

Makroskop

30 Mart - 5 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

Evdeki Hesap Çarşıya Uyarsa...

Yerel seçimler öncesi son raporumuzda, seçim sonrası ekonomide beklenen tabloyu çizmeye çalışırken, bunun ne kadar gerçekçi olduğunu saptamaya çalışacağız. Ama önce kısaca siyasi tabloya değinelim. Seçime sayılı günler kala son anketler burada görünümün fazla değişmeyeceğini düşündürmektedir. Örneğin; geçen seçim sonuçlarını en iyi tahmin eden Konda'nın son anketi AKP'nin Türkiye genelinde % 47.9 oy alacağını gösterirken, A&G şirketinin anketi % 42.5 gibi bir orana işaret etmektedir. AKP için başarı sınırı, öncelikle son genel seçimlerde alınan % 46.5 olurken, çıtanın aşağı inmesi durumunda ise önceki yerel seçimlerde alınan % 42.2'lik oy oranının ve önceki yerel seçimde 16 büyükşehir içinden kazanılan 12 belediyenin korunup korunmadığı önemli olabilecektir. **Sonuçların ekonomi açısından önemi ve beraberinde getirdiği belirsizlik ise, hangi sonucun bir IMF anlaşmasını kolaylaştıracağı konusudur.** Kimileri, yukarıda çizilen ölçüler içinde bir başarının anlaşmayı hızlandıracağını belirtirken, kimileri ise tam tersini düşünmektedir. Bazıları ise, jeopolitiği de işin içine katarak ABD'nin bölgedeki planları kapsamında Obama'nın ikinci dış gezisini 6 Nisan'da Türkiye'ye yapacak olmasının ve IMF'nin son dönemde kredi kullandırımı koşullarını iyice esnekletmesinin, seçim sonuçları ne olursa olsun bir anlaşmaya gidilme ihtimalini artırdığı şeklinde değerlendirmektedir. **Piyasaların baz senaryosunun seçim sonrası bir anlaşma sağlanması olduğu bilinirken, buradaki tek riskin anlaşmanın Nisan-Mayıs dönemine yetişememesi olarak görüldüğünü belirtmeliyiz.** Bu bağlamda, IMF'nin geçtiğimiz günlerde üye ülkelere kredi kullandırımı koşullarında gerçekleştirdiği reform ve Ekim ayında onayladığı kısa vadeli finansman imkanının yerini alacak Esnek Kredi İmkani (Flexible Credit Line (FCL)) getirmesi önemli gelişmelere benzemektedir. Bu yeni imkanın ve koşullarıdaki değişikliklerin neleri içerdiğini ve ne anlama geldiğine ilerleyen satırlarda değineceğiz. Ancak, IMF Strateji, Politika ve Gözden Geçirme Bölümü Başkanı Reza Moghadam'ın, yeni değişikliklerin, Fon ile anlaşma yapmış olan ülkeler ile Türkiye gibi müzakerelerin sürdüğü ülkelere de uygulanacağını bildirmesinin, basında ilişkilendirildiği gibi **Türkiye'nin stand-by yerine bu imkandan yararlanabileceği anlamına gelmediğini baştan belirtmek istiyoruz.** Zira, gerek FCL'den yararlanabilme koşullarına (*) baktığımızda gerekse Türkiye'nin IMF ile anlaşmaya özel sektör kaynaklı da olsa bir ödemeler dengesi problemi nedeniyle yöneldiğini dikkate aldığımızda, **yeni anlaşmanın klasik bir stand-by olmasına halen daha fazla ihtimal vermekteyiz.**

IMF'nin reformları kapsamında hayata geçen en önemli uygulama yeni Esnek Kredi İmkani olurken, daha geniş kapsamda, ülkelerin IMF fonundan daha fazla yararlanabilmeleri için, krediye erişimlerini hızlandıracak ve kolaylaştıracak şekilde kredi kullanma koşullarının top yekun modernize edildiği, limitlerin artırıldığı ve alışlagelen stand-by uygulamalarının daha esnek hale getirildiği belirtilmiştir. FCL, dış denge, kamu borcu, mali politikalar ve bankacılık

