

## Makroskop

15 - 21 Şubat 2010

# 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

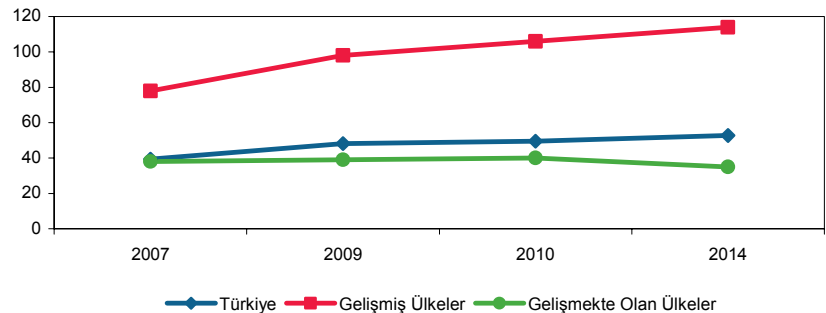
Nilüfer Sezgin (Yönetici Yrd.)  
Tel: 0212 318 37 90  
Email: nilufer.s@fortis.com.tr

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

## Komşu Komşunun Külüne Muhtaçtır...

Son dönemde, **borç krizi** olarak da nitelendirebileceğimiz bazı AB üyesi ülkelere yönelik mali sürdürülebilirlik endişelerinin, **yeni bir ekonomik deprem değil tarihteki en derin resesyonlardan birinin artçı sarsıntıları olduğu** unutulmamalıdır. Krizle birlikte geri çekilen özel tüketim ve yatırımın yerini dünyanın her yerinde kamu kesimi doldurmaya çalışmış, bu durum önce bütçe dengelerini hemen sonrasında ise kamu borcu oranlarını hızla kötüleştirmiştir. Bu gelişmenin hem **zorunlu bir yönelim** hem de ekonomik aktiviteyi biraz olsun **toparlamamın önceden kabul edilmiş bir maliyeti** olarak görüldüğü bilinmektedir. Bu yüzden de, gevşek maliye politikalarından çıkış stratejilerinin hazırlanması ve bazı yerlerde uygulanmaya dahi başlanması, bütçe dengeleri bozulmaya başladığından beri ısrarla vurgulanmaktadır. Ancak, **kriz öncesinde bile yapısal mali problemlerini çözememiş olan en zayıf halkalar** için bırakın böyle bir planı uygulamayı, hazırlamak dahi çok olası görünmüyordu. Bu ise, kısa sürede piyasa hedefi olacakları anlamına gelmekteydi. Her neyse olan oldu, sonuçta bu kez bir banka veya şirketin değil bir ülkenin kurtarıldığını izledik. AB, şartlarını zorlayarak kendi haline bırakılması durumunda AB'nin mevcudiyetini ve hatta Para Birliğini de sarsacak bir sorunu çözmeye yoluna gitti. Liderler zirvesinden çıkan karar henüz beklentileri karşılayacak gibi görünmese de, hem birliğin sıkıntılı durumdaki üyesinin arkasında durduğunu hem de bu desteğin karşılıksız olmayacağını içeren dengeli bir mesajdı. Yunanistan'ın mali destek talep etmediği de vurgulanarak verilebilecek desteklere ilişkin miktar ve nitelikleri (Yunanistan'a düzenli olarak yapılan yardımların erkene çekilmesi, Euro Bölgesi garantili tahvil ihraç etmek ve AB devletleri veya Avrupa Yatırım Bankası tarafından Yunanistan tahvillerinin satın alınması) açıklama baskısının azaltılması hedeflendi. Bu hafta Salı günü Ecofin toplantısında olası destekler için koşullarlığın (bütçe açığının 2010'da %4'e inmesi gibi) netleşmesi beklenirken, sonrasında ise uygulamayı AB Komisyonu'nun IMF'nin de uzmanlığından faydalanarak izlemesi ve Mart ayında ilk değerlendirmesini yapması öngörülmüyor.

