

Makroskop

16 - 22 Ağustos 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

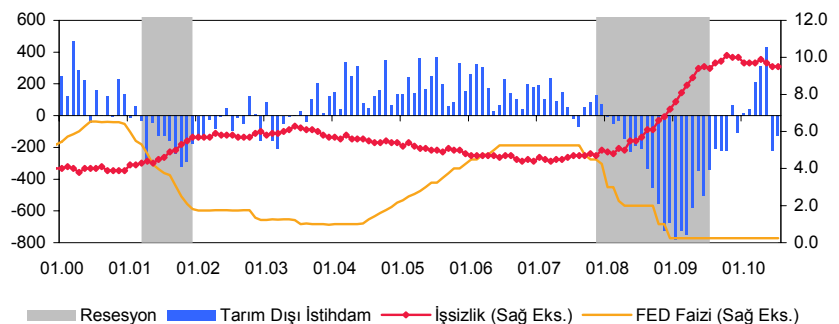
Nilüfer Sezgin (Yönetici Yrd.)
Tel: 0212 318 37 90
Email: nilufer.s@fortis.com.tr

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

Sözün Bittiği Yer...

Geride bıraktığımız haftanın en önemli gelişmeleri, dışarıda ABD Merkez Bankası Fed'in parasal duruşunda gevşeme anlamına gelen varlık portföyüne yönelik aldığı kararlar, içeride ise mali kuralın 2011 yılı bütçesine uygulanmayacağı ve belirlenen parametrelerin de değiştirilebileceği yönündeki haberlerdi. Değerlendirmeye ilkinden başlarsak, Fed'in likidite destekleri kapsamında kriz sırasında aldığı 1.25 trln dolar tutarındaki mortgage'a dayalı menkul kıymet (MBS) ve 175 mlr dolarlık diğer varlıklarla oluşturduğu portföy için yapılacak anapara ödemelerinin uzun vadeli ABD Hazine tahvili alımına yönlendirileceğini, böylece portföyün büyüklüğünün sabit tutulacağını açıkladı. Fed'in daha önce çıkış stratejisi kapsamında varlık portföyünü zaman içinde azaltma kararı aldığı dikkate alındığında, bu yeni karar daha gevşek bir parasal duruşa işaret ediyordu. Hatırlanacağı gibi Fed Başkanı Bernanke Temmuz ayındaki bir konuşmasında, ekonomik toparlanmanın duraksaması durumunda, alınabilecek önlemleri şu şekilde sıralamıştı; faizlerin "uzun bir süre" düşük seviyelerde seyredeceğine yönelik ifadenin güçlendirilmesi, bankalara Fed'de tuttukları rezerv fazlaları için ödenen faizin düşürülmesi ve normalde zaman içinde küçültülmesi planlanan varlık portföyünün artırılması veya sabit tutulması. **Dolayısı ile, bahsedilen önlemlerden birinin alınması Fed'in ekonomik toparlanmanın duraksadığı değerlendirilmesi içinde olduğunu düşündürdü.** Zaten FOMC metninde büyüme görünümüne ilişkin değerlendirmeler de önceki toplantılara göre daha olumsuzdu. **Duruş değişikliğinin esas tetikleyicisinin ise tarım dışı istihdam görünümü ve işsizlik oranı olduğunu düşünüyoruz.** İki yıl boyunca toplam 8.3 mn kişinin işini kaybetmesi ve işsizlik oranının % 10.1 ile zirveye çıkmasından sonra gözlenen istihdam artışının ve işsizlik oranındaki düşüşün hız kestiği son aylarda izlenmekteydi. Karar sonrası ABD 10 yıllık tahvilleri % 2.7 ile yılın en düşük seviyesine (tarihi düşük değeri % 2.0) inerken, vadeli işlemlerde Fed faizine yönelik kontratlar faiz artırım beklentisinin 2012 yılına doğru ötelenmekte olduğunu yansıtıyordu. Bu görünüm, dünya genelinde faizlerin beklenenden çok daha uzun süre düşük kalması için önemli bir gösterege olabilir.

