

Makroskop

29 Mart - 4 Nisan 2010

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

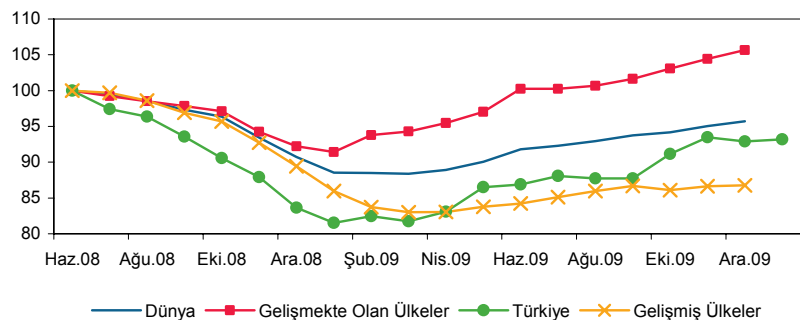
Nilüfer Sezgin (Yönetici Yrd.)
Tel: 0212 318 37 90
Email: nilufer.s@fortis.com.tr

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

Altı Benim, Üstü Senin...

Türkiye ekonomisinin 2009 yılında, 2001 krizinden daha sert bir daralma yaşayıp yaşamadığını 31 Mart Çarşamba günü açıklanacak 2009 yılı son çeyrek GSYH gerçekleşmesiyle öğreneceğiz. Sanayi üretimindeki daralma % 9.6 ile 2001 krizinden daha şiddetli olmuştu. Ancak, ardarda dört çeyrek yıllık bazda daralma gösteren GSYH'nın son çeyrekte beklenen büyüme hızı % 3 seviyesinin altında kalmaz ve geriye doğru önemli bir revizyon olmazsa, 2001'den daha sert bir resesyon yaşanmamış olacak. Veri öncesi yapılan anketler, son çeyrek için ortalama beklentiyi % 4 gösterirken, bu yöndeki gerçekleşme 2009 yılı daralmasını % 5.4'e getirecek. 2009 yılı büyüme tahminleri için en düşük değer % 5.7 ile Aralık ayı beklenti anketinde görülmüş, ancak bu dönemden sonra açıklanan verilerle daralma tahminlerinde iyileşme yaşanmıştı. Biz de bundan tam bir yıl önce 2009 yılı daralmasına yönelik ortalama beklentiler % 1 civarındayken tahminini % 5'e çeken ilk kurum olmuş, sonrasında ise ince ayarlarla bugünkü beklentimiz olan % 5.1'e kadar gelmiştik. Ancak gerçekleşme ne şekilde olursa olsun ileriye yönelik fazla bir değer taşımayacağını da belirtmeliyiz. Daha önemli olan 2010 ve sonrasında ait büyüme beklentilerinin gelişimi olacaktır. Hükümetin bile yukarı revizyon düşündüğüne ilişkin haberler varken, anketlerde 2010 yılı beklentisinin % 4'te takılı kalması, piyasada yukarı yönlü sürpriz ve revizyonları göreceğimiz anlamına gelmektedir. Gazetelerde yer alan habere göre Sn. Babacan, "Orta Vadeli Program'da 2010 yılı % 3.5'lik bir büyüme öngörmüştük. Ama bugün itibarıyla % 3.7 ile 5.5 arasında geniş bir aralıkta tahmin ediliyor" derken, 2009 yılı için % 6 olarak tahmin ettikleri ekonomik daralmanın da bu seviyenin altında kalacağını söylemiş. Bilindiği gibi, Mart ayı başında 2010 yılı büyüme beklentimizi % 5.0'ten % 6.0'ya yükseltmiş, büyük ölçüde baz etkisinden kaynaklandığı için bu durumun bizi fazla heyecanlandırmadığını da vurgulamıştık. Zira, global ekonomik görünümde yeni bir bozulma olmadığı durumda, üretim seviyelerinin yukarı yönde hareket etmesi daha yüksek ihtimal olarak durmakta, ancak kriz öncesi üretim seviyelerine ulaşmak için 2011 ortalarına kadar beklemenin gerekli olacağı da görülmektedir.

