

Makroskop

10 - 16 Ağustos 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

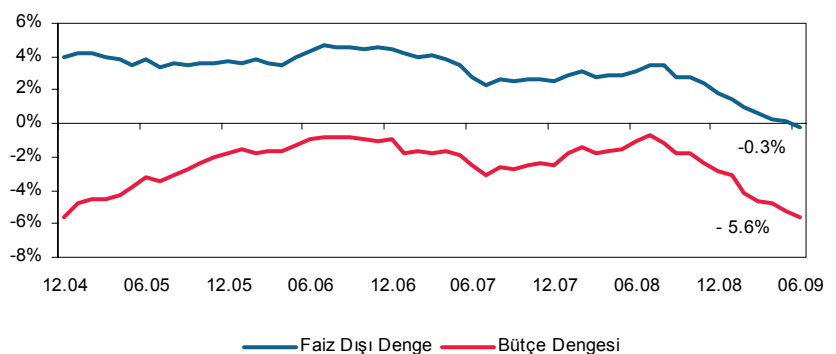
Nilüfer Sezgin (Yönetici Yrd.)
Tel: 0212 318 37 90
Email: nilufer.s@fortis.com.tr

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

Ortada Var mı Program?

Piyasaların seyri açısından belirleyiciliğini uzun süredir kaybetse de, kapsamlı bir orta vadeli programın açıklanmasındaki gecikme tüm tahammül sınırlarını zorlamaya kararlı görünüyor. Merkez Bankası'nın bile ikna edici bir mali programın hazırlanmasını teşvik için, tek haneli piyasa faizlerine kalıcı olarak ulaşılmasını havuç olarak gösterdiği bir ortamda, gelen yeni haberler 2010 yılı bütçesinin TBMM'ye sunulması için son tarih olan 17 Ekim'e kadar sabredilmesi gereğine işaret etmekte. Basında yer alan bilgiler, 5018 sayılı Kamu Mali Yönetim ve Kontrol Kanunu gereği Mayıs sonuna kadar kamuoyuna açıklanması gereken Orta Vadeli Plana (OVP) ilişkin temel büyüklüklerin belli olduğu, ancak hükümetin OVP açıklamasını, Eylül ayında hazırlıklarını başlatacağı, Ekim ayında da makro büyüklükleri belirleyeceği 2010-2012'ye ilişkin 3 yıllık bütçe ile birleştirmeyi öngördüğü yönünde. Elbette beklenen program Anayasa'da bütçe için belirlenen son tarihe kadar açıklanacak, ancak bunun IMF onaylı ve destekli olup olmayacağı Ekim ayı başındaki IMF-Dünya Bankası İstanbul toplantıları sırasında netleşecek. Bizim tarafta son durum böyleyken, IMF de hazırladığı son raporda yer verdiği Türkiye'ye yönelik projeksiyonlarla, borçların sürdürülebilirliği açısından bütçede kısa vadedeki sapmaların orta vadede telafi edilmesinin önemine dikkat çekmeye çalışıyor. **AB'ye sunulan KEP'teki çerçeve kullanılarak hazırlanan orta vadeli tahminlerde bütçe açığının GSYH'ya oranla bu yıl % 5.8'e çıktıktan sonra, 2010'da % 5.4'e, 2014'e kadar ise % 5'e sınırlı gerilediği bir senaryoda, bu yıl % 46.9'a çıkması beklenen borç stoku/GSYH oranının 2014'de % 58.1 gibi yüksek bir seviyeye ulaşacağı** belirtiliyor. Bu ise, son yıllardaki kazanımların hızla kaybedildiği ürkütücü bir tablo. Mali İzleme başlıklı raporda, G20 ülkelerinde "**Mali Sürdürülebilirliği Sağlamaya Yönelik Ön Stratejiler**" ülkeler bazında ele alınıyor. Ülkelerin hedefleri ve buna ulaşmadaki araçları incelenirken **Türkiye'nin 2011'e kadar borç/GSYH oranını istikrara kavuşturma hedefini belirlediği** kaydediliyor. Uzmanlar yetkililerle görüşmeler, açıklamalar ve aktivitenin toparlanmasıyla gelirlerde görülecek iyileşme gibi otomatik stabilizörlerin durumunu göz önüne alarak **Türkiye'nin "Ekonomik canlanmaya yönelik uyarıcı önlemlerin**

