

## Makroskop

26 Ocak - 1 Şubat 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

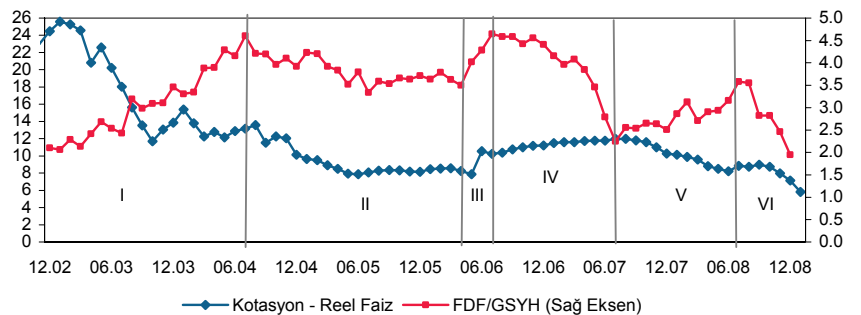
Nilüfer Sezgin (Yönetici Yrd.)  
Tel: 0212 318 37 90  
Email: nilufer.s@fortis.com.tr

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

## Defanstaki Tandemi Bozmamalım...

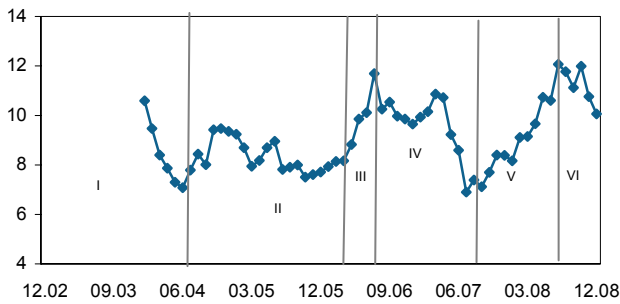
Aralık ayı bütçe gerçekleştirmelerinin açıklanmasıyla, mali performanstaki zayıflama eğilimine, tüm analistlerin aksine, yılboyu dikkat çekmemizin haklılığı kanıtlanmış oldu. 2008 yılında Orta Vadeli Mali Çerçeve kapsamında aşağı revize edilen hedeflerin bile altında kalınırken, mali performansın en sağlıklı göstergesi kabul edilen faiz dışı fazlanın GSYH'ya oranla Merkezi Yönetim bütçesinde % 2'nin altına indiği, kamu kesimi için ise % 3.5 olan hedefin yaklaşık 1 puan altında kaldığı izleniyor. Sonuçlar, hem 2003-06 dönemi ortalaması % 5'e hem de 2007 yılı gerçekleşmesi % 3.5'e göre, önemli zayıflamaya işaret etmekte. Yaşanan bu sapmada etkili olan, vergi gelirlerini olumsuz etkileyen büyümedeki yavaşlama ve harcama artırıcı düzenlemelerin yansımalarının, önümüzdeki dönemde de belirgin olarak hissedilmeye devam edileceğini tahmin ediyoruz. Bu durumda da, bütçe görünümündeki bozulmanın önümüzdeki aylarda da sürmesi şaşırtıcı olmayacaktır. Türkiye'nin 2001'den beri ilk resesyonunu yaşayacağı bu dönemde, toplumun farklı kesimlerinden ve bir çok sektörden kamu kesimine yönelik destek çağrıları eksik olmayacaktır. Ayrıca, bir çok kanaat önderinin de Avrupa ve ABD destek planlarını örnek göstererek ve uygun dış konjonktüre bağlayarak, mali gevşemeye devam edilmesi tavsiyesinde bulunması beklenmelidir. Bütün bunlar bütçe üzerinde inanılmaz bir baskı oluşacağı anlamına gelmektedir. Dolayısı ile, mali gevşemede doğru dengeyi bulmak ve kısıtlı imkanlar nedeniyle özellikle harcama artışlarında seçici olmak her zamankinden daha önemli bir hale gelmiştir. Bu ise, ya kısa vadeli gevşemenin sonra tersine çevrileceği taahhüdü ya da esnek bir mali kural uygulaması ile sağlanabilir. IMF ile yapılacak stand-by anlaşmasının bu alanlarda bir netlik getireceğini umuyoruz. Bütçenin daha ayrıntılı değerlendirmesini hafta içinde yayınladığımız Makronot bülteninde yapmıştık. Bu nedenle, mali performansa başka bir açıdan yaklaşmayı, daha açık söylesek hükümetlerin uyguladığı ekonomi politikasında para politikası ile beraber oluşturdukları tandem (\*) bağlamında değerlendirmeyi istiyoruz.

