

## Makroskop

23 Kasım - 6 Aralık 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

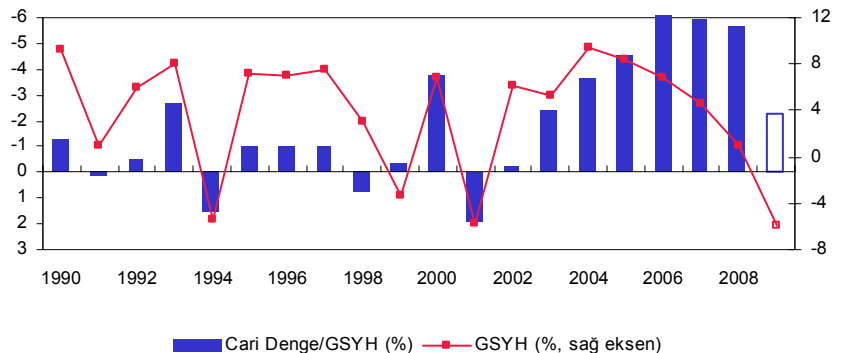
Nilüfer Sezgin (Yönetici Yrd.)  
Tel: 0212 318 37 90  
Email: nilufer.s@fortis.com.tr

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

## Bir Bağımlının Halinden Anlamak...

“Dış Ticarete Yapısal Dönüşüm” diye bir başlık gördüğünüzde aklınıza ilk ne gelir?... Herhalde büyük bir kesim Türkiye’nin net ihracatçı olması yani ihracatı ithalatından fazla olan bir ekonomi haline dönüşmesi şeklinde anlar. Bazılarının ihracata dayalı büyüme olarak da lanse ettiği bu büyük hayal, her kriz döneminde daha doğrusu ekonominin daraldığı dönemlerde, hızla daralan dış ticaret açığı ve bu doğrultuda düşen cari açık ile yeniden canlanır ama ekonomi toparlandıkça bu eğilimler ortadan kalktığından, daha doğrusu dış açık aslında yapısal olduğundan yerini bir süre sonra hayal kırıklığına bırakır. **Yapısallığın ise iki boyutu bulunmaktadır; Birincisi, Türkiye’nin enerji ithalatçısı bir ülke olmasıdır.** Türkiye’de zengin bir ham petrol ve doğalgaz rezervi bulunmadıkça burada bir değişim beklenmemelidir. Eylül 2009 itibari ile 12 aylık cari açık 14.6 mlr dolar seviyesinde iken, ham petrol ve doğalgazı da içeren mineral yakıtlar ve yağlar grubu hariç cari denge 12.9 mlr dolar fazla vermektedir. Bu bile, ilk yapısal faktörün ne denli etkili olduğunu yansıtmaktadır. **İkinci önemli yapısal faktör ise, ihracatımızın ara malı ithalatına bağımlılığının yüksek olmasıdır.** Bu belki çok bilinen ve tekrarlanan bir tespit gibi durmaktaysa da temel olarak 2001 krizi sonrasında yapılan çalışmalara dayanmaktadır, yani aslında yeni anlaşılmalı bir durumdur. Buna göre, gelişmekte olan ülkeler arasında, imalat sanayii genelinde ihracat miktarı başına ithal ara malı oranında 1’in üzerindeki değeriyle Türkiye en yüksek orana (Çin en düşük) sahip ülke olarak çıkmaktadır. Neyse ki yeni çalışmalar, son yıllarda daha da güçlendiği gözlenen bu eğilimin ne ölçüde yapısal ne ölçüde diğer faktörlere dayalı olduğunu ortaya koymakta ve dış ticaretin dinamiklerinin çok daha iyi anlaşılmasına yardımcı olmaktadır. TCMB tarafından düzenlenen “Dış Ticarete Yapısal Dönüşüm: Küresel Dinamikler ve Türkiye Ekonomisi” başlıklı konferansta sunulan iki çalışmadan bahsediyoruz. Henüz yayınlanmamış olan bu çalışmaların temel tespitlerini bu haftaki raporumuzda aktarmaya çalışacağız. Konferansın açılışında TCMB Başkanı Yılmaz’ın yaptığı konuşmanın küresel eğilimleri çok iyi topladığını görüyoruz.