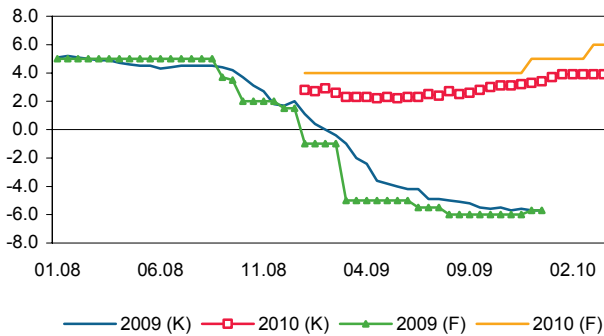
Toplulaştırılmış Sanayi Üretim Endeksleri (Haziran 2008 (Krizin başlangıcı) = 100)



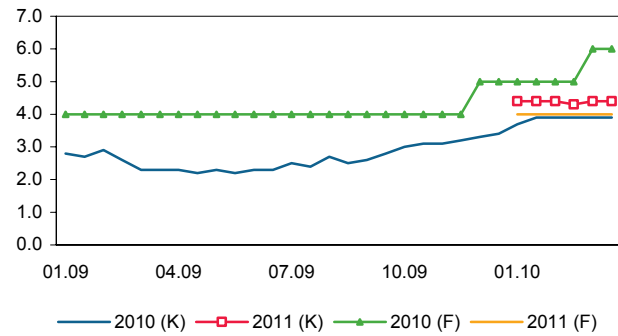
Bu esnada bir çok kurum ise, IMF anlaşmasının olmayacağını netleşmesine bağlayarak zaten düşük olan 2010 yılı büyüme tahminlerini azaltmış ya da aşağı yönlü risklerin altını çizmişti. **Bize göre, güçlü bir program uygulamasının olmadığı durumda büyüme üzerindeki etkiler bu yıldan çok takip eden yıllar üzerinde görülecektir.** Bu nedenle 2011 ve sonrası için büyüme tahminimizi Türkiye ekonomisinin potansiyel büyüme hızı veya uzun vadeli ortalama büyüme hızının altında olan % 4 seviyesinde öngörmekteyiz.

Bu noktada akla gelebilecek önemli bir soru ise, son dönemde ekonominin önüne geçtiği gözlenen siyasetin, giderek belirsizleşen görünümü altında, bahsettiğimiz tahminler üzerinde bir etkisi olup olmayacağıdır. Anayasa değişikliklerine ilişkin ilk taslağın ortaya çıkmasıyla beraber muhalefet ve sivil toplum kuruluşlarıyla paylaşılması süreçleri gerçekleşirken, TBMM'ye sunulmasının bu hafta içinde gerçekleşmesi beklenmektedir. Anayasa değişikliklerine ilişkin paketin, hassas ve tartışmalı görülen Anayasa Mahkemesi ve HSYK'nın yapısı ve karar alma süreçlerine ilişkin değişiklikleri içerdiği, ayrıca toplumun farklı kesimlerine hitap edebilecek tatlandırıcılara da yer verildiği gözlenmektedir. Beklendiği gibi, pakete muhalefet partileri destek vermezken, meclisteki sandalye sayıları gözönüne alındığında, referandumsuz kabul olasılığı halen çok düşük görünmektedir. Meclis'te üye tamsayısının beşte üçü (330) ile üçte ikisi (367) arasında oyla kabul edilen Anayasa değişikliği hakkındaki kanun, Cumhurbaşkanı tarafından Meclis'e iade edilmezse zorunlu olarak referanduma sunuluyor. Diğer taraftan, 367 ve üzerinde oyla kabul edilen Anayasa değişikliğine ilişkin kanunu cumhurbaşkanı halkoyuna sunulabiliyor (bazı maddeleri veya tamamını), tekrar görüşülmek üzere Meclis'e geri gönderebiliyor veya onaylayabiliyor.

