

## Makroskop

24 - 30 Kasım 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 90  
Email: nilufer.s@fortis.com.tr

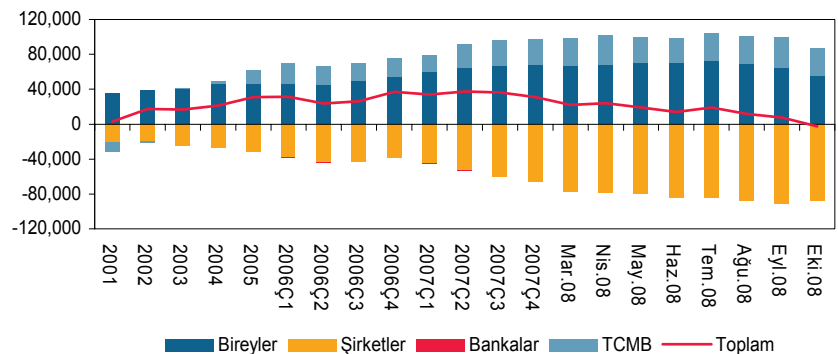
Email: arastirma@fortis.com.tr  
Tel: 0212 272 79 98  
Fax: 0212 275 44 05

## Paranın Ucunu Göstermek Bile Yeter mi?...

Geçen hafta Türk özel sektörünün 2009 yılı dış borç geri ödemelerine ve bazı varsayımlarla finansman ihtiyacına bakmış, borçların tamamının yenilenmesi durumunda bile 18 mlr dolar civarında bir finansman açığı olduğu tespitinde bulunmuştuk. Hafta içinde ise, her çeyrekte yayınladığımız “Şirketler ve Bireylerin Kur Riski” raporunu son verilerle yenileyerek açıkladık. Ne yazık ki, veriler şirketler kesiminde alınan kur riskinin tarihin en yüksek düzeyinde olduğunu yansıtmıştır. Dolayısı ile, Ekim’de YTL’de görülmeye başlanan ani değer kaybına kötü bir noktada yakalanıldığını rahatlıkla söyleyebiliriz. **Şirketler zaten iç ve dış pazarlardaki problemlerin arttığı bir dönemde, bir yandan kredi daralması ile oluşan likidite sorunları, bir yandan da dövizdeki açık pozisyondan kaynaklanan faaliyet dışı zararların yansımaları ile cebelleşmektedir.**

Türkiye’nin en büyük şirketlerinden Tüpraş’ın geçen hafta YTL’deki değer kaybı nedeniyle sırf Ekim ayında yaklaşık 615 mn YTL’lik kur farkı zararı kaydettiğini belirtmesi bu sıkıntılara iyi bir örnek olmuştur. Bu görünüm, bir çok gelişmiş ve gelişmekte olan ülkenin açıkladığı kapsamlı tedbirler paketi veya daha iyisi bunları içeren bir programın Türkiye’de de açıklanmasını acil bir gereklilik haline taşımıştır. Böyle bir programı daha gerçekçi kılmak için de, bunun en azından borç yenileme oranlarını olumlu etkileyebilecek bir ihtiyati stand-by anlaşması ile, ya da finansman açığını kapatacak kaynakları içeren klasik bir stand-by anlaşması ile desteklenmesi faydalı olacaktır. Böyle bir tercihte bulunulacaksa, yeni program çerçevesinin son üç stand-by anlaşmasında olduğu gibi bankacılık ve kamu odaklı olması beklenmemelidir. Bu kesimlerde 2001 krizinden beri süregelen yeniden yapılanma, buralarda kurumsal yönetim ve risk yönetimini ileri noktalara taşımıştır. Ancak, istisnalar olsa da, şirketler kesimi için aynı olumlu değerlendirmeyi yapabilmek mümkün değildir. **Temel amacı şirketler kesimini yeniden yapılandırma olması gereken yeni program, önceliği ayakta kalma savaşına yardımcı olmaya vermeli, ancak bir yandan da ölçek ekonomisini getirecek şartların oluşmasını temin etmelidir.**

Türkiye’de Döviz Pozisyonlarında Gelişmeler (mn US\$)