Kamu Borcunun Milli Gelire Oranı (%)

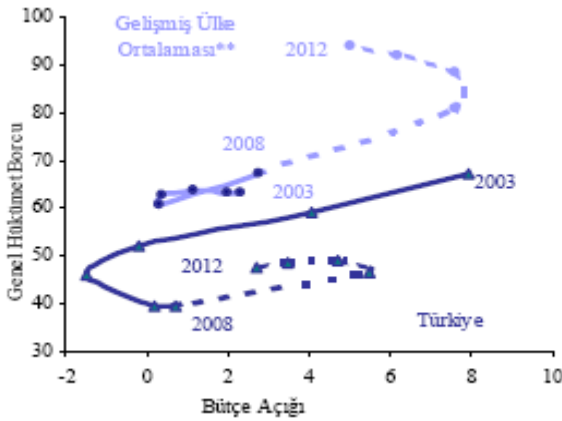


Kaynak: IMF

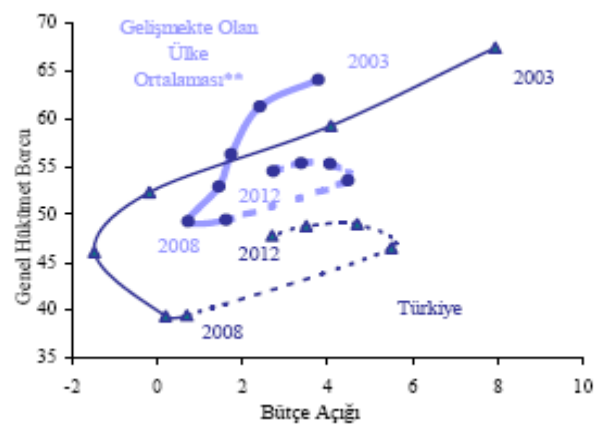
Not: IMF'nin ülke ve ülke grupları için kamu borcu tahminleridir.

Sonuçta, bütün bu gelişmeleri izledikten sonra, bankacılık sistemlerini sarsan küresel kriz sırasında 2001 krizi sonrası bankacılık reformumuzun gerçekleştirilmesine nasıl şükrettiyssek, yine o dönemin kamu mali reformu ve en azından 2006 sonuna kadar sürdürülen sıkı mali disiplin için de herhalde bugünlerde aynı hisleri paylaşıyor olmalıyız. **Ancak, geçmiş çabaların getirdiği kazanımlarla sağlanan göreceli konum ve avantajımızla, kısacası ekonomik ve finansal kırılganlığımızın azalmasıyla yetinmemeliyiz. Günümüz şartlarını da dikkate alan ikinci nesil reformlarla bahsettiğimiz alanlarda geriye kalan yapısal sorunları çözerek yeni bir sıçramanın altyapısını hazır hale getirme görevimizin devam ettiğini unutmamalıyız.** Bu bağlamda, arkasında IMF desteği olsun olmasın, güçlü politikalar içeren ve kredibilitelerini uygulama ile sağlayacak bir programa olan ihtiyaç sürmektedir. Evet, elimizde Orta Vadeli Program (OVP) vardır ama hem içerdiği hedeflerin altının doldurulmasına hem de bu hedeflere ulaşmak için gerekli irade ve niyetin ne denli güçlü olduğunun test edilmesine ihtiyacı vardır. Bu doğrultuda, **OVP'de ilk çeyrekte yasalasması taahhüt edilen mali kurala ilişkin gelişmelerin iyi bir sınav fırsatı verdiğini** düşünüyoruz. Mali kural parametrelerine ilişkin çeşitli kesimlerden görüş alındığını, zaten dar bir aralıkta belirlenen parametreler için genel eğilimin ortaya çıktığını düşünüyoruz. Buna karşılık, **yasal hazırlıkların gelecek bir kaç ay içinde devam ederek Mayıs ayındaki 2011 bütçe hazırlıklarına yetişeceğinin ifade edilmesi, verilen taahhüt açısından bir gecikmeye işaret etmektedir.** Bu sürecin daha da uzaması durumu, hem OVP'nin kredibilitesi hem de zaten azalan IMF anlaşması beklentisi açısından ağır bir darbe olacaktır. Aslında, ilk kez Ekim ayı Global Ekonomist raporunda değindiğimiz gibi, OVP hedeflerinin, IMF'nin program yaptığı ülkelerdekinden biraz daha gevşek olsa da, buralarda çizilen genel mali çerçeve ile uyumlu olduğunu düşünüyoruz. Başka bir deyişle, mali kural ile birlikte buradaki hedeflere nasıl ulaşılabileceği konusunda altı doldurulursa, OVP'nin, IMF ile olası bir anlaşmaya da zemin oluşturabileceği düşüncesindeyiz.

