

# Makroskop

5 - 11 Ocak 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

### Bütçe Deyiş Geçme !...

Bütçede son dakika gelişmelerini izleyebildiniz mi?... Başta yatırım harcamaları olmak üzere önemli kesintilere gidildi. Böylece, 2009 yılı bütçesi, 248.8 mlr TL düzeyindeki gelir, 259.2 mlr TL toplam gider (201.7 mlr TL'si faiz dışı harcamalar), 10.4 mlr TL'lik bütçe açığı ve 47.1 mlr TL'lik faiz dışı fazla hedefleriyle bağlanmış oldu. Yoksa konjonktüre uygun olarak mali gevşeme yönündeki çağrılara rağmen tersine bir gidiş mi (mali sıkılaşıma) görmekteyiz? Bize göre her ikisi de doğru değil. Şu ana kadar yapılanların amacı, 2009 yılı bütçesini, yasama sürecindeki kısıtlar nedeniyle olabildiğince yeni yılın makro koşullarına uygun hale getirmek. Zira, gerçekçi olmayan bir büyüme hedefiyle hazırlanan bütçenin yeniden hazırlanması için yeterli vakit bulunmuyor ve komisyondan geçen bütçe tasarısında genel kurulda gelir düşürücü veya gider artırıcı değişiklik yapılamıyordu. Bilindiği gibi, 2009 bütçe tasarısında % 4 büyüme varsayımı altında vergi gelirlerinde % 16'ya yakın bir artış öngörülmüştü. Ancak, büyüme beklentilerindeki düşüşle birlikte, vergi gelirinin de hedeflenen büyüklüğe ulaşması zor görünüyordu. Burada, vergi gelirlerinin sadece fiyat artışı kadar (2009 programında deflatör % 7.5 olarak alındı) artacağı varsayılırsa, vergi gelirlerinin ilk hedeflenen rakamdan yaklaşık 15 mlr TL (GSYH'nin % 1.4'ü) kadar düşük gerçekleşebileceği görünüyordu. Dikkat edilirse, TBMM Genel Kurulu, önce 2009 yılı bütçesinde ağırlıklı olarak yatırım ve cari harcamalar ödeneklerden % 10.0 - % 16.5 arasında kesinti yapılmasına ilişkin bir öneriyi kabul etti. Boyutunun 3,061 mn TL olduğu belirtilen bu tedbir ile, GSYH'nin % 0.3'ü kadar harcama kesintisine gidilmiş oldu. Ayrıca il özel idareleri ve belediyelerde çalışanların maaşlarına yönelik bir düzenleme ile de ek 500 mln TL'lik (GSYH'nin % 0.05'i) tedbir daha devreye sokuldu. Son gün kabul edilen önergeyle ise, özelleştirme gelirlerinden enerji ve ulaştırma altyapı yatırımlarına ödenek ayrılmasından da vazgeçildi. Hükümet, söz konusu yasal düzenlemelere dayanarak 2009 bütçesine özelleştirme gelirlerinden 12.6 milyar TL gelir hedefi koymuştu. Özelleştirme gelirleri bütçenin normal geliri olarak kabul edilerek, sadece GAP ve bölgesel kalkınma projelerine 2.5 milyar TL'ye kadar aktarma yapılabilecek. Böylece aradaki fark kadar mali tedbir alınmış oldu. Bununla ilgili düzenlemeleri raporumuzun 3. sayfasındaki kutuda bulabilirsiniz. Aslında, öngörülen özelleştirme geliri bütçeye kaydedilemeyeceği ve buna istinaden harcama yapılamayacağı için Maliye tanımlı faiz dışı fazla hedefleri açısından bu durum bir değişiklik getirmiyor. Ancak, IMF tanımlı hedeflerde zaten özelleştirme gelirleri hariç tutulduğu için harcama yapılamaması olumlu yansıyor.