### Cari Denge ve Ekonomik Büyüme

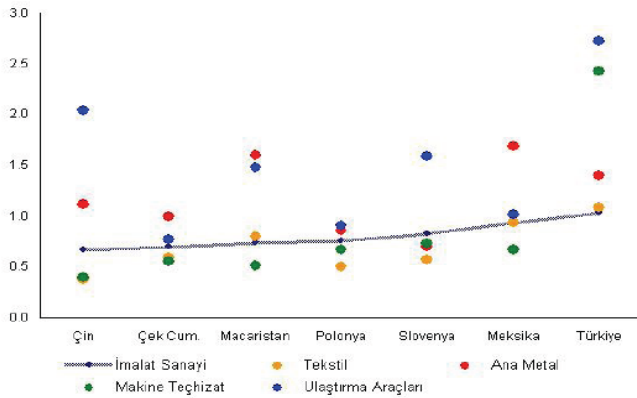


(\* ) 2009 değerleri Fortis Araştırma tahminleridir.

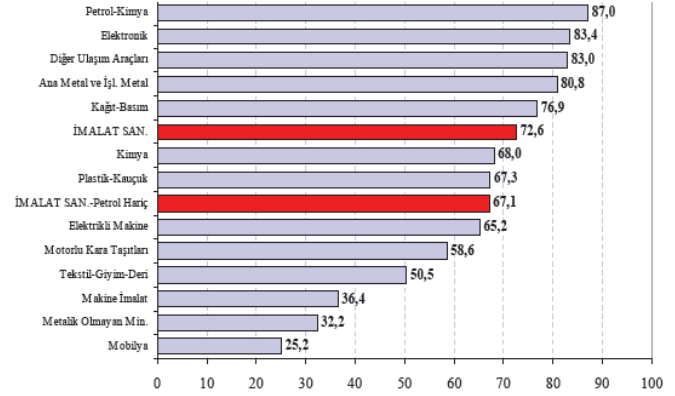
Kaynak: TCMB, TÜİK, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

**Yılmaz'ın birinci tespiti, geçen yüzyılın ilk yarısında uluslararası ticaretin temelini oluşturan endüstriler arası ticaretin, günümüzde yerini endüstri içi ticarete bıraktığı şeklindedir.** Uluslararası ticaret, farklı ürün gruplarının değişiminden ziyade, benzeşen ürün gruplarının değişimine dayalıdır. Otomotiv sektöründeki gelişmeler buna iyi bir örnektir. **Bu gelişmeye paralel olarak, yapılan ikinci tespit, gelişmekte olan ülkelerin ihracatında sanayi ürünlerinin payının artması, gelişmiş ülkelerin ihracatının ise sanayi ürünlerinden hizmetlere kaymakta olduğudur.** Gelişmiş ülkeler araştırma geliştirme faaliyetleri, kalifiye iş gücü ve teknolojik bilgi birikimindeki avantajlarını kullanarak piyasaya yeni ürünler ve teknolojiler sunmakta, zamanla bu yeni ürünler standart teknolojiler ve kalifiye olmayan iş gücü tarafından da üretilebilir hale gelmekte, üretim merkezleri gelişmiş ülkelerden gelişmekte olan ülkelere taşınmaktadır. **Üçüncü tespit ise, küresel ticaretteki bir diğer gelişme olan “dikey uzmanlaşma” olgusuna ilişkindir.** Teknolojik gelişmeler, firmaların üretim faaliyetlerini, farklı faktör yoğunluğuna sahip alt süreçlere bölerek, her süreci farklı bir ülkede gerçekleştirmelerine olanak vermektedir. Böylelikle, firmalar her süreci en avantajlı bölgede gerçekleştirebilmekte ve maliyetlerini düşürebilmektedir. **Dördüncü tespit ise, küresel üretim zincirlerinin çoğunlukla çok uluslu şirketler tarafından yönlendirilmesi ve doğrudan yatırımların bu süreçte oynadığı role ilişkindir.** Bu yatırımlar genellikle gelişmekte olan ülkelerin ihracatını artırırken, yeni sermaye ve teknoloji ihtiyacını da beraberinde getirmektedir. Öte yandan, dikey uzmanlaşmayı gerektiren bu yeni ticaret sistemi, ekonomilerin ithalat bağımlılıklarını artırmaktadır. Küresel üretim zincirlerinin yaygınlaşmasıyla birlikte, gelişmekte olan ülkelere çok uluslu şirketler için üretim yapan firmaların, gerekli kalite düzeyine ulaşabilmek için ara ve yatırım mallarını, ana firmanın ticari bağlantılarının bulunduğu diğer ülkelere ithal etmeleri zorunlu hale gelmektedir.