Büyüme Beklentileri (2009 ve 2010 Yılları)



Büyüme Beklentileri (2010 ve 2011 Yılları)



K: Konsensus , F: Fortis

Kaynak: TCMB Beklenti Anketi, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

26 Şubat tarihinde yayınladığımız Makroskop'ta değindiğimiz gibi, anayasa değişikliklerinin gündemde yer almasına rağmen **halen en fazla ağırlık verdiğimiz senaryo seçimin yaz aylarına gelmemesi için tarihin Mart veya Nisan 2011 olarak belirlendiği "Seçimler Zamanında" senaryosudur.** Bu senaryo ilk bakışta ekonomi açısından en az tahribatı verecek şartları taşıyor gibi durmaktadır. Ancak en az bir yıl sürebilecek bu dönemde belirsizlik ağır basacağından, tüketici ve reel kesim güvenini yukarıda tutacak bir politikanın izlenmesi de şart görünmektedir. **Diğer senaryoların ucunda ise yakın vadede en az bir sandık görünmektedir.** En az ihtimal verdiğimiz ikinci senaryoda, büyük belirsizlikler yani herkesin önünü görememekten şikayet ettiği bir dönem ve bu doğrultuda dalgalı bir piyasa ve ekonomik seyir vaadediyor. Böyle bir sürecin zaten zayıf seyreden toparlanmayı da olumsuz etkileyeceği açıktır. Üçüncü senaryo (Erkenden Erken Seçim) ise, mevcut kilitlenmeye çözüm getirebileceği belirsiz olsa da, en azından belirsizlik dönemini çok uzatmadığından "kötünün iyisi" olarak görülebilir. Böyle bir senaryoda, meclise girebilecek parti sayısı ve birinci gelen partinin alacağı oy oranı önemli olacaktır. Eğer ufukta iktidar değişikliği veya koalisyon alternatifleri görünüyorsa, bu durum uygulanacak ekonomik ve siyasi politikalar açısından önemli belirsizlikler

içerdiğinden karar alıcılar açısından zorlu bir dönemi başlatacaktır. Senaryolar ve içerikleriyle ilgili ayrıntılar aşağıda yer verdiğimiz tablodan da izlenebilir.

Sonuç olarak, eğer siyaset engellemezse Türkiye ekonomisinin 2010 yılında ortalama beklentiden çok daha yüksek bir büyüme kaydetmesi mümkün görünmektedir. 2011 ve sonrasında yüksek büyümeler için ise, yakın vadedeki siyasi belirsizliklerin güçlü politikalara geri dönüşü mümkün kılacak bir sonuçla geride bırakılması gerekli olacaktır.

Siyasi Görünüme İlişkin Senaryolar

Senaryo 1 – Seçimler Zamanında – En fazla ağırlık verdiğimiz bu senaryoda, artan gerginliğe ve yasama sürecindeki tıkanmaya rağmen hükümet referandum riskini göze almaz ve genel seçimleri normal tarihinde yapma noktasına gelir. Ancak seçimin yaz aylarına gelmemesi için tarih Mart veya Nisan 2011 olarak belirlenir. (**% 65 olasılık**)

Senaryo 2 – Sandıklar Dönemi – Anayasa değişiklikleri TBMM'ye getirilir. Oylamada 330 kabul barajı aşılar ve iki ay içinde referanduma gidilir. Referandumda anayasa değişiklikleri kabul edilirse, erken seçim kararı alınır ve bu yıl yaz başında veya Eylül'de seçim gerçekleşir. Burada daha az olası olan diğer bir ihtimalde referandum zaferine rağmen seçimi zamanında yapmak olabilir. Referandumda hayır çıkarsa, erken seçim rafa kalkar, seçime kadar daha popülist politikalar gözlenir. (**%10 olasılık**)

Senaryo 3 – Erkenden Erken Seçim – Referandum ile vakit kaybetmek ve kaybetme riskini almak yerine güven tazelemek için erken seçim kararı alınır. Bu durumda en uygun tarih Eylül 2010 gibi görünür. (**% 25 olasılık**)