alanlarında belirli kriterlere (*) sahip, yani çok güçlü temel görünümü ve politika uygulamaları olan ülkelere, hem önden yüklemeli hem de uzun geri ödeme opsiyonu ile kullanılabilir bir borçlanma imkanı olarak tanımlanıyor. Bu yeni imkandan faydalanamayacak ülkeler için ise Yüksek Erişimli İhtiyati Stand-By (High Access Precautionary SBA) ismi verilen yeni bir imkanın sağlandığı da izleniyor. Genel olarak kredi kullanım koşullarının modernizasyonu çerçevesinde ise, **IMF bir ülkeyle kredi anlaşması yaparken, bundan sonra kredi imkanını tanımadan önce belli kriterlere sahip olup olmadığına (ex-ante conditionality) bakacak. Ülkenin bu krediden belirlenen takvim çerçevesinde faydalanması sırasında ise yeni kriterler aranmayacak.** Eski uygulamada ise, bir ülke program çerçevesinde belirlenmiş kriterleri yerine getirdikçe (ex-post conditionality) kendine tanınan kredi imkanından bölüm bölüm faydalanmaya hak kazanıyordu. Bu modernizasyonun diğer bir bacağı ise, IMF programlarında yer alan **yapısal reformların artık performans kriteri olarak işlemek yerine, normal gözden geçirme sürecinde değerlendirilmesi. Bu da, belli bir tarihe kadar gerçekleştirilemeyen yapısal reformun kredi kullanımına mani olmayacağı anlamına geliyor.**

Nitekim, hafta içinde IMF ile görüşmelere bizden çok sonra başlayan Romanya'nın bir stand-by üzerinde anlaşma sağlayan (FCL değil) üçüncü AB üyesi ülke olduğu ve 12.9 mlr euro'su IMF'den, 5 mlr euro'su AB'den, 2 mlr euro'su da Dünya Bankası ve diğer kreditorlerden olmak üzere 20 mlr euro'luk bir kredi imkanına kavuştuğu haberi geldi. Romanya'nın IMF'den sağladığı imkanın kotasınının 11 katı olduğunu hesaplıyoruz. **Benzer bir oranın Türkiye'ye de uygulanması durumu 20 mlr dolar civarında bir pakete işaret etmektedir.** Zaten 2001 krizi sonrasındaki anlaşmada da kotanının 11.7 katı gibi bir oran uygulanmış ve bu tarihteki en yüksek katsayıya işaret etmişti. **Ancak, yukarıda bahsettiğimiz muhtemel kullandırım tutarının net olduğunun da düşünülmesi gerektiğinin altını çizmek istiyoruz.** Zira, Türkiye'nin halen IMF'ye 5.3 mlr SDR (8 mlr dolar) borcu bulunmaktadır. Dolayısı ile, brüt kredi imkanı daha fazla olabilecek ancak net kullanım yukarıdaki çerçeve içinde kalabilecektir.

Öte yandan, Hazine'den sorumlu Devlet Bakanı Şimşek'in hafta içinde basına yaptığı açıklamalarla bizim geçen hafta ve bu haftanın raporunda yaptığımız saptamaları doğruladığını da izlemekteyiz. Şimşek, IMF ile bir anlaşma olacaksa krediyi içeren bir stand-by programı olur, süresi 18 ay-3 yıl arasında olabilir derken, **anlaşma için çözülmesi gereken konulardan birinin bütçe tedbirlerinin miktarı olduğunu** belirtmektedir: *"Konu ne kadar harcama kısıntısı veya gelir artışı sağlamamız gerektiği konusu... Türkiye'ye ilişkin makro tahminler değiştiği için tedbirlerin miktarı da değişiyor. (...)Aslında Ocak'ta bu konuda da bir noktaya geldik. FDF'yi belli bir bazda tutma konusunda anlaştık, bu tedbir miktarına ek olarak bizim yeni paketler açıldığında da bunların telafi edilmesi söz konusuydu. O dönemde anlaşamadık. Bu konu tekrar geldiklerinde gözden geçirilmesi gereken bir konu."* Şimşek daha önce anlaşmazlık konusu olan iki unsurdan **Gelir İdaresi'nin özerkliği** talebinden IMF'nin vazgeçtiği bilgisini verirken, **çapraz denetim** konusunda 'nereden buldun'u ima etmeyecek şekilde bir noktaya varıp Başbakan'ın olurluğunu aldıktan sonra misyonu davet edeceğimiz, demektir.