Toparlarsak, mal ve hizmet alımlarıyla genel bütçeli idarelerin yatırımlarında yapılan 3.6 milyar; özelleştirme gelirlerinden enerji ve ulaştırma altyapı yatırımlarına aktarılacak kaynaklardan yapılan 9-9.5 milyar liralık kesinti ve belediyelerin elektrik ve havagazi gelirlerine el konulmasından elde edilecek gelirlerle birlikte, IMF ile yapılacak anlaşma çerçevesinde 2009 yılı bütçesinde harcamalar tarafında alınan tedbirlerin boyutu yaklaşık 14 milyar TL'ye ulaşmış

oldu. Bu büyüklüğün gelirler tarafında muhtemel sapmaya yakın olduğu ve bütçenin şimdi daha gerçekçi bir konuma geldiği söylenebilir.

Genel olarak sıkı bir bütçenin tahvil piyasaları için destekleyici, para politikasında Merkez Bankası'nın manevra alanını genişletici olduğu söylenebilir. Ancak, genel faiz seviyesi için esas önemli olan, bütçe ve diğer kamu finansmanı kanallarındaki görünümün Hazine'nin borçlanma ihtiyacını nasıl şekillendirdiği ve iç borç çevirme oranını hangi noktaya taşıdığıdır. Ne yazık ki, iç ve dış borç servisinden kaynaklanan borçlanma ihtiyacını karşılaması beklenen borçlanma ve borçlanma dışı kaynakların tümündeki koşullar, önceki yıllara göre daha olumsuz bir görünümde. Bu şartlar altında ve IMF'den gelecek kaynağın ve bunun kullanım şeklinin belirsizliğine rağmen, Hazine Müsteşarlığı 2009 yılı borçlanma stratejisini geçtiğimiz hafta içinde açıklamıştır. Buna göre; 97 milyar TL anapara ve 56.9 milyar TL faiz olmak üzere toplam 153.9 milyar TL tutarında borç servisi gerçekleştirilmesi; borç servisinin 135.1 milyar TL'sinin iç borç, 18.7 milyar TL'sinin ise dış borç servisi olarak yapılması öngörülmektedir. İç borç servisinin 112.6 milyar TL'lik kısmı piyasaya yapılacak ödemelerden, 16.1 milyar TL'lik kısmı kamu kurumlarına ödemelerden, 6.4 milyar TL'lik kısmı ise T.C Merkez Bankası'na gerçekleştirilecek ödemelerden oluşmaktadır. Buna karşılık, **Hazine'nin bazılarını ihtiyatlı ve bazılarını iyimser bulduğumuz varsayımları ile 2009 yılı iç borç çevirme oranının 2006'dan beri en yüksek seviyesi olan % 77.8'e çıkması öngörülmektedir. Bu oranın bir diğer önemi ise, tasarruf havuzundan özel sektöre aktarılabilir kaynakları belirleme gücünden gelmektedir. Kamunun iç borç geri ödemelerinden daha az borçlanması yani dışlama etkisini azaltması, mali aracılık görevini yapan bankacılık sisteminin krediler yolu ile özel sektöre ve hanehalklarına daha fazla finansman desteği sağlamasına yardımcı olur. Bu destek her zaman önemlidir ancak kredilerin daralma sürecine girdiği bu dönemde özellikle 2009 yılının seyri açısından daha kritik bir faktör haline gelmiştir.** Dolayısı ile, farklı varsayımlar altında iç borç çevirme oranının nasıl şekilleneceğini göstermenin faydalı olacağını düşündük.