ABD'de İşsizlik Oranı, Tarım Dışı İstihdam ve FED Faizleri (2000-2010)

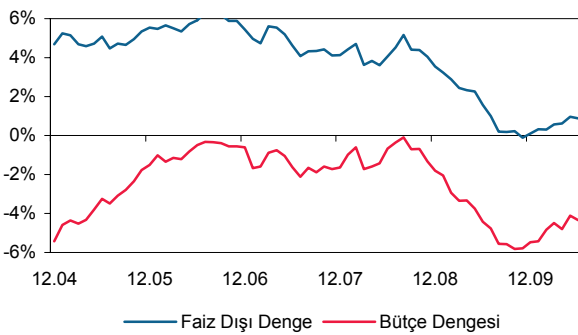


Kaynak: Reuters, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

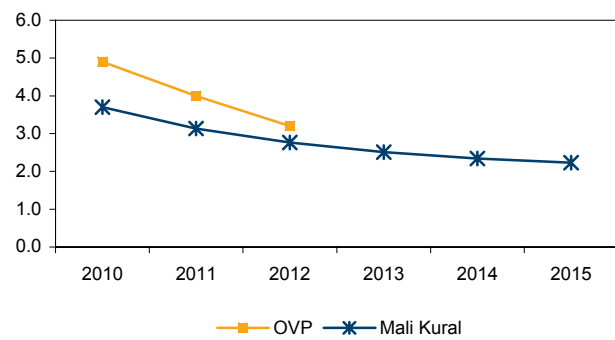
Faizlerin düşük seyretmesi için dışarıdan böyle bir destek varken, içeriden gelen mali kuralın 2011 yılı bütçesinde uygulanmayacağı haberi bu etkiyi bertaraf etme riskini yanında getiriyordu. Merkez Bankası, maliye politikasına ilişkin gelişmeleri yakından takip ettiğini ve bütçe gelirlerinin tahmin edilenin belirgin olarak üzerinde gerçekleşmesi ile ortaya çıkan bu mali alanın harcama artışına dönüşmeyip ağırlıklı olarak kamu borcunun azaltılmasında kullanılması gerektiğini belirtmiş, başta mali kuralın yasalaşması ve uygulanmaya başlaması olmak üzere mali disiplinin kurumsal ve yapısal iyileştirmeler yoluyla sağlanmasının tahmin ufku boyunca politika faizinin tek hanede kalmasını mümkün kılacağını vurgulamıştı. **Yine de, bu gelişmelerin Merkez Bankası'nın mevcut parasal duruşunda bir değişiklik getireceğini söylemek kolay değildir.** Banka'nın kriz sırasında bütçe dengelerinde gözlenen büyük sapmalara vermediği tepkiyi bu kez verip vermeyeceği dışarıdan bakılarak öngörülebilecek bir şeye benzememektedir. **Olası bir senaryo, Banka'nın, ilk aşamada beklenenden yüksek bütçe gelirleri ile oluşan imkânın nasıl kullanılacağını izlemeye devam edeceğini belirtmesi şeklinde olabilir.** Ayrıca, bu çizgiyi seçerse daha sonra 2011 yılı bütçesinin OVP'de daha önce açıklanan tabloya uygun olarak hazırlanmasını da yeterli gördüğünü söyleyebilir, son tahlilde ise "mali kural olsa iyi olurdu ama uygulama daha önemli" de diyebilir.

Bizlerin de şu anda yapabileceği en iyi şey, bir yandan bütçedeki mevcut eğilimleri yakından izlemek bir yandan da 17 Ekim'de TBMM'ye sunulması gereken 2011 yılı bütçe büyüklüklerini ve öncesinde (Eylül'de) yeni OVP'nin 2010-12 dönemi için içereceği bütçe tahminlerini incelemektir. Haziran sonu itibarı ile bütçe gerçekleştirmelerine bakıldığında, trend açısından en iyi gösterge olan son 12 aylık bütçe açığının GSYH'ya oranının Maliye tanımlı verilerde % 4.3'e gerilediği, faiz dışı dengenin ise % 0.9 fazla verdiği (IMF tanımlı verilerde % 0.5 açık) izlenmektedir. Bu ise, bütçe dengesinde yılın kalan aylarında geçen yıla göre hiçbir iyileşme olmasa bile OVP'deki % 4.9'luk açık hedefinin belirgin olarak altında kalınacağına işaret ediyor. Bizim tahminimiz, bütçeye ek harcama yükleri getirilmezse, bütçe açığının yılı GSYH'ya oranla % 3.7 düzeyinde kapaması yönündedir. **Bir başka deyişle, hedefin tutturulması veya yukarıda bahsettiğimiz seviyelerin üzerine çıkılması gibi bir gelişme, ikinci yarıda bütçe performansında kötüleşme olduğuna işaret edecektir.**

Merkezi Yönetim Bütçe ve Faiz Dışı Denge (GSYH'ya oran, Maliye Tanımı)



Bütçe Açığının Seyri (OVP ve Mali Kural)