Merkezi Yönetim Bütçe Dengeleri (GSYH'ya oranla, son 12 ay kümülatif)



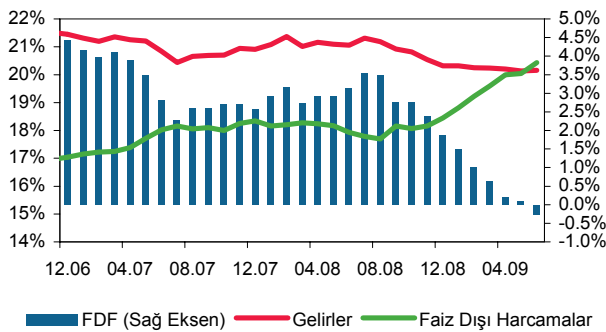
KEP 2009 - 2011 Makro Ekonomik Çerçeve

	2008	2009t	2010t	2011t
GSYH (% yıllık)	1.1	-3.6	3.3	4.5
Cari Denge / GSYH	-5.7	-1.9	-3.0	-4.0
IMF Tanımlı FDF/GSYH	1.9	-0.5	0.5	0.6
Bütçe Dengesi/GSYH	-1.8	-5.0	-3.2	-2.8
Borç Stoku/GSYH	39.5	43.1	44.1	43.4

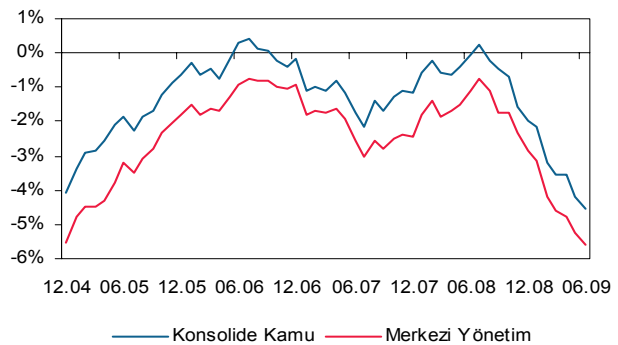
yenilenmemesi, harcama kontrolünün iyileştirilmesi, yerel yönetim reformu, mali kurala geçiş ve vergi idaresi reformunun devam ettirilmesi” önlemlerine yöneleceği görüşünü belirtmekte. Genel hatları bu şekilde belirlenen mali çerçeveye önemli bir ek ise, **önümüzdeki dönemde faiz dışı fazlanın (FDF) hangi seviyede belirlenmesi** gerektiği ki, raporda bu yıl GSYH'ya oranla % 0.2 açık şeklinde gerçekleşmesi beklenen FDF'nin **gelecek beş yılda ortalama % 1.7 seviyesinde oluşması gerektiği** saptamasında bulunuluyor. KEP'te 2010 ve 2011 yılları için % 0.5 düzeyindeki FDF ile daha zayıf bir mali uyum öngörüldüğünü hatırlatalım. Rapordan yer vereceğimiz son bilgiler ise, **kriz sırasında gerçekleşen mali genişlemenin hangi boyutlara ulaştığına** yönelik olacak. Bu hesaplamada IMF mali genişleme için referans olarak 2007 yılı bütçe dengesi ile bu yıl beklediği bütçe dengesinin arasındaki farkı almış. Böylece **milli gelire oranla % 3.7'lik bir genişleme saptarken, bunun 0.8'lik kısmının krizle ilgili alınan önlemlerden kalan kısmın ise otomatik stabilizörler ve krize yönelik olmayan kararlardan (her ne kadar sonradan tüm sapmalar krize karşı önlem gibi yansıtılsa da) kaynaklandığı** belirtilmiş. Hesaplamada Eylül 2008 - Mart 2009 döneminde alınan önlemlerin dikkate alındığı, Haziran'daki son teşvik paketinin maliyeti belirtilmediğinden dikkate alınmadığı ise, dip not olarak aktarılmış. Belirtilmemiş ama Temmuz'da bu kez karşı yönde alınan önlemlerin yansıtılmadığını da düşünmemiz gerekir.

