

## Makroskop

12 - 18 Ekim 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

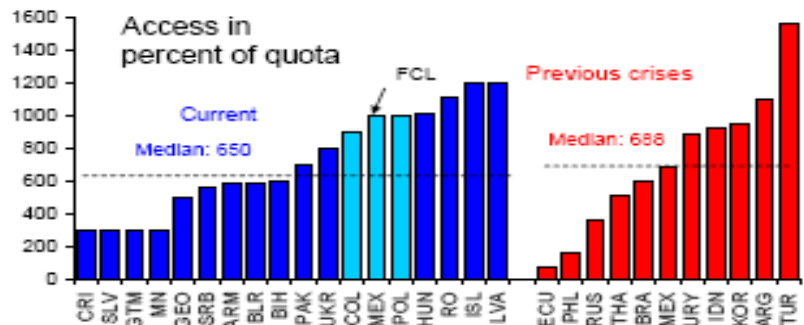
Nilüfer Sezgin (Yönetici Yrd.)  
Tel: 0212 318 37 90  
Email: nilufer.s@fortis.com.tr

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

## İstanbul Kararları ve Ankara Kararsızlığı...

Tam IMF anlaşmasına yönelik ümitler tükenmek üzereyken, bu konudaki en yetkili kişi olan Başbakan Sn. Erdoğan anlaşmayı geciktiren unsurlardan birinde (vergi idaresi özerkliği) daha uzlaşma sağlandığını ve IMF-Dünya Bankası toplantıları bitir bitmez bu görüşmeleri bir sonuca bağlamayı istediklerini açıkladı ve bir anda hava değişiverdi. Bunun öncesinde, anlaşma geciktikçe yasal süresi 2011 yaz ayları olan genel seçim tarihi üzerinde spekülasyonların artmaya başladığını izlemiştik. Kimilerine göre, hükümet mali alanda manevra alanını daraltmamak için bir stand-by anlaşmasını kabul etmeyecek ve genel seçimleri erkene (2010 yılı bahar ayları) alacaktı. Kimileri ise, stand-by süresini kısa tutarak seçimlere normal zamanında ekonomik olarak daha güçlü bir şekilde girilmesinin planlandığını iddia etti. Elbette, bir IMF misyonu Türkiye'ye çağrılmadan görüşmelerin sonuçlandırılması anlamında ihtiyatlı olunmalıdır ama, son açıklamaların önümüzdeki günlerde anlaşma ihtimalini artırdığı söylenebilir. Önümüzdeki dönemde baz olabilecek senaryoların ne şekilde çizileceğinin ise, olası anlaşmanın iki önemli niteliğine bağlı olacağını düşünüyoruz. **Birincisi; IMF ile mutabakatın hangi büyüklükler üzerinden sağlanacağıdır. İkincisi ise; programın vadesi ve sağlayacağı kredinin boyutunun ne olacağıdır.** Eğer mutabakat, hükümetin Orta Vadeli Programı (OVP) üzerinden sağlanmış ise, özellikle buradaki mali hedefler stand-by için de geçerli olacak ve borçlanma baskısını azaltmada gerekli olacak mali düzeltme için kademeli ve yavaş bir patika çizildiğinden, IMF'den gelecek kaynağın boyutu daha önem kazanacaktır. Yok eğer stand-by OVP hedefleri revize edilerek yapılacaksa, zaten daha fazla mali tedbir alınacağından borçlanmayı azaltmak için gerekli kaynak daha sınırlı olacaktır. Şu anda program hedefleri ve kredi desteğinin boyutu netleşmeden **borç çevirme oranları** için ortaya net senaryolar dökmek istemiyoruz. Sadece, Ocak-Ekim döneminde % 104'e ulaşan bu oranın **IMF'den makul boyutta bir kredi desteği sağlanması veya sağlanmaması durumunda 2010 yılında ne noktalarda olacağını göstermek** yeterli olacaktır diye düşünüyoruz.

IMF'den Kredi Kullanımları (Ülke Kotasına Oranla, %)



