

# Makroskop

20 - 26 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

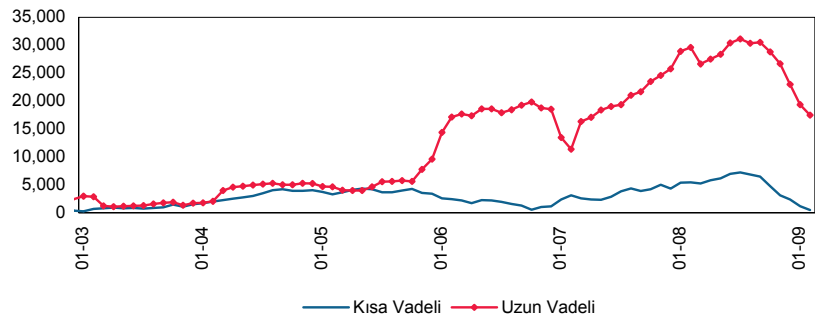
Nilüfer Sezgin (Yönetici Yrd.)  
Tel: 0212 318 37 90  
Email: nilufer.s@fortis.com.tr

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

### Kime Niyet, Kime Kismet...

Bir IMF anlaşması için belki de en somut adımlardan biri geçtiğimiz hafta içinde atıldı. Katılım Öncesi Ekonomik Program (KEP) çerçevesinde yapılan kapsamlı revizyonlar ile mevcut durumun ekonomi yönetimi tarafında kabul edilerek, ekonominin diğer alanları ile birlikte tutarlı bir çerçeveye oturtulmasını olumlu bir adım olarak görmekteyiz. Ancak bunu sadece bir başlangıç olarak da kabul etmekteyiz. Zira, programda tahminlerin genellikle iyimser kaldığını ve özellikle mali alanda beklediğimiz tabloyla karşılaşmadığımızı vurgulamalıyız. Programla ilgili ayrıntılı değerlendirmelerimizi, hafta içinde yayınladığımız aylık Glokal Stratejist raporunda bulabilirsiniz. Beklentimiz, IMF ile yeni stand-by programı hazırlıkları sürecinde, 2009 yılına ilişkin % 3.6 düzeyindeki GSYH daralmasının, % 13.5'lik işsizlik oranının, % 5 ve % 0.5 düzeyindeki bütçe ile faiz dışı açığın ve % 43.1 düzeyindeki borç stoku/GSYH oranı tahminlerinin bir kademe daha kötüleşmesi doğrultusundadır. Ancak bunlar için kolay kısmı gibi gözükürken, yeterince güçlü bir mali duruşa 2011 yılında bile dönülememesinin ve bundan sonra hedeften sapmaları sınırlandıracak mali kural uygulamasına ancak 2011 yılında başlanabilmesinin kolay kabul görmeyeceğini ve daha zorlu müzakereler getireceğini düşünmekteyiz. Sürecin yukarıda bahsettiğimiz alanlarda önemli bir değişiklik getirmeden ve fazla uzamadan tamamlanmasının söz konusu olması için, mevcut küresel konjonktür altında G20 kararlarının IMF'yi bu konularda daha esnek bir pozisyona getirmiş olması gerekli olacaktır. KEP varsayımlarının düşündürdüğü diğer bir nokta ise, öngörülen dış finansman açığının ve bu tahminin işaret ettiği IMF'den talep edilecek kredi imkanının son dönemde yükselen beklentilerden bir hayli farklı noktada olmasıdır. Dolayısı ile, KEP'te çizilen çerçeve stand-by anlaşmasına benzer şekilde yansırsa, 20 mlr doların belirgin şekilde aşılmasını beklemek gerçekçi görünmemektedir.