Önümüzdeki Haftanın Gündemi

▪ Bu hafta yurtiçindeki önemli gelişmeleri Çarşamba gün açıklanacak ithalat ve ihracat rakamları ve 4. çeyrek GSYH olacak. Yurtdışında ise, ABD'de Pazartesi çekirdek PCE rakamı ve Salı günü Case Shiller konut fiyatları endeksi açıklanacak. Ayrıca tarım dışı istihdam ve işsizlik oranı da bu hafta izlenecek önemli veriler arasında yer alıyor. Euro-bölgesinde ise Perşembe günü imalat sektörü geçici PMI endeksi izlenecek.

Türkiye'de Açıklanacak Veriler

Önem	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Fortis Tahmin (Konsensus)
Orta	İthalat & İhracat, Şub.	%	31 Mart, 10:00	11.5 & 8.5 (11.7 & 8.3)
Yüksek	GSYH, 4Ç % çeyreksele		31 Mart, 10:00	5.2 (4.0)
Orta	CNBC-e Tüketici Güven Endeksi, Mart	-	1 Nis., 08:00	-
Yüksek	İTO Fiyat Endeksi, Mart	% aylık	1 Nis., 12:00	-
Orta	TİM İhracat, Mart	US\$ mn	1 Nis.	-

Yurtdışında Açıklanacak Veriler

Önem	Ülke	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus
Yüksek	ABD	Çekirdek PCE, Şub.	% aylık	29 Mart, 14:30	0.1
Orta	ABD	C. Shiller Konut Fiyat End., Ocak	% aylık	30 Mart, 15:00	0.0
Orta	ABD	Tüketici Güven Endeksi, Mart	-	30 Mart, 17:00	49.5
Orta	ABD	ADP İstihdam Raporu, Ara.	bin	31 Mart, 14:15	20.0
Orta	Euro Bölgesi	İmalat Sektörü Geçici PMI End., Mart	-	1 Nis., 09:58	-
Yüksek	ABD	İmalat Sanayi ISM Endeksi, Mart	-	1 Nis., 16:00	56.5
Yüksek	ABD	İşsizlik Oranı, Mart	%	2 Nis., 14:30	9.7

Makro ve Finansal Gösterge Tahminleri

Makro Ekonomik Görünüm 2009-2012

	2009	2010t	2011t	2012t
GSYİH (Milyar TL) (*)	975.6	1,114.3	1,220.9	1,326.9
GSYİH (Milyar US\$) (*)	630.6	733.1	791.9	848.6
GSYİH büyümesi (*)	-5.1	6.0	4.0	4.0
ÜFE (yıllık %)	5.9	5.0	4.0	4.0
TÜFE (yıllık %)	6.5	7.3	5.5	5.0
Dış Ticaret Dengesi (Milyar US\$)	-38.6	-62.8	-70.7	-70.6
İhracat (FOB, Bavul hariç)	102.2	116.0	132.6	144.4
İthalat (CIF, Altın dahil)	140.8	178.7	203.2	215.0
Cari İşlemler Dengesi (Milyar US\$)	-13.9	-35.3	-39.9	-37.1
Cari İşlemler Dengesi / GSYİH (%)	-2.2	-4.8	-5.0	-4.4

(*) 2009 değerleri tahminidir.

Finansal Göstergelere İlişkin Tahminler

	19 Mart	1Ay	3Ay	6Ay	12Ay	2010	2011
USD/TL	1.5344	1.5400	1.5300	1.5200	1.5300	1.5200	1.5600
EUR/TL	2.0478	2.1100	2.1000	2.0800	2.1400	2.1300	2.1800
Döviz Sepeti	3.5822	3.6500	3.6300	3.6000	3.6700	3.6500	3.7400
EUR/USD	1.3346	1.3700	1.3700	1.3700	1.4000	1.4000	1.4000
O/N	6.50%	6.50%	6.50%	6.50%	9.25%	8.00%	10.00%
Gösterge Tahvil	9.00%	9.50%	10.10%	10.60%	11.50%	11.00%	12.00%

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.