

Makroskop

25 - 31 Ağustos 2008

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 98
Email: nilufer.s@fortis.com.tr

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

Gözler Elde, El Tetikte...

Yurtdışında yönelik risklerin gündemde yerini tekrar almaya başlaması ile AKP kapatma davasının ardından yaşanan coşku, yerini daha temkinli ve tedirgin bir havaya bırakıyor gibi görünmektedir. Bu dönemde zaten ihtiyat payının yüksek tutulması gerektiğini raporlarımızda sıkça belirtirken, burada yurtdışına yönelik risklerin ön planda olduğuna, ancak yurtiçine yönelik görünümün de destekleyici olmayabileceğine dikkat çekmekteydik. Öncelikle yurtdışı piyasaların durumuna baktığımızda, Temmuz ortalarında başlayıp, son günlerde sonuna gelmiş gibi duran yükseliş döneminde, aslında uzun vadeli büyüme beklentilerinin ABD dışında da, Avrupa başta olmak üzere gelişmiş ülkelerde aşağı çekildiğini izlemekteydik. Ayrıca gelen veriler ve finans sektörüne yönelik haber akışı da, günlük raporlarımızda ayrıntılı olarak incelediğimiz gibi, ekonomiye yönelik sıkıntılıların artarak devam ettiğini söylemekteydi. Avrupa Birliği'nden son gelen Ağustos ayı öncü PMI verileri de bu görünümü desteklerken, petrol fiyatlarındaki düşüşe ara verilmesi enflasyon tarafında da ilk etaptaki olumlu algılamaya zarar vermiş görünüyor.

Yurtdışından büyümeye gelen desteğin, en önemli ihracat pazarımız AB'deki yavaşlama ile azalmasının beklenmesi ve iç talepte de bunu telafi edebilecek kadar güçlü bir toparlanmanın beklenmemesi ile Merkez Bankası son PPK toplantısında faiz artışlarına ara vermiş ve nötr bir duruşa geçmiştir. Bu gelişmede, siyasi risklerin azalması ile Türkiye'nin risk priminde son 1 ayda 50 baz puanın üzerinde düşüş ve petrol fiyatlarının gerilemesi de önemli rol oynamıştır. Ancak bu duruş, yeni gelişmelere de son derece hassas olacak ve gelişmelere göre Banka her iki yöne de eğilim gösterebilecektir. Biz de bu alanlardaki son gelişmeleri de dikkate alarak 3 senaryo oluşturduk. Baz senaryomuzda, petrol fiyatlarının mevcut 115 dolar civarında seyrettiğini, gıda fiyatlarının ise Temmuz ayındaki % 15.3'lük yıllık artış oranının 2008 sonunda % 14.0'e, 2009 sonunda da % 12.0'ye sınırlı bir düşüş gösterdiğini varsaydık. Bu durumda 2008 sonu enflasyon tahminimiz % 11.0 ile değişmezken, 2009 sonu tahminimiz % 7.5 olmaktadır. Bu doğrultuda, bu yıl için faizlerin sabit seyretmesinin ardından, 2009 yılında 175 baz puanlık bir indirim mümkün olmaktadır.

Alternatif Senaryolar			İyimser	Baz	Kötümser
Petrol (US\$)	2008		100	115	150
	2009		100	115	150
Gıda (% yıllık)	2008		12.0	14.0	16.0
	2009		9.0	12.0	15.0
TÜFE (% yıllık)	2008		10.0	11.0	12.6
	2009		6.3	7.5	9.2
ON Faiz	2008		16.25	16.75	17.25
	2009		14.50	15.00	16.25

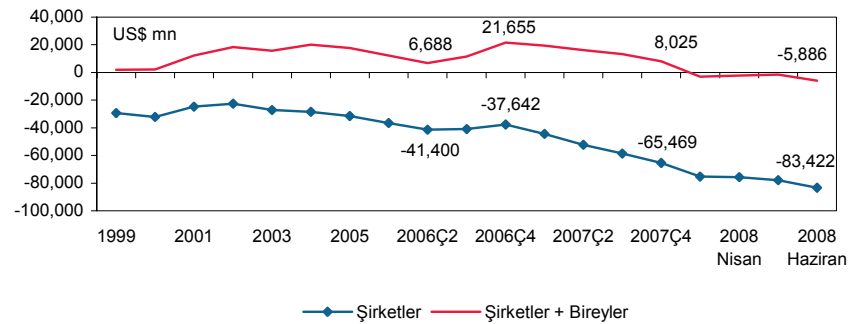
Kaynak: Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