Özel Sektör Dış Kredi Kullanımı (Net, Son 12 ay küm. Mn US\$)



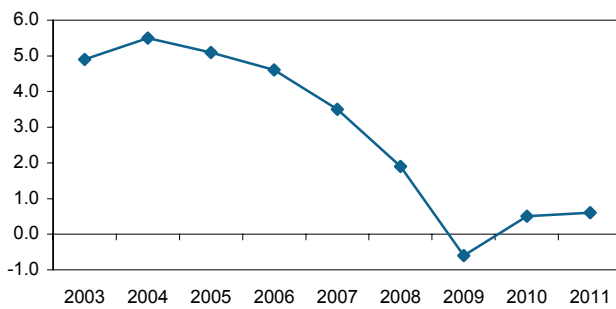
Kaynak: TCMB, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

Niye mi?... Çünkü, programın 2009 yılı ödemeler dengesi tahminleri döviz rezervlerinde 17.4 mlr dolar azalışa işaret etmektedir. Bunun temeli ise, ağırlıklı

olarak reel sektör ve bankaların dış kredi yenileme oranlarında öngörülen düşüşün 2009 yılında 14 mlr dolar net geri ödemeye yol açacağı beklentisidir. Dış finansman açığına yönelik değerlendirmelerimize ilk kez 17 Kasım 2008'de ve son olarak 2 Mart 2009 tarihli haftalık bültenlerde yer vermiştik. Açığı oluşturan diğer önemli kalemlerde (cari açık, doğrudan yabancı yatırım ve portföy yatırımı) varsayımlarımızın KEP'tekilere yakın olduğunu görürken, açık için esas belirleyici özel sektör için hesaplamalarımıza göre % 85 oranında bir borç yenileme oranı varsayılması olmuştur. Banka ve banka dışı özel kesimin dış borç geri ödemesi bu yıl için 90 mlr dolar civarında öngörülürken, geri ödemenin 14 mlr dolar altında borçlanma varsayılması bu oranı karşımıza çıkarmıştır. Önceki analizlerimizde, söz konusu oranın % 70'e doğru gerilemesi durumunda dış finansman açığının 30 mlr doları aştığını göstermiştik. Ödemeler dengesi gerçekleştirmelerine bakıldığında ise, kredi akımları açısından milat olarak alınabilecek Lehman Brothers batışının gerçekleştiği Eylül 2008 ayından Şubat 2009 sonuna kadar dönemde bu oranın % 85 seviyesinde oluştuğunu, yine yılın ilk iki ayında da bu seviyenin korunduğunu görmekteyiz. Dolayısı ile, finansman ihtiyacının daha fazla yükselmemesi için en azından bu seviyenin korunabilmesi kritik görünürken, IMF anlaşmasının kesinleştiğine yönelik yeni bir duyurunun bile bu seviyenin korunmasına destek olacağını düşünmekteyiz.

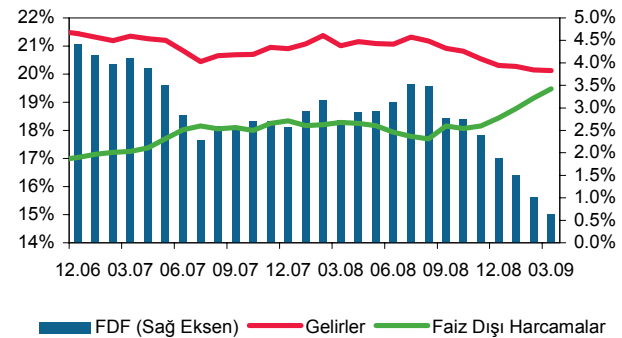
**Diğer taraftan, hafta içinde açıklanan Mart ayı bütçe gerçekleştirmelerinin (bknz. MakroNot - Hedefe Doğru Emin Adımlarla) mevcut kötüleşme eğilimine ilişkin çizdiği olumsuz tablo ve işsizlik oranlarında rekor seviyeleri getiren hızlı yükseliş, yeni program hazırlıklarının dönüşüm geçirmesini getirecek gibi görünüyor.** Çıkış noktası özel sektörün ödemeler dengesi krizinden olumsuz etkilenmesini önleme olan yeni program yine kamu finansmanı odaklı bir programa dönüşebilir. Zira, 2001 krizi sonrasında kamu sektörünün yeniden yapılanmasıyla takip eden dönemde riskler kamu sektöründen özel sektöre doğru kayış göstermişti. Bu durum en bariz olarak, kamu borç stoku milli gelir oranının % 79'dan % 43'lere gerilediği bu dönemde, özel sektör dış yükümlülüklerinin 30 mlr dolardan 125 mlr dolara fırlamasından izleniyordu. Ancak, özellikle 2009 yılında zaten daha önceden hızlanan kamu harcamalarına vergi indirimleri desteklerinin eklenmesiyle bahsettiğimiz sürecin tersine çevrilmesi iyice hızlanacak gibi görünüyor.