Bu noktada, bütçe dengeleri açısından yukarıda bahsettiğimiz tahminlerin özellikle 2009 için mevcut durumun gösterdiği eğilim ile karşılaştırılması faydalı olacaktır. Bilindiği gibi, biz faiz dışı denge gelişimini bir defaya mahsus unsurlardan arındırılmış (IMF tanımlı) olarak ve eğilimi daha net görebilmek için son 12 aylık kümülatif bazda izlemekteyiz. Bu egzersize bu kez bütçe dengesini de ekledik ve FDF'de olduğu gibi hem merkezi yönetim (MYB) hem de konsolide kamu sektörü (KKS) için hesapladık. Önceki raporlarımızda Haziran sonu itibarı ile MYB faiz dışı dengesinin % 0.3 açık verdiğini, KKS'de ise fazlanın sifıra hızla yaklaştığını (% 0.2) duyurmuştuk. Merkezi Yönetim bütçe dengesi için bulduğumuz sonuç ise, her ikisi de GSYH'ya oranla, maliye tanımlı verilerde % 4.5, IMF tanımlı verilerde ise % 5.6 açık şeklinde oldu. **Yıl sonuna kadar yeni önlemler alınmadığı takdirde, faiz dışı açık ve bütçe açığının IMF ve KEP'teki tahminleri belirgin olarak aşmasını bekliyoruz. Mevcut bilgiler ışığında, % 2'ye yaklaşan faiz dışı açık ve % 7.5'i aşan bütçe açığı senaryosu ile çalışmaya devam ediyoruz.**

Merkezi Yönetim Bütçesi Göstergeleri (% GSYH, son 12 ay kümülatif) (*)



Bütçe Dengesi (% GSYH, son 12 ay kümülatif) (**)



(*) IMF tanımlı veriler. (**) Bütçe dışı kamu kurumlarına ilişkin son veri Nisan itibarı ile dir. Bu nedenle, Mayıs-Haziran değerleri geçen yıl ile aynı alınmıştır.

Kaynak: Maliye, Hazine, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

Mevcut verilerden yapacağımız ikinci saptama ise, mali genişlemenin boyutu üzerinde olacak. IMF gibi mali genişleme dönemi için Eylül 2008'i baz alırsak, bütçe dengesinde Haziran 2009 sonuna kadar olan bozulmanın **GSYH'ya oranla 4.5 puana ulaştığını hesaplamaktayız. Bunun % 70'inin faiz dışı harcamalardaki artıştan kalan % 30'unun ise gelirlerdeki azalıştan kaynaklandığını düşünüyoruz.** IMF'den daha yüksek bir mali genişleme bulduk ama IMF'nin dikkate aldığı son tarih olan Mart sonrasında bütçe açığındaki

bozulmanın 1 puan kadar olduğunu belirtmeliyiz. Dolayısı ile, aslında bulgularımızın çok yakın olduğunu söyleyebiliriz.

Bütçedeki mevcut eğilimin IMF'nin varsayımlarından bile daha olumsuz seyretmesi, 2011'e kadar borç/GSYH oranını stabilize etme hedefini daha da zorlu kılma, kısa vadede alınması gereken önlemleri yükseltme ve orta vadede gereken faiz dışı fazlayı yukarı çekme potansiyeli taşımaktadır.

Özetle, borçluluk oranlarındaki artıştan endişelenen IMF üye ülkeler için mali gevşemeden çıkış stratejisi taslağı hazırlamış, Türkiye için de hedef ve gerekli önlemleri ana hatları ile belirlemiştir. Ancak, orta vadeli program hazırlıklarının teknik hazırlıklarının bitmesine karşılık bütçe süreci ile birleştirilmesi yönünde siyasi bir tercihte bulunulması, kapsamlı bir program açıklanmasında yeni gecikmelere kapı açmış, çizilen stratejinin ne ölçüde hayata geçeceği konusunda belirsiz konumda bırakmıştır. Bütçedeki mevcut eğilimler de IMF projeksiyonlarından daha olumsuz bir görünüme işaret etmekte, gecikme ile beraber başlangıç koşullarının değişmesi riskini artırmaktadır.