Kaynak: IMF, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

Kredi olmadığı durumda, gelecek yıl özelleştirmeden aktarılacak fon 10.4 mlr TL gibi iddialı bir seviyede varsayılmasına rağmen OVP varsayımlarıyla borç çevirme oranı % 100 seviyesinde oluşmaktadır. Diğer alternatifte ise, IMF'de artırılan kotamızın 10 katı bir kredi desteğini 3 yıllık bir dönem için sağladığımız ancak bunun bir kısmını önceki anlaşmalardan olan borcumuzu ödemede (5 mlr dolar) kullandığımızı varsaydık. **Yaklaşık 20 mlr dolarlık kredi imkanı bu durumda net 15 mlr dolara düşerken, kullanımın 2009-2011 dönemine sırası ile 6 mlr dolar, 6 mlr dolar ve 3 mlr dolar olarak dağılacığını kabul ettik.** Ancak 2009'da sağlanacak kaynağın yılın kalan aylarında finansman ihtiyacı az olduğundan Hazine tarafından rezerv olarak tutulacağını ve 2010 yılında kullanılacağını düşünüyoruz. Basında yer aldığı gibi 45 mlr dolarlık bir kredi varsayımının, ortada bir ödemeler dengesi krizi veya rezerv desteği ihtiyacı olmadığı, gelecek kaynağın tamamen Hazine'ye yönlendirilerek borçlanma ihtiyacını azaltmada kullanılacağı ve çok agresif içerikli bir program beklemememiz gibi nedenlerle, bize gerçekçi gelmediğini belirtmeliyiz. **Bu durumda, borç çevirme oranı 2010'da % 90'a, 2011'de ise % 87'ye gerilemekte, ancak son beş yıl ortalaması olan % 80'in üzerinde kalmaktadır.**

Yani spekülasyonu yapılan kadar bir kredi sağlanmadıkça, ne bankacılık sistemi likidite açığında belirgin bir azalma ne de en büyük borç verici olan bankalarda menkul değerler portföyünde krediler lehine bir değişim, gözlenecektir. Son günlerde 17 mlr TL civarında bir likidite, açık piyasa işlemleri ile (haftalık ve üç ay vadeli repo) Merkez Bankası tarafından bankalara verilmektedir. Kalıcı hale dönüştüğü gözlenen bu likidite sıkışıklığının giderilmesi için Merkez Bankası'nın IMF'den gelecek kaynağın netleşmesini beklediği, olmaması durumunda ise B planını (DİBS alımı ve TL zorunlu karşılıkların azaltılması gibi) hazır tuttuğu bilinmektedir. Bu yıl Eylül sonuna kadar menkul değerler portföyleri 45 mlr TL artan bankalar, mevduatın yarısı büyüklüğüne yaklaşan bu portföy nedeniyle kredilerin mevduata oranla son iki yılın en düşük değeri olan % 80'in altına inmesine yol açmıştır. **Likidite açığı ve borçlanma baskısının devamı 2010 yılında % 15 civarında öngörülen sektördeki kredi büyümesinin önündeki en önemli engellerdir.**

Program için seçilecek vadenin önemine gelince, OVP'de ekonomik aktivitede toparlanmanın ve bütçe dengelerindeki düzelmenin zamana yayılmış olması, böyle bir çerçeveye üç yıllık bir stand-by anlaşmasının uygun olacağını düşündürmektedir. Ancak tercihin daha kısa bir programdan yana yapılması durumunda, örneğin 18 ay gibi, ne kadar iyi bir uygulama yapılırsa yapılsın, normal şartlardaki genel seçimin tarihi nedeniyle siyasetin gölgesi program üzerine düşecektir.

**Eğer daha önce "Makro Gerçek, Bütçe Gevşek" başlıklı raporla değerlendirdiğimiz OVP'ye yakın bir çerçeve IMF tarafından kabul edilirse, IMF'nin kriz sırasındaki yeniden yapılanmasının, esnek yaklaşım, detaylara daha az önem veren makro bakış ve ülkelerin global olarak göreceli durumunu öne çıkarma gibi kavramlar üzerinden ne denli büyük dönüşüm getirdiği (Bknz. **Istanbul Kararları**) ortaya çıkacaktır.** Ne demek istediğimiz, hafta içinde yayınlanan aylık Glokal Ekonomist raporundan alıntı yaptığımız aşağıdaki paragraftan daha iyi anlaşılacaktır; *"Biz bu mali görünümü (OVP kastediliyor), uzun vadede ekonomiye güveni tesis etmek için yeterli bulmasak da, buradaki temel eğilimlerin Dünya'da beklenen gelişmelerden çok da kopuk olmadığını itiraf etmek gerekiyor. Bu yargıya, IMF'nin kendisiyle program yapan ülkeler hakkında yaptığı ve geçtiğimiz hafta yayınlanan çalışmasını inceledikten sonra varıyoruz. IMF ile program yapan ülkelerin ortalama olarak bütçe açıkları 2009 yılında % 5 civarına, kamu borcunun GSYH'ya oranı % 40 civarına çıktıktan sonra, 2010'da da bütçe açıkları yine yüksek seviyede seyretmeye devam etmekte, borçluluk oranları ise daha yavaş da olsa artmaktadır. Sonraki yıllarda ise bütçede kademeli bir düzelmeye eğilimi oluşmakta, borçluluk oranlarının aşağı çekilmesinde ise o kadar acele edilmemektedir. Türkiye için OVP'de çizilen çerçeve de buna benzerdir. 2009 yılında merkezi yönetim bütçe açığının GSYH'ya oranı, IMF ile program yapan ülkelerin ortalamasından daha yüksek olan % 6.6'ya çıktıktan sonra, 2010 yılında % 4.9'a*