**Ancak programın şirketler kesimi odaklı olması, fonların doğrudan bu kesime kullanılacağı şeklinde de anlaşılmalıdır. Kullandırım veya diğer kolaylıklar, kredi riski taşıyan mali sistem üzerinden olabileceği gibi, TEPAV'ın "Kredi Garanti Fonu" önerisinde (\*) olduğu gibi bütçe kanalıyla da olabilir.** TEPAV önerisini şöyle bir örnekle açıklamaktadır. Kredi Garanti Fonu'na 2009 yılı milli gelirinin % 1'ine karşılık miktardaki kaynağın aktarıldığını düşünelim. Fon, doğrudan kredi açmayıp, sadece açılacak kredilere kefil olarak bu kaynağın çok üzerinde bir tutarda krediye kefil olabilecektir. Fonun altı katlık bir kaldıraç oranı ile çalışması durumunda milli gelirin yüzde 6'sı tutarında yeni krediye kefil olması mümkün olacaktır. Bankacılık sektörü toplam kredi hacminin milli gelire oranının yaklaşık % 41 olduğu dikkate alındığında, verilebilecek kefaletin önemli boyutlara ulaşabileceği görülmektedir. Bütçede bu fon için mevcut koşullarda kaynak yaratılması kolay olmayacağından, fonun kaynağının IMF tarafından Hazine'ye verilecek kredi imkanı olması uygun olacaktır.

**Programa ilişkin ilerleme ve netleşme sağlandığında devam etmek üzere içeriğe ilişkin değerlendirmelere nokta koyarken, kredi imkanı içeren bir anlaşmanın hangi boyutta olabileceğine değinmek istiyoruz.** Son günlerde AKP çevrelerinden gelen haberler, 20-40 milyar dolar arasında bir kaynağı içeren bir ihtiyati stand-by anlaşmasının hazırlıklarının başladığı şeklindedir. Kaynak miktarının büyüme hedefine bağlı olacağı söylenirken, büyümenin hükümetin düşündüğü gibi % 4 belirlenmesi durumunda kaynağın üst sınıra yaklaşmasının gerektiği belirtilmektedir. Son dönemde IMF ile Acil Finansman İmkanı (Emergency Financing Mechanism) kapsamında stand-by imzalayan 4 ülkenin (Macaristan, İzlanda, Ukrayna ve Pakistan) anlaşmalarına baktığımızda, paket için üst sınırdaki beklentinin bize biraz yüksek geldiğini söylemeliyiz. Bu ülkelere IMF nezdindeki kotalarının sırası ile 10.1, 11.9, 8.0 ve 5.0 kat fazlası kadar bir kredi imkanı sağlandığı ve bu toplam imkanın yaklaşık üçte birinden fazlasının derhal kullanıldığı izlenmiştir. Türkiye'ye 2001 krizinden sonra kotasının 12.5 katı bir kredi imkanının sağlandığı da bilinmektedir. Dolayısı ile alt ve üst sınırları kotanın 10 ve 12.5 katı olarak düşünürsek, paketin toplam boyutunun 17.5 - 23.0 mlr dolar aralığında oluşması daha gerçekçi durmaktadır. **Derhal kullanılabilir kısım ise 6.5 - 8.5 mlr dolar aralığında olacaktır.** Ancak ihtiyati stand-by uygulamalarında, en son Brezilya örneğinde olduğu gibi, tahsis edilen kaynağı kullanmamak esastır. Bu klasik bir stand-by anlaşmasına göre en önemli farktır. Yola, "ben bu kaynağı tedbiren istiyorum" diye çıkılıp, sonra ilk fırsatta bunu kullanma yoluna gidilmesi durumunda piyasalara olumsuz bir mesaj olarak yansıma tehlikesi bulunmaktadır. Bunun dışındaki uygulamalar birbirine benzer olacaktır. Yani en önemlisi, bu anlaşmayla, ortada belli amaçları olan 2-3 yıllık bir program olacak, atılacak adımların takvimi belirli olacak, gözden geçirmelerle buradaki gelişmeler denetlenecektir. Türkiye gözden geçirmeleri başarıyla tamamladıkça, söz konusu kredi imkanını kullanma hakkını elde edecek, ancak ihtiyati anlaşma olduğu için kullanmayacağını beyan etmesi beklenecektir. **Her ne kadar, klasik bir stand-by anlaşmasını mevcut ortamda daha faydalı görsek de, ihtiyati anlaşmaya gidilmesini de olumlu karşılıyoruz. Önemli olan, olumlu senaryoda 18 mlr dolar ve olumsuz senaryoda 45 mlr dolara kadar varabilen finansman ihtiyacı altında, sinyal etkisi tarafı daha güçlü olan programın yeterli olup olmayacağıdır.**

Böyle bir imkanın yokluğunda, "Şirketler ve Bireylerin Kur Riski" raporumuzda çizdiğimiz ve aşağıda özetlediğimiz tablonun ekonomimize ağır hasar vermeye devam edeceği unutulmamalıdır.