Para ve Maliye Politikası Duruşları (2002 – 2008)

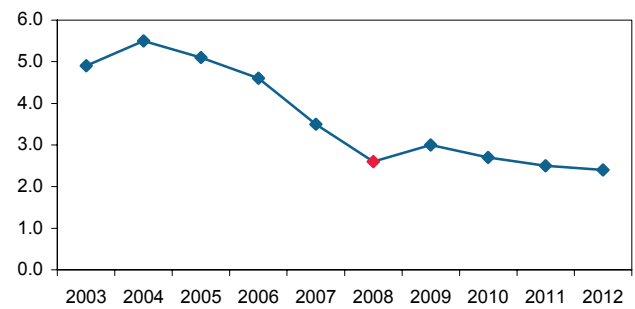


Bu doğrultuda, para politikası duruşu için gecelik kotasyon reel faizini (gelecek 12 ayın TÜFE beklentisi kullanılarak), maliye politikası duruşu için de faiz dışı fazlanın (FDF) GSYH'ya oranını seçtik. Reel faiz ve FDF'deki belirgin düşüşleri "gevşeme" dönemleri olarak adlandırırken, buradaki artışlara da "sıkılaştırma" dönemleri dedik. İncelemeyi ise 2002 yılı sonundan itibaren başlattık. İncelenen altı yıllık dönemin, eğilimler açısından farklılık görünen altı ayrı döneme ayrılabilirliğini düşündük. 2004 yılı ortalarına kadar süren I. Dönemde, belirgin olarak sıkılaştırılan maliye politikası (FDF % 2'den % 4.6'ya) dezenflasyona çok yardımcı oluyor ve yıllık TÜFE Haziran 2004'de % 7.08'e kadar gerilerken, bu doğrultuda para politikası gevşeme eğiliminde oluyor ve reel faiz % 25'lerden % 12'lere kadar indirilebiliyor. 2004 ortasından 2006 yılı ilk çeyrek sonuna kadar olan II. Dönemde ise, hem para politikası hem de mali politika hafif olarak niteleyebileceğimiz bir gevşeme eğiliminde oluyor ve fatura dezenflasyonda hız kesme olarak karşımıza çıkıyor. Bu dönemde yıllık TÜFE, % 7.5 ile % 9.5 arasında gidip geliyor. 2006 yılı ortasında gelişmekte olan piyasalarda görülen türbülansa denk düşen III. Dönem ise, çok kısa sürüyor. Burada hem para hem de maliye politikası sıkılaştırma eğiliminde oluyor. Semeresi ise yıllık TÜFE'nin Temmuz 2007'de % 6.90 ile tarihteki en düşük seviyesine inmesi ile alınıyor. Bu başarı IV. Dönemin sonlarına doğru elde edilirken, Temmuz 2007 erken genel seçimleri nedeniyle bu dönemde maliye politikasının hızla gevşetildiği (FDF % 4.5'den % 2.3'e) izleniyor. V. Dönemde ise, seçim öncesi görülen mali gevşemenin tam olarak giderilemediği (FDF ancak 1 puan artıyor), yanısıra para politikasının gevşediği bir dönem yaşanıyor ve bu dönemin sonunda yıllık TÜFE % 12.06 ile tarihi yüksek seviyesine çıkıyor. Temmuz 2008'de başlayıp ne zaman biteceği belli olmayan son dönemde ise, hem para hem de maliye politikası hızlı ve belirgin bir gevşeme eğiliminde görünüyor. Bu dönemi ileride değerlendirmek daha uygun olacaktır. **Yukarıda değerlendirdiğimiz dönemlerin ortak özelliği ise, para ve maliye politikasının iyi bir tandem oluşturduğu dönemlerde (I ve IV) enflasyonda başarılı sonuçlar elde edildiğinin gözlenmesidir. İyi bir tandem'den kastımız ise, birindeki gevşemenin diğerinde sıkılaştırma ile giderilmesi, yani iki politikanın birbirini kollayarak hareket etmesidir.**

Yıllık Enflasyonun Seyri (TÜFE, %)



Kamu Kesimi Faiz Dışı Fazla (Program Tanımlı, % GSYH)