Petrol fiyatlarının 100 dolar civarına doğru gerilemesi ve gıda fiyatlarında daha hızlı bir düşüş olması durumunda ise, Merkez Bankası bu sene içerisinde faiz indirimlerine başlayabilecektir. Bunun da ötesinde, baz senaryoda 2009'un ikinci yarısına doğru başlamasını beklediğimiz faiz indirimleri de öne alınacak ve faiz indirim sürecinin erkenden bono fiyatlarına girmesi ile uzun vadeli faizlerde hızlı bir düşüş gündeme gelebilecektir. Diğer taraftan, kötümser senaryoda ise, gıda fiyatlarındaki yıllık artışın korunması ve petrol fiyatlarının tekrar 150 dolar seviyelerine çıkarak enflasyon beklentilerini bozması durumunda Merkez Bankası'nın duruşunu tekrar parasal sıkılaştırmaya çevirmesi ve bu sene yeniden faiz artırması gerekebilecektir. Son günlerde risk iştahındaki azalış ve AKP davası sonrasındaki kar satışları ile faizlerde görülen sınırlı yükselişin devam edebilmesi için ise, bu senaryoyu destekleyecek gelişmeler olması gerektiğini düşünüyoruz.

Bu senaryolarda bir taraftan da gelişmekte olan ülkelere veya Türkiye'ye yönelik risk iştahını çok zayıflatmayacağı ve dolayısı ile kurlar üzerinde fazla bir etkiye bulunmayacağı varsayılmaktadır. Geçmiş dönemde görülen kur sıçramalarının birkaç ayın ötesinde etkili olmadığını ve sepet bazında kurların (1 dolar + 1 euro) 2003 yılından beri, dönüp dolaşıp yine 3 seviyesinin altına gerilediğini dikkate alırsak, aslında bu varsayımı fazla bir itiraz olmayacağı düşünülebilir. Zaten bu varsayımı, son yıllarda döviz açık pozisyonlarını hızla artıran şirketler kesiminin de yaptığı anlaşılmaktadır.

Birkaç gün önce yayınladığımız özel raporda da değindiğimiz gibi, şirketler kesiminin yurtdışından kredi bulma konusunda henüz sonuçlara yansımaya bir sıkıntı ile karşılaşmadığı ve uzun vadeli kredi stokunu hızla artırmaya devam ederek açık pozisyonlarını 2008 ikinci çeyrek sonunda 83.4 mlr dolara yükselttiği görülüyor. Bu artışta, yurtiçi bankaların yurtdışı şubelerinden kullanılan kredilerin önemli etkisi olsa da, doğrudan yabancı kurumlardan kullanılan kredilerde de artış sürmektedir. Buna karşın, bireylerdeki döviz pozisyon fazlası artmaya devam etse de banka dışı kesimin (şirketler + bireyler) toplam döviz pozisyonu 5.9 mlr dolarlık açığa işaret ederek, verileri hesaplayabildiğimiz 1999 yılından beri en yüksek açığa ulaşmış görünüyor.

Şirketlerin ve Toplam Yurtiçi Banka Dışı Kesimin Açık Pozisyonları (Mn US\$)



Kaynak: TCMB, BDDK, MKK, kendi hesaplamalarımız

Global likidite koşullarındaki bozulmanın şirketler kesiminin kredi imkanları üzerinde henüz fazla bir etkisi olmadığı görülmekle birlikte, önümüzdeki dönemde de bu eğilimin devam etmesi kolay olmayacaktır. Reel sektörün finans piyasasındaki gelişmelerden gecikmeli olarak etkileneceğini düşünür ve bankacılık sektörünün 12 aylık toplam uzun vadeli kredi kullanım miktarının Haziran ayında, geçen seneye göre % 50 düşüşle 5.0 mlr dolara gerilediğini dikkate alırsak, önümüzdeki dönemin bu anlamda şirketler açısından çok rahat olmayacağı sonucuna varabiliriz. Ayrıca 2006 yılından itibaren şirketlerin kredi kullanımlarındaki artışın ardından, kredi geri ödemeleri de yükselmektedir ve Haziran 2008 itibari ile son 12 ayda 22.5 mlr dolara ulaşmıştır. Yani şirketler kesiminin net kredi kullanımının pozitif bölgede seyredebilmesi ve kredi stokunu daha da artırabilmesi için gittikçe daha fazla miktarda kredi bulmaya ihtiyacı olacaktır.