#### Hazine Finansman Programı

(Milyar TL)	Hazine Senaryosu			Fortis 2009 Senaryoları		
	2007 (G)	2008 (P)	2009 (T)	İyi	Baz	Kötü
<b>Toplam Borç Servisi</b>	<b>166.5</b>	<b>146.4</b>	<b>153.8</b>	<b>153.8</b>	<b>153.8</b>	<b>153.8</b>
İç Borç Servisi	140.3	129.6	135.1	135.1	135.1	135.1
Dış Borç Servisi	26.2	16.8	18.7	18.7	18.7	18.7
<b>Kaynaklar ve Dış Borçlanma</b>	<b>166.5</b>	<b>146.4</b>	<b>153.8</b>	<b>153.8</b>	<b>153.8</b>	<b>153.8</b>
<b>Borçlanma Dışı Kaynaklar</b>	<b>48.5</b>	<b>49.5</b>	<b>50.5</b>	<b>50.5</b>	<b>50.5</b>	<b>50.5</b>
Faiz Dışı Fazla	34.3	24.4	28.5	26.8	16.1	5.4
Özelleştirme+İşkur	5.3	9.2	7.5	6.5	4.5	2.5
Dev./Gar. Borç Geri Dön.	2.2	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
<b>Toplam Borçlanma</b>	<b>122.0</b>	<b>107.0</b>	<b>117.3</b>	<b>120.0</b>	<b>132.7</b>	<b>145.4</b>
Dış Borçlanma	17.8	10.7	12.2	27.2	24.2	15.1
İç Borçlanma	104.2	96.3	105.1	92.8	108.6	130.3
<b>Kasa/Banka Değişimi</b>	<b>2.7</b>	<b>1.7</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>İç Borç Çevirme Oranı</b>	<b>74%</b>	<b>74%</b>	<b>78%</b>	<b>69%</b>	<b>80%</b>	<b>96%</b>

Kaynak: Hazine

(G)-Gerçekleşme (T)-Tahmin (P)-Projeksiyon

Senaryo Varsayımları: İyi: 2009'da 12 mlr dolar IMF kredisi, GSMH'nın % 2.5'i düzeyinde nakit bazlı FDF (2008'de de benzer seviyede), 5 mlr TL özelleştirme geliri / Baz: 2009'da 10 mlr dolar IMF kredisi, GSMH'nın % 1.5'i düzeyinde nakit bazlı FDF, 3 mlr TL özelleştirme geliri / Kötü: 2009'da 4 mlr dolar IMF kredisi, GSMH'nın % 0.5'i düzeyinde nakit bazlı FDF, 1 mlr TL özelleştirme geliri

Senaryoları değerlendirmeden önce, Hazine'nin varsayımlarına bakışımızı da kısaca vermek istiyoruz. İlk iki öngörüü iyimser bulmaktayız. Birincisi, nakit bazlı faiz dışı fazla öngörüsünün 2008 yılının üzerinde olması, büyüme görünümü ve bunun vergi gelirlerine olumsuz yansımaları dikkate alındığında, gelir artırıcı bir önlem alınmadığı durumda iyimser bir beklenti gibi durmaktadır. İkincisi, özelleştirme gelirlerinden aktarılacak kaynaklar, dünya genelinde mevcut satınalma ve birleşme eğilimlerinin zayıflığı altında iddialı durmaktadır. Ancak tahminimize göre İşsizlik Sigortası Fonu'ndan gelmesi garanti olan 1.5 mlr TL'lik ek kaynak bu durumu biraz telafi edecektir. Buna karşılık, IMF ile kredi destekli

bir stand-by anlaşması yapılacağı (17.5 - 23.0 mlr dolar) ve kredinin önemli bir kısmının önden yüklemeli (ilk taksit 6.5 - 8.5 mlr dolar) gelebileceği varsayımı ile, dış borçlanmanın çok ihtiyatlı belirlendiğini düşünüyoruz. Sadece, 2009 yılı için Dünya Bankası'ndan 1.3 mlr dolar ve Avrupa Yatırım Bankası'ndan 1.3 mlr euro kredi sağlandığı haberleri bile programda öngörülen 6.6 mlr TL'lik eurobond ihracı hariç dış finansman hedefinin çok aşılabileceğini düşündürmektedir.

Biz baz senaryomuzda, daha düşük FDF ve özelleştirme gelirin karşılık daha yüksek dış borçlanma öngördük. Bu durumda iç borç çevirme oranı % 80 seviyesinde oluşmakta. Kötü senaryoda ise bu oran % 100'e yaklaşmaktadır. Böyle bir durum, bankacılık sistemi TL likiditesinin rahatlamasını daha uzun süre için geciktirirken, Merkez Bankası'nın sistemi fonlamasını daha kalıcı hale getirebilir ve kredilerde ihtiyatlı tavrın korunmasını gerektirebilir.