Genel Devlet Bütçe Açığı ve Borç Oranı (% GSYH) - Gelişmiş Ülkeler



Genel Devlet Bütçe Açığı ve Borç Oranı (% GSYH) - Gelişmekte Olanlar



(\*) Kesikli çizgiler IMF tahminlerini göstermektedir. (\*\*) ABD, İngiltere, Almanya, Fransa, İspanya, İrlanda, İzlanda, Japonya, Portekiz, İsrail, Yunanistan, İtalya, Avusturya, Yeni Zelanda ve Güney Kore'yi kapsamaktadır. (\*\*\*) Macaristan, Meksika, Romanya, Arjantin, Brezilya, Bulgaristan, Çek Cumhuriyeti, Hindistan, Endonezya, İsrail, Malezya, Polonya, Singapur, Güney Afrika'yı kapsamaktadır.

Kaynak: TCMB Enflasyon Raporu, Ocak 2010

O tarihte değindiğimiz gibi, 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 düzelleme 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 (gerçekleşme yaklaşık 1 puan daha iyi oldu) 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. Merkez Bankası da bu çerçevenin gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerle karşılaştırmasını (Bknz. Yukarıdaki iki grafik) son Enflasyon Raporu'nda vermiştir. Hafta içinde Babacan tarafından yapılan açıklamada da, mali kuralın 2011 ve 2012 OVP hedefleriyle aşağı yukarı uyumlu olacağı belirtilmiştir. Dolayısı ile parametrelerin de aşağı yukarı netleştiği anlaşılırken, uygulamadaki gecikmeyi anlamak ise daha zorlaşmaktadır.

Sonuç olarak, küresel kriz ve artçı sarsıntıları Türkiye'nin 2001 krizi sonrası gerçekleştirdiği bankacılık ve kamu maliyesi reformlarına bir kere daha şükran duymamızı getirirken, ekonomideki kırılma noktalarının azalmasından daha büyük kazanımlar için bunlardaki eksiklik ve sorunları giderecek ikinci nesil reformlara olan ihtiyacın devam ettiğini düşündürmektedir. Bu yöndeki irade ve niyetin test edileceği ilk alan mali kural olacak gibi görünürken, şimdilik sınırlı bir süre olsa da gecikme işaretleri alınması hoş olmamıştır.

## Önümüzdeki Haftanın Gündemi

▪ Bu hafta yurtiçindeki en önemli gelişme, Perşembe günü açıklanacak olan PPK faiz kararı gibi görünürken, işsizlik oranı da kritik olacaktır. Yurtdışında ise daha yoğun bir veri gündemi var. ABD'de inşaat izinleri, konut başlangıçları, kapasite kullanımı, sanayi üretimi ve Philadelphia Fed endeksi önemli olurken, Euro Bölgesi'nde hizmet ve imalat sanayi geçici PMI endeksleri izlenecek.