sadece sınırlı miktarda gerilemektedir. Sonraki yıllarda ise sırasıyla % 4.0 ve % 3.2 ile daha kaydadeğer düşüşler göstermektedir. Bu doğrultuda borç stokunun GSYH'ya oranı 2009'da % 47.3'e, sonraki sene ise % 49.0'a çıkmakta, izleyen yıllarda ise çok sınırlı düşüş göstermektedir. **OVP'de, IMF ile program yapan ülkelerin ortalamasına göre biraz daha gevşek bir mali çerçeveye öngörülmekte, ancak temel eğilim olarak benzer yaklaşımlar olduğu izlenmektedir. IMF'nin, G20 toplantısı sonuçları ile uyumlu olarak mali gevşemeye daha ılımlı yaklaşması da bu sonuçta etkili olmuştur.**"

Sonuç olarak, İstanbul Kararlarının da açıklandığı uluslararası toplantılarda küresel işbirliği çerçevesinde mali ve parasal gevşemenin korunmasına yönelik çağrının yenilenmesi, normal şartlarda Türkiye'de uzun vadede ekonomiye olan güven açısından olumlu sayılamayacak gelişmelere (gevşek para ve maliye politikası) rağmen göreceli durumu değiştirmeyerek, konjonktürün avantajlarından yararlanmayı sürdürmesini getirmektedir. Ancak bu kalıcı bir güven artışına dönüştürülemedikçe fatura üretime çıkmaya devam edecektir.

### İstanbul Kararları

IMF Başkanı Dominique Strauss-Kahn, IMF'nin Governörler Kurulu'na tavsiyelerde bulunmakla görevli Uluslararası Para ve Finans Komitesi'nin (IMFC) 4 Ekim'de yaptığı toplantıda IMF'nin dört reform alanına odaklanması gerektiğini belirttiğini söyledi. Bu alanları IMF'nin hâkimiyeti, finansal rolü, çok taraflı gözetim hakkı ve yönetim yapısı olarak belirledi. Bunları "İstanbul Kararları" olarak adlandıran Kahn, IMF'nin gelecek yıl bu kararlar üzerine odaklanacağını belirtti.

IMFC küresel ekonomik toparlanma gerçekleşene kadar mali teşvik politikalarının geçerli olmasını sağlamak üzerinde anlaştı ve IMF'nin gelişmekte olan ülkelere daha fazla söz hakkı verilmesi için yönetimde planladığı reforma destek verdi.

Buradaki 4 karar ise şöyle sıralandı:

- IMF'nin görev tanımı, küresel istikrarı etkileyen makroekonomi ve finans sektörü politikalarının tamamını kapsayacak şekilde gözden geçirilmeli.
- Esnek Kredi Hattı'nın başarısının nasıl daha ileriye götürebileceği ve nasıl daha fazla ülkeye nihai kredi mercii olarak sigorta imkânı sunulabileceğinin araştırılması. IMF'nin kaynaklarının ülkelerin ihtiyatı rezerv taleplerine kıyasla oldukça sınırlı olduğunu göz önünde bulundurarak, IMFC finansman araçlarının ve imkanlarının iyileştirilmesinin bu konuda yardımcı olup olamayacağını değerlendirilmesini istedi.
- Fon'un Esnek Kredi Hattı gibi gelişmiş finansman araçlarının, ülkelerin aşırı miktarda döviz rezervi tutma yoluyla kendi kendini sigortalama eğilimlerini azaltarak, küresel belirsizlikler konusundaki soru işaretlerine yardımcı olup olamayacağını değerlendirilmesi.
- IMFC, G-20'nin politikaların karşılıklı değerlendirilmesi sürecine IMF'nin katkıda bulunması önerisine destek vermiştir. Bu çalışma IMF için yeni bir çok taraflı gözetim faaliyeti olacaktır.
- IMFC, G-20'nin yönetim alanında attığı büyük adımı da desteklediğini açıkladı. Bu çerçevede, Ocak 2011'e kadar, gereğinden fazla temsil edilen ülkelere gereğinden az temsil edilen ülkelere, dinamik yükselen piyasalar ve gelişmekte olan ülkeler lehine en az yüzde 5 oranında kota payı aktarılacak.