Kaynak: TÜİK, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

Kaynak: Maliye, Hazine, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

Elbette incelenen dönemin kesin sonuçlara varmak için yeterli gözlemi içermediği söylenebilir. Ayrıca, para ve maliye politikası karışımının en uygun şeklinin nasıl olabileceği konusunun da daha detaylı incelenmesi gerekmektedir. **Yine de, para politikasının, son dönemde ekonomideki yavaşlamaya tepki verecek şekilde gevşetildiğini dikkate alırsak, bunun üzerine mali taraftaki bir gevşemenin eklenmesinin riskli bir gidiş olduğunu düşünüyoruz.** Bu yüzden de IMF'nin hem yeni program çerçevesinde, hem de sonrasında bütçe hedefleri ve olası yeni sapmaların telafisi konusunda ısrarcı olmasını beklemek gerekiyor. 2008 yılı bütçesi için son anda alınan tedbirlerin 14 mİr TL'ye ulaştığını ve bunun mali bir sıkılaştırmadan çok bütçenin daha gerçekçi bir büyüme ve vergi hedefine uyumlu hale getirilmesi için yapıldığını düşündüğümüzü belirtmiştik. Yine de ekonomi tarafındaki belirsizlikler, bütçe görünümünde de riskleri beraberinde getirmektedir. Başka bir deyişle, bu tedbirlerin bile yeterli olup olmayacağını ancak zaman gösterecektir.

Sonuç olarak, mali performansın esas göstergesi olan faiz dışı fazlada zayıflama eğilimi 2008'de de güçlenerek devam ederken, mevcut konjonktür altında bütçe görünümündeki bozulmanın önümüzdeki aylarda da sürmesi şaşırtıcı olmayacaktır. Bu eğilimin yeni IMF programı ile tersine çevrilip çevrilmeyeceği belli değilken, para politikasındaki gevşemenin de görünümüne eklenmesi, 2001 krizi sonrası dezenflasyon sürecinde bu iki politikadaki uyumun önemi ve etkisi dikkate alındığında, riskli bir gelişmeye işaret etmektedir. Resesyon nedeniyle bütçe üzerinde çeşitli kesimlerin inanılmaz bir baskı oluşturacağı kesinken, mali gevşemede doğru dengeyi bulmak ve harcama artışlarında seçici olmak her zamankinden daha önemli bir hale gelmiştir. Bu ise, ya kısa vadeli gevşemenin sonra tersine çevrileceği taahhüdü ya da esnek bir mali kural uygulaması ile sağlanabilir. IMF ile yapılacak stand-by anlaşmasının bu alanlarda bir netlik getireceğini umuyoruz.

#### Orta Vadeli Mali Çerçeve (\*)

(GSYH %)	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Toplam Kamu Faiz Dışı Fazla Oranı</b>	<b>3.5</b>	<b>3.5</b>	<b>3.0</b>	<b>2.7</b>	<b>2.5</b>	<b>2.4</b>
Merkezi Yönetim Bütçesi	2.5	2.7	2.3	2.0	1.7	1.7
Diğer Kamu	1.0	0.8	0.7	0.7	0.8	0.7
<b>Merkezi Yönetim Bütçesi Dengesi</b>	<b>-1.6</b>	<b>-1.4</b>	<b>-1.4</b>	<b>-1.3</b>	<b>-1.7</b>	<b>-1.6</b>
Merkezi Yönetim Bütçesi Gelirleri	20.6	20.4	20.4	20.3	20.2	20.0
Merkezi Yönetim Bütçesi Faiz Dışı Fazla Harcamaları	18.1	17.7	18.1	18.3	18.5	18.3
Özelleştirme Gelirleri	0.8	1.2	1.0	0.7	0.5	0.2
<b>AB Tanımlı Brüt Kamu Borç Stoku</b>	<b>38.8</b>	<b>37.0</b>	<b>35.0</b>	<b>33.0</b>	<b>31.0</b>	<b>30.0</b>

(\*) Maliye Bakanlığı'nın internet sitesinde 3 Mayıs 2008'de yayınlanan Orta Vadeli Mali Çerçeve Sunumu'ndan alınmıştır

(\*) Tandem: Futbolda defansın ortasında oynayan 2 oyuncu (stoper) için kullanılır. Tandem oynayan oyuncular oldukça uyumlu olmalıdır, yoksa araya atılan toplarda kale ciddi tehlikeler yaşayabilir.