Hangi şekilde olursa olsun, seçim sonrası gecikmeden bir IMF anlaşması sağlanmasını, tüketimi canlandırmayı hedefleyen son vergi indirimi paketleri ve kredi mekanizmasını canlandırmayı hedefleyen kredi garanti fonu oluşumu (Şimşek'e göre Hazine üzerinde çalışmakta) gibi tedbirlerin yaratacağı olumlu ivmelenmeyi güçlendirecek bir gelişme olarak görüyoruz. **Orta vadede yeniden güçlü mali duruşu sağlayacak bir programın ortaya çıkması durumunda aşağıda değindiğimiz sinyallerin de daha fazla anlam ifade edeceğini ve ileriye yönelik bakışımızı olumluya çevirmeye yardımcı olacağını düşünüyoruz.**

Daha önceden de vurguladığımız gibi, **dünya genelinde ekonomik aktivitenin ilk çeyrekte dibe vurduğunu, yani daralmanın artık hızlanmadığını nihayet istikrar kazandığını gösteren verilerin açıklanmaya devam ettiği** izleniyor.

Hafta içinde, Avrupa'dan gelen Mart ayına ait geçici PMI verileri beklediğimiz gibi ABD ve gelişmekte olan ülkelere göre bir miktar gecikmeyle bu durumu teyid ederken, Türkiye'de Reel Kesim Güven Endeksi'nin ardarda üçüncü aydır yükseliş gösterdiği izlendi. Bu durumun Şubat ayında sanayi üretiminin en kötü noktayı göreceği ve buradan toparlanmaya başlayacağı öngörümüzü desteklediğini düşünüyoruz. Ancak toparlanmanın ne ölçüde güç kazanacağını yavaş yavaş daha kritik olmaya başlayacağını düşünürken, henüz ihracatta bir toparlanma görülmemesi nedeniyle kısa vadede belirgin bir hızlanma beklememekteyiz.

Sonuç olarak, çok olumsuz koşullar altında geçen son birbuçuk yıldan sonra piyasalar yerel seçimlere bir milat olarak bakmaktadır. Beklentiler siyasi tablonun fazla değişmeyeceği ve IMF ile anlaşmanın kısa sürede sağlanacağı yönündedir. Böylece istikrar ve güven artışının sinyalleri alınan toparlanma sürecini güçlendirmesi beklenmektedir. Gelişmelerin beklenen doğrultuda olmasının bizim ileriye yönelik bakışımızı da olumlu etkileyeceğini düşünürken, hızla bozulan mali performansın anlaşmaya varılmasını geciktirmesinde piyasaya göre daha fazla risk görmekteyiz.

(*) Bir ülkenin FCL imkanından faydalanabilmek için sahip olması gereken kriterler:

- (1) sürdürülebilir dış denge
- (2) dış finansmanda özel sektörün baskınlığı
- (3) devletin uluslararası sermaye piyasalarına düzenli ve olumlu şartlarda erişebilirliği
- (4) rezervlerin sağlamlığı
- (5) sürdürülebilir kamu borcu ve genel olarak kamu finansmanının sağlamlığı
- (6) sağlam bir para ve kur politikası çerçevesinde, düşük ve istikrarlı enflasyon
- (7) bankacılık sisteminde, sistemik bir bankacılık krizine dönüşme riski yaratacak şekilde ödeme güçlüklerinin olmaması
- (8) finans sektörünün etkin denetimi
- (9) verilerin şeffaf ve güvenilir olması.

Önümüzdeki Haftanın Gündemi

- Bu hafta yurtiçinde 4. çeyrek büyüme rakamı ve enflasyon gibi son derece kritik verilerin yer aldığı bir gündem var. Ayrıca, Hazine Salı günü Nisan ayı borçlanma programını açıklayacak. Nisan ayında Hazine 8.3 mlr TL iç borç ve 0.6 mlr dolar dış borç ödemesi öngörmüştü. Piyasaya yapılacak en önemli ifta tarihlerinin 1 Nisan (1.0 mlr TL + 1.7 mlr dolar), 8 Nisan (2.9 mlr TL) ve 22 Nisan (0.7 mlr dolar) olduğunu hesaplıyoruz.
- Yurtdışında ise, ABD'de ve Euro Bölgesi'nde öncü ekonomik aktivite göstergeleri olan PMI endeksleri ve ABD'de tarım dışı istihdam kritik olacak. Ayrıca, Avrupa Merkez Bankası'nın bu hafta 50 baz puan indirim yapması bekleniyor.