Sonuç olarak, 2009 yılı bütçesi IMF anlaşmasına yönelik hazırlıklar kapsamında son dakika düzenlemeleriyle daha gerçekçi bir baza oturmuştur. Ancak bu gelişme bir mali sıkılaşma getirmekten çok daha kötüye gidişi engelleyici etkide bulunmuştur. Genel faiz seviyesi için bütçeden daha önemli olan borçlanma ihtiyacı artmasa da, finansman kaynaklarındaki olumsuz koşullar Hazine için daha zorlu bir yıla işaret etmektedir. IMF'den gelebilecek kredi desteği bile iç borç çevirme oranının 2006 yılından beri en yüksek seviyesine yükselmesini engelleyemeyecek gibi görünmektedir.

#### **2009 Yılı Bütçe Kanunu**

##### **Kısmen veya tamamen uygulanmayacak hükümler**

**Madde 29 - ç)** 24/11/1994 tarihli ve 4046 sayılı Özelleştirme Uygulamaları Hakkında Kanunun 10 uncu maddesinin üçüncü fıkrası, geçici 23 üncü maddesinin ikinci fıkrasının ikinci ve üçüncü cümlesi, geçici 24 üncü maddesinin ikinci fıkrasının son cümlesi ile üçüncü fıkrası, 20/2/2001 tarihli ve 4628 sayılı Elektrik Piyasası Kanununun 14 üncü maddesinin beşinci fıkrasının üçüncü, dördüncü ve beşinci cümleleri, 2009 yılında uygulanmaz.

##### **4046 Sayılı Özelleştirme Uygulamaları Hakkında Kanun**

**10. Madde III. Fıkra:** Özelleştirme Fonunun nakit fazlası, Hazinesin iç ve dış borç ödemelerinde kullanılmak üzere Hazine hesaplarına intikal ettirilir. Özelleştirme Fonundan diğer herhangi bir fona aktarma yapılmaz.

**Geçici 23. Madde II. Fıkra 2. ve 3. Cümle:** 1/1/2008-31/12/2012 tarihleri arasındaki dönemde oluşacak Özelleştirme Fonunun nakit fazlasının yukarıda belirlenen tutarları aşan kısmından Özelleştirme Yüksek Kurulu kararına göre tespit edilecek tutar, Fon tarafından Hazine İç Ödemeler Muhasebe Birimi hesaplarına aktarılır ve ilgili yıl genel bütçesinin (B) işaretli cetveline gelir kaydedilir. Kaydedilen bu tutarlardan, Yüksek Planlama Kurulu kararı ile belirlenecek kısmı ulaştırma ve enerji yatırımlarında kullanılmak üzere, ilgili idare bütçelerine ödenek kaydetmeye Maliye Bakanı yetkilidir. Bu ödenekler, yılı yatırım programı ile ilişkilendirilir.

**Geçici 24. Madde II. Fıkra Son Cümle ve III. Fıkra:** Bu maddenin yürürlüğe girdiği tarihten sonra TCDD'ye ait limanların özelleştirilmesinden elde edilecek gelirlerin tamamı ise tahsilini izleyen onbeş gün içinde Özelleştirme İdaresi Başkanlığına Ulaştırma Bakanlığı merkez ödemelerini yapan muhasebe birimi hesaplarına aktarılır. Aktarılan bu tutarlar, aynı birim tarafından genel bütçenin (B) işaretli cetveline özel gelir kaydedilir. Kaydedilen bu tutarların yüzde 60'ını karayolu yapımı ile bu amaçla yapılacak kamulaştırma, karayolu bakımı ve onarımı amacıyla Karayolları Genel Müdürlüğü bütçesine, yüzde 40'ını ise demiryolu yapımı ile bu amaçla yapılacak kamulaştırma, demiryolu bakımı, onarımı ve demiryolu araçlarının alımı amacıyla TCDD'ye sermayesini artırmak suretiyle ödenmek üzere Hazine Müsteşarlığı bütçesine özel ödenek kaydetmeye Maliye Bakanı yetkilidir.

Özel gelir ve ödenek kaydedilen tutarlardan yılı içerisinde kullanılmayan kısımları ertesi yıl bütçelerine devren gelir ve ödenek kaydetmeye Maliye Bakanı yetkilidir.