## Önümüzdeki Haftanın Gündemi

▪ Bu hafta yurtiçinde en kritik gelişme Perşembe günkü PPK toplantısı olurken, piyasada beklentiler 25-50 baz puan indirim arasında bölünmüş görünüyor. Ayrıca, Eylül ayı ekonomik aktivite görünümüne yönelik sinyalleri, tüketim endeksi, kapasite kullanımı gibi verilerle izleyeceğiz. Yurtdışında, ABD'de New York Fed ve Philadelphia Fed gibi öncü göstergelerle bir yandan Ekim ayına ilişkin ilk sinyaller alınırken, bir yandan da, perakende satışlar ve sanayi üretimi gibi veriler, Eylül ayına ait gerçekleştirmeleri yansıtacak. Ayrıca, Çarşamba günü Fed'in 23 Eylül toplantısının notları da açıklanacak. ABD'de bu hafta bilanço açıklayacak şirketler arasında Intel, Johnson & Johnson, JP Morgan, Citigroup, Goldman Sachs, Google, Bank of America ve General Electric öne çıkıyor.

### Türkiye'de Açıklanacak Veriler

Önem	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Fortis Tahmin (Konsensus)
Orta	Merkezi Yönetim Bütçesi FDF, Eyl.	TL mln	12 - 16 Ekim	-
Orta	CNBC-e Tüketim Endeksi, Eyl.	-	12 Ekim, 10:00	-
Zayıf	Kapasite Kullanımı, Eyl.	%	12 Ekim, 10:00	(72.4)
Yüksek	Cari Açık, Ağu.	US\$ mln	12 Ekim, 17:00	100 (293)
Zayıf	İşsizlik Oranı, Tem.	%	15 Ekim, 10:00	-
Yüksek	PPK Faiz Kararı	baz puan	15 Ekim, 19:00	-50 (-25/-50)
Orta	TÜİK Tüketici Güven Endeksi, Eyl.	-	16 Ekim, 10:00	-

### Yurtdışında Açıklanacak Veriler

Önem	Ülke	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus
Orta	Almanya	ZEW Endeksi, Ekim	-	13 Ekim, 12:00	58
Zayıf	ABD	İhracat & İthalat Fiyatları, Eyl.	%	14 Ekim, 15:30	0.1 & 0.2
Yüksek	ABD	Perak. Satış. Toplam & Oto. Hariç, Eyl.	% aylık	14 Ekim, 15:30	-1.4 & 0.2
Orta	Japonya	Merkez Bankası Faiz Kararı	%	14 Ekim	değişim yok
Yüksek	ABD	Çekirdek TÜFE & TÜFE, Eyl.	% aylık	15 Ekim, 15:30	0.1 & 0.2
Orta	ABD	New York Fed İmalat San. End., Ekim	-	15 Ekim, 15:30	18.9
Orta	ABD	Philadelphia Fed Endeksi, Ekim	-	15 Ekim, 17:00	12.5
Yüksek	ABD	Kapasite Kullan. & Sanayi Üretimi, Eyl.	%&% aylık	16 Ekim, 16:15	69.8 & 0.2
Orta	ABD	Michigan Tüketici Güv. End., Ekim	-	16 Ekim, 16:55	73.5

## Makro ve Finansal Gösterge Tahminleri

### Makro Ekonomik Görünüm 2007-2010

	2008	2009t	2010t	2011t
GSYİH (Mlr TL)	950.1	924.9	1,013.2	1,120.4
GSYİH (Mlr US\$)	734.9	596.7	645.4	681.6
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	-37.7	-56.9	-61.4
İhracat (FOB, Bavul hariç)	132.0	100.8	112.0	112.1
İthalat (CIF, Altın dahil)	201.7	138.5	168.8	173.5
Cari İşlemler Dengesi (Mlr US\$)	-41.5	-11.3	-25.1	-26.9
Cari İşlemler Dengesi / GSYİH (%)	-5.6	-1.9	-3.9	-3.9

### Finansal Göstergelere İlişkin Tahminler

	9 Ekim	1Ay	3Ay	6Ay	12Ay	2009	2010
USD/TL	1.4531	1.4500	1.5000	1.5600	1.5800	1.5000	1.5800
EUR/TL	2.1459	2.1300	2.1600	2.2500	2.1800	2.1600	2.1500
Döviz Sepeti	3.5990	3.5800	3.6600	3.8100	3.7600	3.6600	3.7300
EUR/USD	1.4768	1.4700	1.4400	1.4400	1.3800	1.4400	1.3600
O/N	7.25%	6.75%	6.25%	6.25%	6.25%	6.25%	7.75%
Gösterge Tahvil	7.90%	7.50%	8.50%	8.50%	9.50%	8.50%	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.