede talebin enflasyona yol açmadığı ileri sürülüyor.

Önümüzdeki Haftanın Gündemi

- Bu hafta yurtiçinde sanayi üretimi ve cari denge en kritik veriler olarak görünüyor. Ayrıca CNBC-e'nin yayınladığı Tüketim Endeksi de harcamalardaki toparlanmanın devam edip etmediğini görmemiz açısından önemli olacak. Bu verilere ek olarak, Hazine Çarşamba günü yapacağı 2.7 mlr TL iç borç ödemesi öncesinde, Pazartesi günü 14.08.2013 vadeli TÜFE'ye endeksli tahvil yeniden ihraç ederken, Salı günü ise 02.02.2011 vadeli yeni gösterge tahvil ile 5 yıl vadeli değişken kuponlu tahvil ihracına çıkacak. Bu arada, ABD Başkanı Obama 6-7 Nisan'da Türkiye'ye geliyor.
- Yurtdışında ise, Japonya ve İngiltere Merkez Bankaları'nın faiz kararları izlenecek. Bu arada, ABD ve birçok Avrupa ülkesinde 10 Nisan Cuma günü piyasalar kapalı olacak.

Türkiye'de Açıklanacak Veriler

Önem	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Fortis Tahmin (Konsensus)
Yüksek	Sanayi Üretimi, Şub.	% yıllık	8 Nis., 10:00	-22.0 (-21.7)
Zayıf	Nakit Bazlı FDF, Mart	YTL mlr	8 Nis.	-0.9
Yüksek	MB Beklenti Anketi, Nis. I	-	9 Nis.	-
Orta	CNBC-e Tüketim End., Mart	-	10 Nis., 10:00	-
Zayıf	Kapasite Kullanımı, Mart	%	10 Nis., 10:00	-
Yüksek	Cari Denge, Şub.	US\$ mln	10 Nis., 17:00	800 (791)

Yurtdışında Açıklanacak Veriler

Önem	Ülke	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus
Yüksek	Euro Bölgesi	GSYİH (son veri), 4Ç	% çeyreklik	7 Nis., 12:00	-1.5
Yüksek	Japonya	Merkez Bankası Faiz Kararı	%	7 Nis.	-
Yüksek	İngiltere	Merkez Bankası Faiz Kararı	baz puan	9 Nis., 14:00	değ. yok
Zayıf	ABD	İhracat & İthalat Fiyatları, Mart	%	9 Nis., 15:30	-0.1 & 1.0

Makro ve Finansal Gösterge Tahminleri

Makro Ekonomik Görünüm 2007-2010

	2008	2009t	2010t	2011t
GSYİH (Mlr TL)	950.1	948.8	1043.5	1152.3
GSYİH (Mlr US\$)	734.9	596.7	635.0	687.0
GSYİH büyümesi	1.1	-5.0	4.0	5.0
ÜFE (yıllık %)	8.1	6.0	5.0	4.0
TÜFE (yıllık %)	10.1	6.0	6.0	5.5
Dış Ticaret Dengesi (Mn US\$)	-69.7	-34.8	-60.4	-66.2
İhracat (FOB, Bavul hariç)	132.0	94.7	100.3	108.0
İthalat (CIF, Altın dahil)	201.7	129.5	160.7	174.2
Cari İşlemler Dengesi (Mn US\$)	-41.6	-8.9	-31.5	-34.3
Cari İşlemler Dengesi / GSYİH (%)	-5.7	-1.5	-5.0	-5.0

Finansal Göstergelere İlişkin Tahminler

	1 Nisan	1Ay	3Ay	6Ay	12Ay	2009	2010
USD/TL	1.6127	1.5500	1.5500	1.5800	1.6600	1.6000	1.6800
EUR/TL	2.1475	2.0429	2.0150	2.0540	2.1912	2.0800	2.1840
Döviz Sepeti	3.7602	3.5929	3.5650	3.6340	3.8512	3.6800	3.8640
EUR/USD	1.3316	1.3180	1.3000	1.3000	1.3200	1.3000	1.3000
O/N	10.50%	10.00%	10.00%	10.00%	11.50%	10.00%	13.50%
Gösterge Tahvil	13.60%	13.50%	13.00%	13.00%	15.20%	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 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. Kullanıcı ancak kendi bilgi, inisiyatif ve değerlendirmesi ile hareket edecektir.