Kaynak: Maliye, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

Elbette, yeni OVP açıklandığında yükseltilecek büyüme tahminleri (% 3.5'den % 5.5 veya 6'ya) nedeniyle 2010 yılı bütçe açığı hedefinin de azalma yönünde revize edilmesi beklenmelidir. Revizyonun ne ölçüde olacağı önemlidir ama daha önemlisi 2011 ve 2012 bütçe açığı tahminlerinin (% 4.0 ve % 3.2) bir değişime uğrayıp uğramayacağı olacaktır. Uzun dönem hedefleri bütçe açığı için % 1 ve büyüme için % 5 olan mali kural 2011 yılı bütçesine uygulansaydı, örneğin 2010 yılında bütçe açığı bizim tahminimiz doğrultusunda % 3.7 kabul edilirse bu açığın 2011'de % 3.1'e 2012 'de ise % 2.8'e indirilmesini gerektirecekti. **Dolayısı ile, mali kuralın olmaması durumunda bütçenin OVP'ye uygun hazırlanacağına ilişkin açıklamaların aslında ilk OVP'ye göre daha gevşek bir mali duruşun oluşumuna işaret etmekte olduğu anlaşılmaktadır.**

Mali kuralın ertelenmesine ilişkin haberler sonrası kredi derecelendirme kuruluşlarının değerlendirmeleri, beklenebileceği gibi, kredi notu ile mali kural arasında doğrudan bir bağlantı olmadığı, ancak mali kuralın ertelenmesinin hükümetin kredibilitesine zarar verebileceği, mali politika gerçekleştirmelerinin mali kurallardan daha önemli olduğu ve bu doğrultuda bütçe açığının ve borç/GSYH oranının izleyeceği yolun bundan sonraki kredi notu gelişmeleri için önemli etkenler olacağı şeklindeydi.

Sonuç olarak, Fed'in ekonomik toparlanmanın duraksaması durumunda alınabilecek önlemler arasında saydığı varlık portföyünü sabit tutma kararını alması, büyümeye yönelik algılamaları kötüleştirirken, dünya genelinde faizlerin daha uzun süre düşük kalması için uygun ortam oluşturdu. Faizler açısından olumlu bu havayı mali kuralın ertelenmesi haberinin bozma potansiyeli bulunurken, Merkez Bankası'nın mali kuralın önemine yönelik açıklamalarına karşılık bir para politikası tepkisi verme ihtimali düşük görünmektedir. Banka, bir süre daha bütçe uygulamasını izlemeyi tercih edecektir. Keza kredi derecelendirme kuruluşları da benzer bir yaklaşım içinde görünmektedir.

Orta Vadeli Mali Plan (2010-2012) ve 2009 Bütçesi

	Milyar TL				GSYH'ye Oran (%)			
	Gerçekleşme		Orta Vadeli Mali Plan		Gerçekleşme		Orta Vadeli Mali Plan	
	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012
Merkezi Yönetim Bütçe Giderleri	267.3	286.8	298.2	314.4	28.0	27.9	26.7	25.6
Faiz Dışı Giderler	214.1	230.1	243.0	259.0	22.4	22.4	21.7	21.1
Personel Giderleri	55.9	60.3	64.1	68.4	5.9	5.9	5.7	5.6
Sosyal Güv.Kur. Devlet Primi	7.2	11.1	11.7	12.5	0.8	1.1	1.0	1.0
Mal ve Hizmet Alım Giderleri	29.6	25.9	27.6	28.8	3.1	2.5	2.5	2.3
Cari Transferler	91.8	102.2	109.6	117.2	9.6	9.9	9.8	9.6
Sermaye Giderleri	19.8	19.0	18.3	20.1	2.1	1.9	1.6	1.6
Sermaye Transferleri	4.3	3.2	3.3	3.5	0.5	0.3	0.3	0.3
Borç Verme	5.4	6.9	6.9	6.8	0.6	0.7	0.6	0.6
Yedek Ödenek	0.0	1.4	1.5	1.6	0.0	0.1	0.1	0.1
Faiz Giderleri	53.2	56.8	55.2	55.4	5.6	5.5	4.9	4.5
Merkezi Yönetim Bütçe Gelirleri	215.1	236.8	253.1	275.4	22.5	23.0	22.6	22.4
Vergi Gelirleri	172.4	193.3	210.2	229.5	18.1	18.8	18.8	18.7
Bütçe Dengesi	-52.2	-50.0	-45.1	-39.1	-5.5	-4.9	-4.0	-3.2
Faiz Dışı Denge	1.0	6.7	10.1	16.3	0.1	0.7	0.9	1.3
Faiz Dışı Denge (Program tanımlı)	-14.3	-8.4	-2.1	4.3	-1.5	-0.8	-0.2	0.4