Birim İhracat Başına Ara Malı İthalatı



Hammadde ve Malzemede İthal Payı, 2007 (%)



Kaynak: TCMB, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

Kapsamlı bir anketin sonuçlarını içeren, “Türkiye İmalat Sanayinde İthalat Yapısı” çalışmasında ise tüm sektörleri temsil eden 145 firma üzerinden, küresel eğilimlerin ekonomimize etkileri incelenmekte, özellikle ithal girdi payındaki değişimin nedenlerini bulmak amaçlanmıştır. **Firmalar temelde iki faktörün etkisiyle bu gelişmenin yaşandığını belirtmektedir. 1) Firmaların ithal ara ve yatırım malı kullanımına yönelik eğilimlerinin artması, 2) Ekonominin dış ticaretteki uzmanlaşma yapısında görülen değişim.** İlk faktör için firmalar, temel ara ve yatırım mallarında yurt içi üretim miktarındaki yetersizliğini ithalata yönlendiren en önemli unsur (bu faktör toplam ara ve yatırım malları ithalatının yaklaşık %60'lık bölümünü açıklamakta) olarak belirtmişler. Kaliteli ara ve yatırım malı kullanma gereği firmaları ithalata yönlendiren bir diğer önemli unsur (toplam ara ve yatırım malı ithalatının yaklaşık %20'lik bölümünü bu faktörle ilişkilendirmekte) olarak iletilmiş. İkinci faktör ise, esasen, yeni uzmanlaşma yapısında öne çıkan sektörlerin ithalata bağımlılık oranının geleneksel emek-yoğun sektörlerden daha yüksek olması. Doğrudan veya dolaylı olarak daha fazla ithal hammadde ve malzeme kullanan taşıt araçları, dayanıklı tüketim malları, ana metal gibi sektörlerin geçmiş dönemde yüksek büyüme oranlarına

ulaşması, ekonomi genelindeki ithal girdi kullanım oranının artmasına önemli katkı yapmakta. Çalışmanın sonuç kısmında ise, bizim uzun süredir vurguladığımız ve bu raporun en başında tekrarladığımız tespitlere çok yakın değerlendirmelerde bulunuluyor. “Türkiye ekonomisinde ithalata bağımlılık sorununun esas itibarıyla yapısal bir nitelik taşıdığı söylenebilir. Diğer bir ifadeyle, ülkemizin doğal kaynak yapısı, hammadde ve ara malı üretimine yeterli kaynak ayrıl(a)maması, kaliteli ara malı teminindeki güçlükler, firmaların üretimin yüksek katma değerli aşamalarında uzmanlaş(a)maması ve yatırım mallarında üretim yeteneğinin çok sınırlı olması gibi nedenlerle ithalata bağımlılık oranının yüksek olduğunu, dış ticaretteki uzmanlaşma yapısında meydana gelen değişimin de bu oranı daha yüksek bir düzeye taşıdığını düşünmekteyiz. İthalata bağımlılık sorununun yapısal bir nitelik taşıması nedeniyle, küresel krizle birlikte geçen ithalata bağımlılık oranı ve daralan dış ticaret açığının, iç ve dış talebin güçlenmesiyle birlikte tekrar kriz öncesi düzeylerine yükselmesi beklenmektedir. Bu itibarla, sorunun kalıcı olarak çözülmesi ithalata bağımlılığı azaltıcı orta-uzun vadeli politikaların geliştirilmesine bağlıdır. Öte yandan, dış ticaret açığının giderilmesinde ihracat performansı büyük önem taşımaktadır. Bu çerçevede, ihracat hacminin artırılması yanında firmaların yüksek katma değerli malların üretiminde uzmanlaşması ve/veya mevcut üretim faaliyetini daha yüksek katma değer yaratacak biçimde dönüştürmesi gerekmektedir.”