### Türkiye'de Açıklanacak Veriler

Önem	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Fortis Tahmin (Konsensus)
Yüksek	İşsizlik Oranı, Kas.	%	15 Şub., 10:00	-
Orta	Merk. Yön. Bütçesi FDF, Ara.	TL mln	15 Şub., 10:00	-
Orta	TÜİK Tüketici Güven Endeksi, Ocak	-	16 Şub., 10:00	-
Yüksek	PPK Faiz Kararı	%	16 Şub., 19:00	6.5

### Yurtdışında Açıklanacak Veriler

Önem	Ülke	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus
Orta	Almanya	ZEW Endeksi, Şub.	-	16 Şub., 12:00	43.2
Orta	ABD	New York Fed İmalat San. End., Şub.	-	16 Şub., 15:30	16.00
Yüksek	ABD	İnşaat İzinleri, Ocak	mln	17 Şub., 15:30	0.65
Zayıf	ABD	İhracat & İthalat Fiyatları, Ocak	%	17 Şub., 15:30	0.4 & 0.8
Yüksek	ABD	Konut Başlangıçları, Ocak	mln	17 Şub., 15:30	0.58
Yüksek	ABD	Kapasite Kullanımı, Ocak	%	17 Şub., 16:15	72.5
Yüksek	ABD	Sanayi Üretimi, Ocak	% aylık	17 Şub., 16:15	0.6
Orta	ABD	Çekirdek ÜFE ve ÜFE, Ocak	% aylık	18 Şub., 15:30	0.1 & 0.7
Yüksek	ABD	Philadelphia Fed Endeksi, Şub.	-	18 Şub., 17:00	17.0
Yüksek	Euro Bölgesi	İmalat Sanayi Geçici PMI End., Şub.	-	19 Şub., 10:58	52.7
Yüksek	Euro Bölgesi	Hizmet Sektörü Geçici PMI End., Şub.	-	19 Şub., 10:58	52.5
Yüksek	ABD	Çekirdek TÜFE & TÜFE, Ocak	% aylık	19 Şub., 15:30	0.1 & 0.3

## Makro ve Finansal Gösterge Tahminleri

### Makro Ekonomik Görünüm 2008-2011

	2008	2009t	2010t	2011t
GSYİH (Mlr TL)	950.1	969.4	1,090.1	1,193.8
GSYİH (Mlr US\$)	734.9	626.6	721.9	761.9
GSYİH büyümesi	0.9	-5.7	5.0	4.0
ÜFE (yıllık %)	8.1	5.9	5.0	4.0
TÜFE (yıllık %)	10.1	6.5	7.3	5.5
Dış Ticaret Dengesi (Mlr US\$)	-69.8	-38.6	-67.1	-68.7
İhracat (FOB, Bavul hariç)	132.0	102.2	118.9	122.9
İthalat (CIF, Altın dahil)	201.7	140.8	186.0	191.6
Cari İşlemler Dengesi (Mlr US\$)	-41.9	-13.9	-38.0	-37.2
Cari İşlemler Dengesi / GSYİH (%)	-5.7	-2.2	-5.3	-4.9

### Finansal Göstergelere İlişkin Tahminler

	12 Şub.	1Ay	3Ay	6Ay	12Ay	2010	2011
USD/TL	1.5053	1.5000	1.5400	1.5200	1.5500	1.5200	1.5800
EUR/TL	2.0688	2.0700	2.1400	2.1300	2.2000	2.1600	2.1500
Döviz Sepeti	3.5741	3.5700	3.6800	3.6500	3.7500	3.6800	3.7300
EUR/USD	1.3743	1.3800	1.3900	1.4000	1.4200	1.4200	1.3600
O/N	6.50%	6.50%	6.50%	6.50%	9.00%	8.00%	10.00%
Gösterge Tahvil	8.80%	9.00%	10.00%	10.50%	11.20%	11.00%	12.00%

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.