Önümüzdeki Haftanın Gündemi

▪ Bu hafta yurtiçinde, hem ekonomik aktivite hem de mali performansa ilişkin önemli göstergeler izlenecek. Yurtdışında ise ABD'de perakende satışlar ve sanayi üretimi gibi geçtiğimiz aya ait gerçek verilere ek olarak, enflasyon ve tüketici güven endeksi de önemli olacak. Bu hafta ayrıca Japonya Merkez Bankası ve Fed'in faiz kararları gündemde olacak. Her iki bankanın da faizi sabit tutması bekleniyor.

Türkiye'de Açıklanacak Veriler

Önem	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Fortis Tahmin (Konsensus)
Yüksek	Sanayi Üretimi, Haz.	% yıllık	10 Ağu., 10:00	-11.0 (-12.6)
Orta	Cari Denge, Haz.	US\$ mlr	10 Ağu., 17:00	-2.2 (-2.1)
Orta	Nakit Bazlı FDF, Tem.	TL mlr	10 Ağu., 17:30	-5.6
Yüksek	Kapasite Kullanımı, Tem.	%	11 Ağu., 10:00	(72.7)
Orta	CNBC-e Tüketim End., Tem.	-	11 Ağu., 10:00	-

Yurtdışında Açıklanacak Veriler

Önem	Ülke	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus
Zayıf	ABD	İşgücü Maliyeti, 2Q	% çeyreksele	11 Ağu., 15:30	-1.5
Zayıf	ABD	Verimlilik, 2Q	% çeyreksele	11 Ağu., 15:30	3.7
Orta	Japonya	Merkez Bankası Faiz Kararı	%	11 Ağu.	değişim yok
Orta	ABD	Dış Ticaret Dengesi, Haz.	US\$ mlr	12 Ağu., 15:30	-28.45
Yüksek	ABD	Fed faiz kararı	baz puan	12 Ağu., 21:15	değişim yok
Yüksek	Euro Bölgesi	GSYİH (ilk veri), 2Ç	% çeyreksele	13 Ağu., 12:00	-0.8
Zayıf	ABD	İhracat & İthalat Fiyatları, Tem.	%	13 Ağu., 15:30	0.4 & 0.1
Yüksek	ABD	Perakende Satışlar, Tem.	% aylık	13 Ağu., 15:30	0.3
Yüksek	ABD	Çekirdek TÜFE & TÜFE, Tem.	% aylık	14 Ağu., 15:30	0.2 & 0.1
Orta	ABD	Kapasite Kullanımı, Tem.	%	14 Ağu., 16:15	68.1
Orta	ABD	Sanayi Üretimi, Tem.	% aylık	14 Ağu., 16:15	0.0
Orta	ABD	Michigan Tüket. Güv. End., Ağu.	-	14 Ağu., 16:55	68.0

Makro ve Finansal Gösterge Tahminleri

Makro Ekonomik Görünüm 2007-2010

	2008	2009t	2010t	2011t
GSYİH (Mlr TL)	950.1	933.8	1,024.6	1,132.9
GSYİH (Mlr US\$)	734.9	591.0	637.9	689.4
GSYİH büyümesi	1.1	-5.5	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	-39.1	-62.6	-68.3
İhracat (FOB, Bavul hariç)	132.0	98.1	98.4	106.1
İthalat (CIF, Altın dahil)	201.7	137.2	161.0	174.4
Cari İşlemler Dengesi (Mlr US\$)	-41.5	-12.8	-33.6	-36.3
Cari İşlemler Dengesi / GSYİH (%)	-5.7	-2.2	-5.3	-5.3

Finansal Göstergelere İlişkin Tahminler

	7 Ağustos	1Ay	3Ay	6Ay	12Ay	2009	2010
USD/TL	1.4617	1.4650	1.5000	1.5200	1.5800	1.5000	1.5800
EUR/TL	2.1034	2.1000	2.1000	2.1000	2.0900	2.1000	2.0500
Döviz Sepeti	3.5651	3.5650	3.6000	3.6200	3.6700	3.6000	3.6300
EUR/USD	1.4390	1.4300	1.4000	1.3800	1.3200	1.4000	1.3000
O/N	8.25%	7.75%	7.25%	7.25%	7.75%	7.25%	10.00%
Gösterge Tahvil	10.20%	10.00%	10.50%	10.50%	12.00%	10.50%	12.50%

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 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.