#### Firmaları İthalata Yönlendiren Faktörler (%)

Sektörler	Daha Ucuza Temin	Daha Kaliteli ve Kesintisiz Temin	Yurt İçi Üretimin Yetersizliği	Başka Şirketlerle İlişkiler	Yurt Dış. Sağlanan Kredi	Toplam
<i>Hammadde- Malzeme</i>						
Basit Ortalama	20,1	18,8	53,8	4,2	3,1	100,0
Firma Büyüklüğü Ağırlık Ort.	12,6	15,1	61,4	9,6	1,3	100,0
Firma Büyüklüğü Ağırlıklı Ortalama-Petrol Hariç	15,9	19,1	51,2	12,2	1,6	100,0
Sektör Ağırlıklı Ort. (*)	21,1	20,2	51,8	3,9	3,1	100,0
Sektör Ağırlıklı Ortalama-Petrol Hariç (*)	21,4	21,0	50,8	3,9	3,0	100,0

Sonuç olarak, son dönemde uluslararası ticarete küresel eğilim, çokuluslu şirketlerin yönlendirdiği küresel üretim zincirlerinin getirdiği dikey uzmanlaşma nedeniyle ithalata bağımlılığın artması şeklinde gözlenmektedir. Türkiye ise, bu yapısal dönüşüme ek olarak, temel ara girdilerin yurtiçi üretiminin ve/veya kalite yetersizliğinin etkisiyle bu eğilimi daha şiddetli bir şekilde hissetmektedir. Firmalara ilişkin veriler ithalat bağımlılığını artıran temel faktörler arasında sanılanın aksine fiyatlara (döviz kuru) çok yüksek bir ağırlık verilmediğini de göstermektedir. Kısa vadede karlılık üzerinde etki yapabilecek bu unsura karşılık, teknoloji ve altyapı yatırımlarının kalitesi, kalifiye iş gücünün artırılması, araştırma-geliştirme yatırımlarının teşvik edilmesi gibi unsurların orta-uzun vadede çok daha önemli olduğu açıktır.

## Önümüzdeki Haftanın Gündemi

- Önümüzdeki iki hafta boyunca yurtiçinde Finansal İstikrar Raporu (24 Kasım), Hazine Borçlanma Programı (26 Kasım), PPK notları (3 Aralık), dış ticaret ve enflasyon gibi kritik önemli gelişmeler izlenecek. Yurtiçinde piyasalar 27 ve 30 Kasım'da kapalı olacak. Yurtdışında ise Euro Bölgesi ve ABD PMI endeksleri, konut ve istihdam piyasası verileri önemli olacak.