*"2007 sonuna kadar şirketler kesimindeki açık pozisyon artışını, şirketler ve bireylerin toplam döviz pozisyonlarının fazlada olması sebebiyle fazla endişe verici bulmamaktaydık. Ancak son dönemde bu fazlanın önce açığa dönmesi sonra da toplam açıkta görülen kayda değer artış, Ekim ayındaki kur sıçramasının, ekonomi üzerindeki etkisinin 2006 yılındakine göre çok daha keskin olacağını düşündürmektedir. Bunların üzerine, TCMB ve bankaların döviz pozisyonlarını da eklediğimizde, Türkiye'nin toplam döviz pozisyonunun Ekim'08 itibarıyla tarihinde ilk defa eksiye geçmesi, daha da endişe verici olmuştur. Bu da, şirketlerin açık pozisyonunun, artık ne bireylerin ne de kamunun döviz fazlası ile kapatılmadığını göstermektedir. Türkiye'nin toplam döviz pozisyonunun açık*

*vermesi, ekonominin bundan sonra kurdaki gelişmelerden daha fazla etkilenebileceğini göstermektedir. Şirketlerin döviz pozisyon açıklarına yol açan uzun vadeli kredilerin kısa vadedeki geri dönüşlerinin daha sınırlı boyutta olması ve TCMB'nin bu doğrultuda hesapladığı kısa vadeli açık pozisyonun 4.4 mlr dolarla sınırlı olması ise rahatlatıcı olmaktan uzaktır. Burada bahsettiğimiz uzun vadeli görünüme yönelik riskler, Türkiye'ye yönelik finansman imkanlarının daha da sıkılaşmasını getirebilecektir. Ayrıca YTL'deki değer kaybının getireceği bilanço tahribatı bu risklerin kısa vadede daha gözle görünür olmasına yol açabilir. Bu durumda da nakit akımları açısından ekonomide sıkıntının boyutunun kısa vadede çok yüksek olmaması, durumu fazla değiştirmeyecektir.”*

Sonuç olarak, dış finansman açığının olumlu varsayımlarla bile yüksek olduğu bir döneme şirketler kesiminin tarihindeki en yüksek kur riski altında girmesi, yeni bir program için eylemsizliğin sürdürülmesinin maliyetini çok yüksek boyutlara çıkarmıştır. Temel amacı bu kesimin yeniden yapılandırılması olması gereken yeni program için acil ilerleme sağlanması ve bu programın ihtiyatı veya klasik bir stand-by ile desteklenmesi durumunda, gelecek yıl 17.5 - 23.0 mlr dolarlık bir kaynağın güvence olarak bir kenarda tutulması veya ekonominin kullanımına verilmesi mümkün görünmektedir. Aksi takdirde, varlık-yükümlülük dengesizliği ekonomiyi aşındırmayı sürdürecektir.

(\*) Daha fazla bilgi için, TEPAV'ın Küresel Krizle Mücadelede Bir Tedbir Önerisi: Kredi Garanti Sistemi başlıklı çalışması incelenebilir.

## Önümüzdeki Haftanın Gündemi

- Yurtiçinde bu hafta veri gündeminde Reel Kesim Güven Endeksi ve dış ticaret istatistikleri yer alıyor. Bununla birlikte, Hazine Çarşamba günü 16,501 mln YTL'lik yüklü itfası öncesinde Pazartesi günü 24.06.2009 vadeli iskontolu tahvil, Salı günü ise 23.06.2010 vadeli iskontolu tahvil ve 5 yıl vadeli değişken kuponlu tahvil ihraç edecek. Cuma günü açıklanacak olan Aralık ayı Borçlanma Programı'nda, Hazine'nin iç borç servisi 6.5 mlr YTL'ye rahatlatılmakla birlikte, dış borç ödemeleri 1.4 mlr dolarla nispeten yüklü görünüyor. Aynı gün Merkez Bankası'nın Finansal İstikrar Raporu açıklanacak.
- Yurtdışında ise ABD'de üçüncü çeyrek büyüme verisinin ilk revizyonu başta olmak üzere, konut verileri, çekirdek PCE ve dayanıklı tüketim malı siparişleri önemli olacak. Euro Bölgesi'ndeki gidişatla ilgili olarak da Almanya'nın İfo İş Ortamı Endeksi izlenecek. Perşembe günü ise ABD'de piyasalar kapalı olacak.