Kaynak: DPT, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

Önümüzdeki Haftanın Gündemi

▪ Bu hafta yurtiçinde en önemli gelişme Merkez Bankası'nın Perşembe günü yayınlayacağı faiz kararı olacak. Faizin sabit tutulacağına kesin gözüyle bakılıyor. Bu arada, Hazine Çarşamba günü 16.4 mlr TL'si piyasaya olmak üzere toplamda 18.0 mlr TL itfa gerçekleştirecek. Öncesinde, Pazartesi günü 3 yıl vadeli sabit kupon ödemeli ve 7 yıl vadeli değişken faizli tahvil ihraçlarına ek olarak, Salı günü de gösterge tahvili, 11 ay vadeli bonoyu ve 10 yıl vadeli sabit kuponlu tahvili yeniden ihraç edecek. Yurtdışında ise ABD'de konut verileri önemli olacak. Ayrıca, NY Fed ve Philadelphia Fed gibi öncü büyüme göstergeleri de Ağustos ayı ekonomik görünümüne ilişkin ilk sinyalleri verecek.

Türkiye'de Açıklanacak Veriler

Önem	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Fortis Tahmin (Konsensus)
Orta	TÜİK Tüketici Güven Endeksi, Tem.	-	16 Ağu., 10:00	-
Yüksek	İşsizlik Oranı, May.	%	16 Ağu., 10:30	-
Yüksek	PPK Faiz Kararı	baz puan	19 Ağu., 19:00	Değ. yok (Değ. yok)
Orta	MB Beklenti Anketi, Ağu. II	-	20 Ağu., 16:30	-

Yurtdışında Açıklanacak Veriler

Önem	Ülke	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus
Orta	ABD	NY Fed İmalat Sanayi Endeksi, Ağu.	-	16 Ağu., 15:30	8.75
Orta	Almanya	ZEW Endeksi, Ağu.	-	17 Ağu., 12:00	21.0
Yüksek	ABD	İnşaat İzinleri, Tem.	mln	17 Ağu., 15:30	0.59
Yüksek	ABD	Konut Başlangıçları, Tem.	mln	17 Ağu., 15:30	0.56
Orta	ABD	Çekirdek ÜFE ve ÜFE, Tem.	% aylık	17 Ağu., 15:30	0.1 & 0.2
Orta	ABD	Kapasite Kullanımı, Tem.	%	17 Ağu., 16:15	74.5
Orta	ABD	Sanayi Üretimi, Tem.	% aylık	17 Ağu., 16:15	0.5
Orta	ABD	Philadelphia Fed Endeksi, Ağu.	-	19 Ağu., 17:00	7.0

Makro ve Finansal Gösterge Tahminleri

Makro Ekonomik Görünüm 2009-2012

	2009	2010t	2011t	2012t
GSYİH (Mlr TL)	954.0	1,095.8	1,205.0	1,318.9
GSYİH (Mlr US\$)	616.6	720.9	779.9	840.2
GSYİH büyümesi	-4.7	7.0	4.0	4.0
ÜFE (yıllık %)	5.9	5.0	5.0	5.0
TÜFE (yıllık %)	6.5	7.2	6.0	5.5
Dış Ticaret Dengesi (Mlr US\$)	-38.8	-64.4	-72.9	-74.2
İhracat (FOB, Bavul hariç)	102.1	104.7	117.8	140.1
İthalat (CIF, Altın dahil)	140.9	169.1	190.8	214.3
Cari İşlemler Dengesi (Mlr US\$)	-13.9	-37.3	-42.5	-40.6
Cari İşlemler Dengesi / GSYİH (%)	-2.3	-5.2	-5.5	-4.8

Finansal Göstergelere İlişkin Tahminler

	13 Ağustos	1Ay	3Ay	6Ay	12Ay	2010	2011
USD/TL	1.5145	1.5200	1.5400	1.5400	1.5500	1.5500	1.5600
EUR/TL	1.9470	1.9600	1.9700	1.9800	2.0500	1.9700	2.1100
Döviz Sepeti	3.4615	3.4800	3.5100	3.5200	3.6000	3.5200	3.6700
EUR/USD	1.2856	1.2900	1.2800	1.2800	1.3200	1.2700	1.3500
Politika Faizi	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	8.00%	7.00%	9.00%
Gösterge Tahvil	8.30%	8.50%	9.10%	9.70%	10.50%	9.20%	11.00%

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 rd 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.