Dış Finansman İhtiyacı ve Finansman Kaynakları

(US\$ mn)	2006 Yılı	Haz.07 12 aylık (A)	2007 Yılı	Haz.08 12 Aylık (B)	Fark (B) - (A)
1-Cari işlemler dengesi	-31,893	-31,933	-37,753	-45,793	-13,860
2-Net hata noksan	-173	540	1,141	-6,599	-7,139
I.Toplam finansman ihtiyacı (1+2)	-32,066	-31,393	-36,612	-52,392	-20,999
II.Toplam finansman (1+2+3)	32,066	31,393	36,612	52,392	20,999
1-Sermaye hareketleri	52,984	58,164	52,098	55,965	-2,199
Doğrudan yatırımlar (net)	19,065	20,800	20,099	14,988	-5,812
Portföy yatırımları (net)	7,373	14,316	717	-3,629	-17,945
<i>Genel hükümetin tahvil ihracı</i>	3,334	4,015	923	-1,803	-5,818
<i>Yabancıların Türkiye'de menkul kıymet al.</i>	8,068	14,968	1,857	-472	-15,440
<i>Yerleşiklerin yurtdışında menkul kıymet al.</i>	-4,029	-4,667	-2,063	-1,354	3,313
Krediler (IMF kredileri hariç)	24,786	25,969	35,564	41,773	15,804
<i>Genel Hükümet</i>	-712	-622	82	-511	111
<i>Bankalar</i>	5,814	4,609	5,608	5,164	555
<i>Diğer sektörler</i>	19,684	21,982	29,874	37,120	15,138
Mevduat	4,622	-1,116	-3,323	4,054	5,170
Diğer	-2,862	-1,805	-959	-1,221	584
2-IMF kredileri	-4,511	-3,140	-3,983	923	4,063
3-Rezerv Değişimi (-artış)	-16,407	-23,631	-11,503	-4,496	19,135
<i>Bankaların döviz varlıkları</i>	-10,293	-14,752	-3,471	-2,992	11,760
<i>Resmi rezervler</i>	-6,114	-8,879	-8,032	-1,504	7,375

Kaynak: TCMB, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

Bu durum, şirketlerin yatırım imkanları konusunda risk yaratmanın dışında, Türkiye'nin cari işlemler açığının finansmanı konusunda da ayrı bir risk doğurmaktadır. Son 12 aydaki toplam yurtdışı finansman kalemlerine bakıldığında, 1 yıl önceye göre belirgin bir artış gösteren tek finansman kalemi şirketlerin kredileri olmuştur. Bu dönemde, portföy yatırımları, doğrudan yabancı yatırımlar ve bankaların uzun vadeli kredileri belirgin olarak gerilemiştir. Şirket kredileri dışında artış gösteren finansman kalemleri ise kısa vadeli banka kredileri ve banka mevduatlarıdır (yine kısa vadeli fon girişleri ile bağlantılı). Bunlar da şirketler dışındaki finansman kalemlerinde imkanların azaldığı ve kısa vadeye kaydığını göstermektedir. Normalde, ekonomideki yavaşlama ara malı ve tüketim malı ithalatını yavaşlatarak cari açığın küçülmesini getirerek, bu sorunu otomatik olarak çözebilecekken, enerji fiyatlarının son gerilemeye rağmen yüksek seviyelerde seyretmesi, bu alandaki risklerin ön planda kalmasını getirmektedir.

Yurtiçine yönelik bu alandan gelen kırılganlıkların giderilmesi konusunda ise gözler maliye politikalarına çevrilmekte ancak oradan da umduğunu bulamamaktadır. Önümüzdeki senenin yerel seçimleri öncesinde hayata geçen harcama artışlarına en son olarak memur maaşlarına yapılan ek zam eklenmiştir ki bu düzenlemenin sadece 5 aylık maliyetinin bu seneye 1 mlr YTL civarında olacağı söylenmektedir. Bu tür uygulamalar, bütçe disiplini üzerinde endişeleri artırmaktadır. Bu konuda görünümün düzeltilmesi için, sadece bütçe dengesi üzerinden gitmeyen, harcamaları da disipline eden bir mali kural uygulaması ve bu kuralın bağımsız denetimi için IMF ile bir ihtiyati stand-by anlaşmasının yapılması önemli olacaktır.

Sonuç olarak, AKP'nin kapanmasına yönelik siyasi risklerin ortadan kalkmasının ardından, temel ekonomik görünüme yönelik riskleri tekrar konuşmaya başlamak gerekiyor. Bu risklerin her gün piyasalarda fiyatlanmasını ve ana eğilimleri belirlemesini beklemesek de, arka planda olumsuz anlamda bir birikimin devam ettiğini söyleyebiliriz.