Kamu Kesimi Faiz Dışı Bütçe Dengesi (Program Tanımlı, % GSYH)



Kaynak: Maliye, Hazine, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

Merkezi Yönetim Bütçesi Göstergeleri (Program Tanımlı, GSYH'ya Oran)



Kaynak: Maliye, Hazine, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

KEP içinde bir ek olarak verilen "Krizle Karşı Alınan Mali Önlemler ve Maliyeti" başlıklı notta, her ne kadar herbirinin bu doğrultuda atılmış adımlar olduğunu düşünmesek de, şimdiye kadar alınan tedbirlerin bütçeye 2009 ve 2010 yıllarında sırası ile 19.1 ve 15.3 mlr TL düzeylerinde bir yük getirdiği belirtilmektedir. Bütçe üzerinde doğrudan veya hemen etkisi olmayan mali önlemlerin boyutu ise 2009 yılı için 11.3 mlr TL olarak verilmektedir. Bunlar nereden bakarsanız bakın büyük rakamlardır ve tek başına işsizliğin çizdiği görüntü bile kısa vadede buradaki riskin yukarı yönlü olmaya devam ettiğini düşündürmektedir. Bu durumun telafisinin zamana yayılması ise borç dinamiklerini olumsuz etkileyecek ve ülke risk primlerinin piyasalarda yeniden fiyatlanmasını getirebilecektir. Riskin nasıl hızla kamunun üzerine yığılmakta olduğunu en açık olarak, Hazine'nin iç

**2009 - 2011 Makro Ekonomik Çerçeve**

	2008	2009t	2010t	2011t
<b>GSYH (% yıllık)</b>				
<b>KEP</b>	1.1	-3.6	3.3	4.5
<b>Fortis</b>		-5.0	4.0	5.0
<b>Cari Denge / GSYH</b>				
<b>KEP</b>	-5.7	-1.9	-3.0	-4.0
<b>Fortis</b>		-1.5	-5.0	-5.1
<b>IMF Tanımlı FDF/GSYH</b>				
<b>KEP</b>	1.9	-0.6	0.5	0.6
<b>Fortis</b>		-2.1	1.0	1.1
<b>Borç Stoku/GSYH</b>				
<b>KEP</b>	39.5	43.1	44.1	43.4
<b>Fortis</b>		44.5	43.8	42.6

piyasadan yaptığı borçlanmaların gerçekleştirdiği geri ödemelere göre fazlaşmasından izlemekteyiz. Nisan ayında iç borç çevirme oranı % 142'ye yükselirken, ilk dört ayda bu oran % 108 düzeyinde gerçekleşmiştir. Hatırlanacağı gibi, geçen hafta yayınlanan Glokal Ekonomist raporunda Hazine'nin alternatif borçlanma senaryolarına değinmiş ve bu yılki kısmı 5 mlr dolarla sınırlı kalacak bir IMF anlaşması senaryosunda bu oranının % 105 ile 2000 yılı öncesi dönemdeki seviyelere işaret edeceğini vurgulamıştık. Anlaşma öncesi bu kötü senaryonun bile üzerinde gitmekte olduğumuza dikkat çekmek isteriz.

Sonuç olarak, resmi hedeflerde ilk hedefi getiren revizyonu olumlu bir adım olarak görürken, tahminleri halen iyimser bulmamız ve kamu maliyesi konusunda atılması gereken adımlar olduğunu düşünmemiz nedeniyle gelinen noktayı pazarlıkların başlangıcı olarak kabul etmekteyiz. Daha kötü ekonomik görünüm ve daha fazla kredi imkanı ile daha ılımlı bir daralma ve daha az kredi imkanı seçenekleri arasında bir tercih yaşanması beklenebilir. Eğer IMF beklediğimizden esnek olur ve kademeli mali düzeltmeyi içeren çerçeveyi kabul ederse, kredi imkanının 20 mlr doları fazla aşması beklenmemelidir. Diğer taraftan, özellikle bütçe ve işsizlik oranlarındaki kötü gidiş, çıkış noktası özel sektörün ödemeler dengesi krizinden olumsuz etkilenmesini önleme olan yeni programın, hızlı bir dönüşümle yine kamu finansman dengelerine odaklı olmasını getirecek gibi de görünmektedir.