Türkiye'de Açıklanacak Veriler

Önem	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Fortis Tahmin (Konsensus)
Yüksek	GSYH, 4Ç	% çeyrekssel	31 Mart, 10:00	-4.8 (-5.8)
Yüksek	İthalat & İhracat, Şub.	US\$ mlr	31 Mart, 17:00	8.7 & 7.3 (8.7 & 7.3)
Orta	CNBC-e Tüketici Güven Endeksi, Mart	-	1 Nis., 9:00	-
Orta	TİM İhracat, Mart	US\$ mn	1 Nis.	6,900
Yüksek	İTO Fiyat Endeksi, Mart	% aylık	1 Nis., 12:00	1.7
Yüksek	TÜFE & ÜFE, Mart	% aylık	3 Nis., 17:00	1.1 & 0.5

Yurtdışında Açıklanacak Veriler

Önem	Ülke	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus
Orta	ABD	Case Shiller Konut Fiyat End., Ocak	% yıllık	31 Mart, 16:00	-18.6
Orta	ABD	Tüketici Güven Endeksi, Mart	-	31 Mart, 17:00	27.5
Yüksek	Euro Bölgesi	İmalat Sanayi PMI Endeksi, Mart	-	1 Nis., 10:58	34.0
Orta	ABD	ADP İstihdam Raporu, Mart	bin	1 Nis., 15:15	-605
Yüksek	ABD	İmalat Sektörü ISM Endeksi, Mart	-	1 Nis., 17:00	36.0
Orta	ABD	Bekleyen Konut Satışları, Şub.	% aylık	1 Nis., 17:00	-3.0
Yüksek	Euro Bölgesi	Merkez Bankası faiz kararı	baz puan	2 Nis., 14:45	-50
Yüksek	Euro Bölgesi	Hizmet Sektörü PMI Endeksi, Mar.	-	3 Nis., 10:58	40.1
Yüksek	ABD	Tarım Dışı İstihdam, Mart	bin	3 Nis., 15:30	-640
Yüksek	ABD	İşsizlik Oranı, Mart	%	3 Nis., 15:30	8.4
Yüksek	ABD	Hizmet Sektörü ISM Endeksi, Mart	-	3 Nis., 17:00	42.0

Makro ve Finansal Gösterge Tahminleri

Makro Ekonomik Görünüm 2007-2010

	2007	2008	2009t	2010t
GSYİH (Mlr TL)	853.7	963.9	960.3	1,056.0
GSYİH (Mlr US\$)	658.8	745.5	564.9	610.7
GSYİH büyümesi	4.6	1.0	-5.0	4.0
ÜFE (yıllık %)	5.9	8.1	6.0	5.0
TÜFE (yıllık %)	8.4	10.1	6.0	6.0
Dış Ticaret Dengesi (Mn US\$)	-62.8	-69.7	-29.8	-39.6
İhracat (FOB, Bavul hariç)	107.3	132.0	105.6	117.2
İthalat (CIF, Altın dahil)	170.1	201.7	135.4	156.8
Cari İşlemler Dengesi (Mn US\$)	-38.3	-41.6	-6.1	-14.3
Cari İşlemler Dengesi / GSYİH (%)	-5.8	5.6	-1.1	-2.3

Finansal Göstergelere İlişkin Tahminler

	27 Mart	1Ay	3Ay	6Ay	12Ay	2009	2010
USD/TL	1.6486	1.7000	1.6900	1.6500	1.7100	1.6500	1.7300
EUR/TL	2.2384	2.3100	2.3000	2.2300	2.2600	2.2300	2.2500
Döviz Sepeti	3.8870	4.0100	3.9900	3.8800	3.9700	3.8800	3.9800
EUR/USD	1.3578	1.3600	1.3600	1.3500	1.3200	1.3500	1.3000
O/N	10.50%	10.00%	10.00%	10.00%	11.50%	10.00%	13.50%
Gösterge Tahvil	14.20%	14.50%	14.50%	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. Kullanan ancak kendi bilgi, inisiyatif ve değerlendirmesi ile hareket edecektir.