Önümüzdeki Haftanın Gündemi

- Bu hafta Salı günü 14 Ağustos PPK toplantısının notları önemli olacak. Ayrıca Hazine Cuma günü Eylül ayı borçlanma programını açıklayacak. 5.1 mlr YTL iç borç ve 1.1 mlr YTL dış borç geri ödemesi için toplam finansman ihtiyacının 6.2 mlr YTL olacağı Eylül ayının en önemli itfalarının 3, 10 ve 17 Eylül tarihlerinde sırasıyla 1.4 mlr YTL, 2.1 mlr YTL ve 0.9 mlr YTL olacağını hesaplıyoruz.
- Bu hafta ABD'de ikinci çeyrek büyüme ve çekirdek PCE ön planda olacak. Ayrıca Salı günü Fed'in 5 Ağustos'taki toplantısına ait tutanaklar izlenecek. Hafta başında açıklanacak Almanya'nın İfo İş Ortamı Endeksi ise Euro Bölgesi'ndeki görünüm açısından önemli sinyaller verebilir. İngiltere'de piyasalar Pazartesi günü tatil nedeniyle kapalı olacak.

Türkiye'de Açıklanacak Veriler

Önem	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus (Fortis Tahmin)
Orta	Reel Kesim Güven Endeksi, Ağu.	-	25 Ağu., 17:00	-
Yüksek	İthalat, Tem. US\$ mln		29 Ağu., 17:00	(19,200)
Yüksek	İhracat, Tem. US\$ mln		29 Ağu., 17:00	(12,300)

Yurtdışında Açıklanacak Veriler

Önem	Ülke	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus (Fortis Tahmin)
Yüksek	ABD	Mevcut Konut Satışları, Tem.	mln	25 Ağu., 17:00	4.9 (5.0)
Yüksek	Almanya	İfo İş Ortamı Endeksi, Ağu.	-	26 Ağu., 11:00	97.3 (98.0)
Yüksek	ABD	Case Schiller Konut Fiyat End., Haz.	% yıllık	26 Ağu., 16:00	-16.3 (-16.1)
Yüksek	ABD	Tüketici Güven Endeksi, Ağu.	-	26 Ağu., 17:00	53.0 (55.0)
Yüksek	ABD	Yeni Konut Satışları, Tem.	mln	26 Ağu., 17:00	0.53 (0.53)
Yüksek	ABD	Dayanıklı Tüketim Malı Sipariş., Tem.	% aylık	27 Ağu., 15:30	0.2 (0.0)
Yüksek	ABD	Büyüme (1. revizyon), 2Ç	% çeyreksele	28 Ağu., 15:30	2.6 (2.6)
Yüksek	ABD	Çekirdek PCE, Tem.	% aylık	29 Ağu., 15:30	0.3
Yüksek	ABD	Michigan Tüketici Güven End., Ağu.	-	29 Ağu., 17:00	62.0

Makro ve Finansal Gösterge Tahminleri

Makro Ekonomik Görünüm 2007-2010

	2007	2008t	2009t	2010t
GSYİH (Mlr YTL)	856.4	953.1	1,056.8	1,154.0
GSYİH (Mlr US\$)	658.8	787.7	832.1	887.7
GSYİH büyümesi	4.5	4.5	5.0	5.0
ÜFE (yıllık %)	5.9	13.0	5.0	5.0
TÜFE (yıllık %)	8.4	11.0	7.5	6.7
Dış Ticaret Dengesi (Mlr US\$)	-62.8	-82.7	-91.3	-98.1
İhracat (FOB, Bavul hariç)	107.2	139.4	155.6	173.3
İthalat (CIF, Altın dahil)	170.1	222.1	246.9	271.3
Cari İşlemler Dengesi (Mlr US\$)	-37.8	-52.8	-56.4	-60.1
Cari İşlemler Dengesi / GSYİH (%)	-5.7	-6.7	-6.8	-6.8

Finansal Göstergelere İlişkin Tahminler

	22 Ağustos	1Ay	3Ay	6Ay	12Ay	2008	2009
USD/YTL	1.1865	1.1900	1.2200	1.2500	1.2800	1.2400	1.2800
EUR/YTL	1.7550	1.7700	1.8200	1.8600	1.8400	1.8500	1.8400
Döviz Sepeti	2.9415	2.9600	3.0400	3.1100	3.1200	3.0900	3.1200
EUR/USD	1.4791	1.4870	1.4900	1.4880	1.4400	1.4900	1.4400
O/N	16.75%	16.75%	16.75%	16.75%	15.00%	16.75%	15.00%
Gösterge Tahvil	18.70%	18.40%	18.20%	18.20%	16.20%	18.20%	16.20%

Fortis Bank S.A./N.V. Montagne du Parc 3 B-1000 Brussels Belçika Tel: +32 2 565 11 11	Fortis Bank Hollanda N.V. Rokin 55 P.O. Box 243 1000 AE Amsterdam Hollanda Tel: +31 20 527 91 11	Fortis Bank Lüksemburg 50, avenue J.F. Kennedy L-2951 Luxembourg Lüksemburg Tel: +352 42 421	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: +90 212 274 42 80	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 çalışana 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.