### Türkiye'de Açıklanacak Veriler

Önem	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Fortis Tahmin (Konsensus)
Yüksek	Reel Kesim Güven Endeksi, Kas.	-	24 Kas., 17:00	-
Yüksek	İthalat, Ekim	US\$ mln	28 Kas., 17:00	15,000
Yüksek	İhracat, Ekim	US\$ mln	28 Kas., 17:00	9,800
Orta	Hazine Borçlanma Proramı, Ara.	-	28 Kas.	-

### Yurtdışında Açıklanacak Veriler

Önem	Ülke	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus
Orta	Almanya	İfo İş Ortamı Endeksi, Kas.	-	24 Kas., 11:00	88.9
Yüksek	ABD	İkinci El Konut Satışları, Ekim	mln	24 Kas., 17:00	5.05
Yüksek	ABD	GSYH (1. revizyon), 3Ç % çeyreksele	%	25 Kas., 15:30	-0.5
Orta	ABD	Case Shiller Konut Fiyat Endeksi, Eyl.	% yıllık	25 Kas., 16:00	-17.0
Orta	ABD	Tüketici Güven Endeksi, Kas.	-	25 Kas., 17:00	39.0
Yüksek	ABD	Çekirdek PCE, Ekim	% aylık	26 Kas., 15:30	0.1
Yüksek	ABD	Top & Ulaş. Hariç Day. Tük. Malı Sip., Ekim	% aylık	26 Kas., 15:30	-2.2 & -1.3
Orta	ABD	Michigan Tüketici Güven Endeksi, Kas.	-	26 Kas., 16:55	56.0
Yüksek	ABD	Yeni Konut Satışları, Ekim	mln	26 Kas., 17:00	0.45

## Makro ve Finansal Gösterge Tahminleri

### Makro Ekonomik Görünüm 2007-2010

	2007	2008t	2009t	2010t
GSYİH (Mlr YTL)	853.7	992.4	1,102.8	1,203.6
GSYİH (Mlr US\$)	658.8	763.4	730.3	830.1
GSYİH büyümesi	4.6	2.5	1.5	4.0
ÜFE ( yıllık %)	5.9	15.0	5.0	5.0
TÜFE ( yıllık %)	8.4	11.0	7.5	6.7
Dış Ticaret Dengesi (Mlr US\$)	-62.8	-74.4	-57.3	-61.6
İhracat (FOB, Bavul hariç)	107.3	132.3	141.5	155.7
İthalat (CIF, Altın dahil)	170.1	206.7	198.8	217.3
Cari İşlemler Dengesi (Mlr US\$)	-37.7	-46.0	-28.4	-30.9
Cari İşlemler Dengesi / GSYİH (%)	-5.7	-6.0	-3.9	-3.7

### Finansal Göstergelere İlişkin Tahminler

	21 Kasım	1Ay	3Ay	6Ay	12Ay	2008	2009
USD/YTL	1.6956	1.6000	1.5500	1.5000	1.5000	1.6000	1.5000
EUR/YTL	2.1236	2.0000	1.9400	1.8900	1.8900	2.0000	1.8900
Döviz Sepeti	3.8192	3.6000	3.4900	3.3900	3.3900	3.6000	3.3900
EUR/USD	1.2524	1.2500	1.2500	1.2600	1.2600	1.2500	1.2600
O/N	16.25%	16.00%	15.75%	15.00%	14.50%	16.00%	14.50%
Gösterge Tahvil	22.40%	22.50%	22.00%	18.70%	18.10%	22.50%	18.10%

---

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: +90 212 274 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 <sup>rd</sup> Floor New York, NY 10022 ABD Tel: +1 212 418 87 00	Fortis Securities LLC 520 Madison Avenue, 3 <sup>rd</sup> 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. Kullanan ancak kendi bilgi, inisiyatif ve değerlendirmesi ile hareket edecektir.