## Önümüzdeki Haftanın Gündemi

- Yurtiçinde bu hafta sanayi üretimi kritik olurken, cari açık ve beklenti anketi gibi gelişmeler de gündemde önemli olacak.
- Yurtdışında ise bu haftanın en kritik verisi ABD'de açıklanacak olan tarım dışı istihdam olarak görünüyor. Bu veri, piyasaların yeni yıla başlarken, ekonomik görünüme ilişkin senaryolarını nasıl şekillendirecekleri konusunda belirleyici olabilir.

### Türkiye'de Açıklanacak Veriler

Önem	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Fortis Tahmin (Konsensus)
Zayıf	Nakit Bazlı FDF, Ocak	TL mlr	7 Ocak	-4.9
Orta	Sanayi Üretimi, Kas.	% yıllık	8 Ocak, 09:00	-17.0 (-12.8)
Yüksek	MB Beklenti Anketi, Ocak	-	9 Ocak	-
Orta	CNBC-e Tüketim End., Ara.	-	11 Ocak, 9:00	-
Yüksek	Cari Denge, Kas.	US\$ mln	5 - 9 Ocak, 17:00	-1,300

### Yurtdışında Açıklanacak Veriler

Önem	Ülke	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus
Yüksek	Euro Bölgesi	Hizmet Sektörü PMI Endeksi, Ara.	-	6 Ocak, 11:00	42.0
Yüksek	ABD	Hizmet Sektörü ISM Endeksi, Ara.	-	6 Ocak, 17:00	37.0
Orta	ABD	Bekleyen Konut Satışları, Kas.	% aylık	6 Ocak, 17:00	-0.6
Orta	ABD	ADP İstihdam Raporu, Ara.	bin	7 Ocak, 15:15	-350
Yüksek	Euro Bölgesi	GSYİH (2. revizyon), 3Ç	% çeyrek	8 Ocak, 12:00	-
Yüksek	İngiltere	Merkez Bankası Faiz Kararı	baz puan	8 Ocak, 14:00	-
Yüksek	ABD	Tarım Dışı İstihdam, Ara.	bin	9 Ocak, 15:30	-475
Orta	ABD	İşsizlik Oranı, Ara.	%	9 Ocak, 15:30	6.9

## Makro ve Finansal Gösterge Tahminleri

### Makro Ekonomik Görünüm 2007-2010

	2007	2008t	2009t	2010t
GSYİH (Mlr TL)	853.7	992.4	1,102.8	1,203.6
GSYİH (Mlr US\$)	658.8	753.2	709.8	807.1
GSYİH büyümesi	4.6	1.5	1.5	4.0
ÜFE ( yıllık %)	5.9	9.6	5.0	5.0
TÜFE ( yıllık %)	8.4	10.3	7.5	6.7
Dış Ticaret Dengesi (Mn US\$)	-62.8	-72.8	-50.5	-58.4
İhracat (FOB, Bavul hariç)	107.3	132.1	141.4	155.5
İthalat (CIF, Altın dahil)	170.1	204.9	191.9	213.9
Cari İşlemler Dengesi (Mn US\$)	-37.7	-44.4	-22.3	-28.0
Cari İşlemler Dengesi / GSYİH (%)	-5.7	-5.9	-3.1	-3.5

### Finansal Göstergelere İlişkin Tahminler

	2 Ocak	1Ay	3Ay	6Ay	12Ay	2009	2010
USD/TL	1.5218	1.5500	1.6500	1.6000	1.6000	1.6000	1.5000
EUR/TL	2.1332	2.1700	2.2770	2.1600	2.1600	2.1600	1.9800
Döviz Sepeti	3.6550	3.7200	3.9270	3.7600	3.7600	3.7600	3.4800
EUR/USD	1.4018	1.4000	1.3800	1.3500	1.3500	1.3500	1.3200
O/N	15.00%	14.50%	13.50%	13.00%	13.00%	13.00%	14.50%
Gösterge Tahvil	16.00%	15.60%	16.50%	15.90%	14.90%	14.90%	16.60%

---

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.