### Türkiye'de Açıklanacak Veriler

Önem	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Fortis Tahmin (Konsensus)
Yüksek	Reel Kesim Güven Endeksi, Kas.	-	24 Kas., 17:00	-
Orta	İTO Fiyat Endeksi, Kas.	% aylık	1 Ara., 12:00	-
Yüksek	TÜFE & ÜFE, Ara.	% aylık	3 Ara., 17:00	-
Yüksek	İthalat & İhracat, Ekim	US\$ mlr	4 Ara., 17:00	12.9 & 10.1

### Yurtdışında Açıklanacak Veriler

Önem	Ülke	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus
Yüksek	Euro Bölgesi	Hiz. & İmal. Sek. Geç. PMI End., Kas.	-	23 Kas., 10:58	52.9 & 51.1
Yüksek	ABD	İkinci El Konut Satışları, Ekim	mln	23 Kas., 17:00	5.65
Yüksek	ABD	GSYİH (1. revizyon), 3Ç	% yıllık	24 Kas., 15:30	3.3
Orta	ABD	Tüketici Güven Endeksi, Kas.	-	24 Kas., 17:00	49.0
Yüksek	ABD	Çekirdek PCE, Ekim	% aylık	25 Kas., 15:30	0.1
Yüksek	ABD	Dayanıklı Tüketim Malı Sipariş., Ekim	% aylık	25 Kas., 15:30	0.5
Orta	ABD	Michigan Tüketici Güv. End., Kas.	-	25 Kas., 16:55	66.0
Yüksek	ABD	Yeni Konut Satışları, Ekim	mln	25 Kas., 17:00	0.41
Orta	Euro Bölgesi	İmalat Sanayi PMI Endeksi, Kas.	-	1 Ara., 10:58	-
Orta	ABD	İmalat Sanayi ISM Endeksi, Kas.	-	1 Ara., 17:00	-
Orta	ABD	Bekleyen Konut Satışları, Ekim	% aylık	1 Ara., 17:00	-
Orta	ABD	ADP İstihdam Raporu, Kas.	bin	2 Ara., 15:15	-
Yüksek	Euro Bölgesi	Hizmet Sektörü PMI Endeksi, Kas.	-	3 Ara., 10:58	-
Yüksek	Euro Bölgesi	Merkez Bankası faiz kararı	baz puan	3 Ara., 14:45	değ. yok
Yüksek	ABD	Hizmet Sektörü ISM Endeksi, Kas.	-	3 Ara., 17:00	-
Yüksek	ABD	Tarım Dışı İstih. & İşsiz. Oranı, Kas.	bin & %	4 Ara., 15:30	-

## Makro ve Finansal Gösterge Tahminleri

### Makro Ekonomik Görünüm 2007-2010

	2008	2009t	2010t	2011t
GSYİH (Mlr TL)	950.1	973.5	1,066.7	1,179.7
GSYİH (Mlr US\$)	734.9	628.0	688.2	718.8
GSYİH büyümesi	0.9	-6.0	4.0	5.0
ÜFE (yıllık %)	8.1	4.0	5.0	4.0
TÜFE (yıllık %)	10.1	5.5	6.5	5.5
Dış Ticaret Dengesi (Mlr US\$)	-69.8	-37.6	-58.0	-63.8
İhracat (FOB, Bavul hariç)	132.0	101.3	126.2	122.9
İthalat (CIF, Altın dahil)	201.7	138.8	184.2	186.7
Cari İşlemler Dengesi (Mlr US\$)	-41.7	-14.4	-30.6	-33.9
Cari İşlemler Dengesi / GSYİH (%)	-5.7	-2.3	-4.4	-4.7

### Finansal Göstergelere İlişkin Tahminler

	20 Kasım	1Ay	3Ay	6Ay	12Ay	2009	2010
USD/TL	1.4831	1.4800	1.5200	1.5800	1.5600	1.4800	1.5600
EUR/TL	2.2046	2.1850	2.2300	2.2900	2.2500	2.1800	2.2500
Döviz Sepeti	3.6877	3.6650	3.7500	3.8700	3.8100	3.6600	3.8100
EUR/USD	1.4865	1.4750	1.4700	1.4500	1.4400	1.4750	1.4400
O/N	6.50%	6.25%	6.25%	6.25%	7.25%	6.25%	7.75%
Gösterge Tahvil	8.70%	8.70%	8.50%	8.50%	10.50%	8.70%	10.50%

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 <sup>rd</sup> 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.