## Önümüzdeki Haftanın Gündemi

- Bu hafta yurtiçinde Nisan ayı Reel Kesim Güven Endeksi önümüzdeki dönemde ekonomideki daralmanın hız kesmeye devam edip etmeyeceğine yönelik önemli sinyal verebilir. Ayrıca Hazine Çarşamba günü 1.1 mlr TL'si döviz cinsi olmak üzere 1.2 mlr TL itfa gerçekleştirecek.
- Bu arada ekonomi yetkilileri 25 Nisan'da IMF ile Dünya Bankası'nın bahar toplantılarına katılacaklar. Bu toplantılarda veya öncesinde IMF anlaşması için görüşmelerin başlayabileceğine yönelik sinyaller verilmişti. 22 Nisan'da ise IMF'nin açıklayacağı yeni küresel büyüme tahminleri içinde, Türkiye hakkındaki öngörüler önemli olacak.
- Yurtdışına bakıldığında ise, ABD'de konut verileri ve dayanıklı tüketim malı siparişleri önemli olurken, Euro Bölgesi'nde geçici PMI endeksleri izlenecek. Bu hafta ayrıca ABD'de bilanço açıklamaları da yoğunluk kazanacak ve piyasaların ilgi odağı olmaya devam edecek.

### Türkiye'de Açıklanacak Veriler

Önem	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Fortis Tahmin (Konsensus)
Yüksek	MB Beklenti Anketi, Nis. II	-	22 Nis.	-
Yüksek	Reel Kesim Güven Endeksi, Nis.	-	24 Nis., 17:00	-

### Yurtdışında Açıklanacak Veriler

Önem	Ülke	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus
Orta	Almanya	ZEW Endeksi, Nis.	-	21 Nis., 12:00	-3.5
Orta	Euro Bölgesi	Hizmet Sektörü Geçici PMI Endeksi, Nis.	-	23 Nis., 10:58	41.5
Orta	Euro Bölgesi	İmalat Sektörü Geçici PMI Endeksi, Nis.	-	23 Nis., 10:58	34.5
Yüksek	ABD	İkinci El Konut Satışları, Mart	mln	23 Nis., 17:00	4.65
Orta	Almanya	İfo İş Ortamı Endeksi, Nis.	-	24 Nis., 11:00	82.5
Yüksek	ABD	Dayanıklı Tüketim Malı Siparişleri, Mart	% aylık	24 Nis., 15:30	-1.4
Yüksek	ABD	Yeni Konut Satışları, Mart	mln	24 Nis., 17:00	0.34

## Makro ve Finansal Gösterge Tahminleri

### Makro Ekonomik Görünüm 2007-2010

	2008	2009t	2010t	2011t
GSYİH (Mlr TL)	950.1	948.8	1043.5	1152.3
GSYİH (Mlr US\$)	734.9	596.7	635.0	687.0
GSYİH büyümesi	1.1	-5.0	4.0	5.0
ÜFE ( yıllık %)	8.1	6.0	5.0	4.0
TÜFE ( yıllık %)	10.1	6.0	6.0	5.5
Dış Ticaret Dengesi (Mn US\$)	-69.7	-34.8	-60.4	-66.2
İhracat (FOB, Bavul hariç)	132.0	94.7	100.3	108.0
İthalat (CIF, Altın dahil)	201.7	129.5	160.7	174.2
Cari İşlemler Dengesi (Mn US\$)	-41.6	-8.9	-31.5	-34.3
Cari İşlemler Dengesi / GSYİH (%)	-5.7	-1.5	-5.0	-5.0

### Finansal Göstergelere İlişkin Tahminler

	17 Nisan	1Ay	3Ay	6Ay	12Ay	2009	2010
USD/TL	1.5950	1.6000	1.6000	1.6000	1.6800	1.6000	1.6800
EUR/TL	2.1018	2.0960	2.0800	2.0800	2.2176	2.0800	2.1840
Döviz Sepeti	3.6968	3.6960	3.6800	3.6800	3.8976	3.6800	3.8640
EUR/USD	1.3177	1.3100	1.3000	1.3000	1.3200	1.3000	1.3000
O/N	9.75%	9.25%	9.00%	9.00%	11.00%	9.00%	13.50%
Gösterge Tahvil	12.40%	12.00%	12.00%	12.00%	15.00%	12.00%	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 <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.