## Önümüzdeki Haftanın Gündemi

- Bu hafta Pazartesi günü gözler Merkez Bankası'nın Enflasyon Raporu'nda olacak. Aynı gün Banka faizleri 2 puan indirdiği toplantı özeti de yayınlanabilir. Bu arada, Hazine Cuma günü 22.9 mlr TL iç borç ve 1.0 mlr dolar dış borç servisi öngörülen Şubat ayı borçlanma programını açıklayacak. Piyasaya yapılacak en yüklü itfanın 14.2 mlr TL ile 4 Şubat'ta olmasını bekliyoruz.
- Yurtdışına bakıldığında, ABD'de 4. çeyrek büyümesi için ilk geçici veri piyasaların odağında olacak. Bu arada, Fed'in Çarşamba günkü para politikası toplantısında, uzun vadeli tahvil alımı gibi yeni önlemlerin açıklanması söz konusu olabilir.

### Türkiye'de Açıklanacak Veriler

Önem	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Fortis Tahmin (Konsensus)
Yüksek	Reel Kesim Güven Endeksi, Ocak	-	26 Ocak, 17:00	-
Yüksek	İthalat, Ara.	US\$ mln	30 Ocak, 17:00	11,000
Yüksek	İhracat, Ara.	US\$ mln	30 Ocak, 17:00	7,300
Orta	Hazine Borçlanma Programı, Şub.	-	30 Ocak	-
Yüksek	İTO Fiyat Endeksi, Ocak	% aylık	1 Şub., 12:00	-

### Yurtdışında Açıklanacak Veriler

Önem	Ülke	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus
Yüksek	ABD	İkinci El Konut Satışları, Ara.	mln	26 Ocak, 17:00	4.4
Orta	Almanya	İfo İş Ortamı Endeksi, Ocak	-	27 Ocak, 11:00	81.3
Orta	ABD	C. Shiller Konut Fiyat Endeksi, Ocak	% yıllık	27 Ocak, 16:00	-18.0
Orta	ABD	Tüketici Güven Endeksi, Ocak	-	27 Ocak, 17:00	38.0
Yüksek	ABD	Fed faiz kararı	baz puan	28 Ocak, 21:15	değ. yok
Yüksek	ABD	Dayanıklı Tüketim Malı Sip., Ara.	% aylık	29 Ocak, 15:30	-1.8
Yüksek	ABD	Yeni Konut Satışları, Ara.	mln	29 Ocak, 17:00	0.4
Yüksek	ABD	GSYİH (ilk geçici veri), 4. çeyrek	% çeyrek	30 Ocak, 15:30	-5.2
Yüksek	ABD	Michigan Tüketici Güven Endeksi, Ocak	-	30 Ocak, 16:55	-

## Makro ve Finansal Gösterge Tahminleri

### Makro Ekonomik Görünüm 2007-2010

	2007	2008t	2009t	2010t
GSYİH (Mlr TL)	853.7	971.7	981.6	1,076.9
GSYİH (Mlr US\$)	658.8	747.5	609.7	694.8
GSYİH büyümesi	4.6	1.0	-1.0	4.0
ÜFE ( yıllık %)	5.9	8.1	6.0	5.0
TÜFE ( yıllık %)	8.4	10.1	6.5	6.0
Dış Ticaret Dengesi (Mn US\$)	-62.8	-69.6	-36.2	-45.4
İhracat (FOB, Bavul hariç)	107.3	131.5	118.4	130.2
İthalat (CIF, Altın dahil)	170.1	201.1	154.6	175.6
Cari İşlemler Dengesi (Mn US\$)	-38.2	-42.1	-10.1	-17.2
Cari İşlemler Dengesi / GSYİH (%)	-5.8	-5.6	-1.7	-2.5

### Finansal Göstergelere İlişkin Tahminler

	23 Ocak	1Ay	3Ay	6Ay	12Ay	2009	2010
USD/TL	1.6405	1.7000	1.6800	1.6000	1.6000	1.6000	1.5000
EUR/TL	2.1348	2.2100	2.1840	2.0800	2.0800	2.0800	1.9800
Döviz Sepeti	3.7753	3.9100	3.8640	3.6800	3.6800	3.6800	3.4800
EUR/USD	1.3013	1.3000	1.3000	1.3000	1.3000	1.3000	1.3200
O/N	13.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.50%	12.00%	14.00%
Gösterge Tahvil	15.40%	15.20%	14.70%	14.20%	14.30%	13.70%	16.00%

---

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.