

# Makroskop

22 - 28 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

### Meğerse Proaktifmişiz...

Küresel krizde en ciddi itibar kaybına uğrayan kesimler arasında ekonomistler yer alırken, ezberlerin en fazla bozulduğu alanlardan biri de makroekonomik politikalar oldu. Dolayısı ile günah çıkarma işlevi gören akademik çalışmalar son dönemde artarken, bunların en çarpıcılarından biri de, geçen hafta IMF Baş ekonomisti Olivier Blanchard'ın, bir IMF notu olarak yayımlanan "Makroekonomik Politikayı Yeniden Düşünmek" başlıklı çalışmasıydı. Söz konusu çalışmada henüz sadece genel ilkelerin tartışıldığını görürken, burada değinilen kavramların önümüzdeki dönemin yeni küresel finansal mimarisini ve ekonomik düzeninin önemli tamamlayıcılarından olması ihtimalinin yüksek olduğunu belirtmeliyiz. Aşağıda yer verdiğimiz tabloda anahatlarıyla bu tartışmayı ve gelecek dönem makroekonomi politika dizaynı açısından ima ettiklerini bulabilirsiniz. Ne yazık ki, çalışmanın tümüne değinmek için yerimiz yok ama en azından ne anladığımızı aktarmaya çalışacağız. Çıkarılan ders özetle şu; normal zamanlarda ekonomiler düşük enflasyon hedeflediğinden para politikası faizleri düşük seyretmekte, kriz sırasında indirimler başlasa bile faizler negatife geçemeyeceğinden bu politika aracının etkinliği azalmaktadır. Ayrıca, iyi zamanlarda yeterli mali alan yaratılmadığından maliye politikasının kriz sırasında döngü karşıtı bir politika aracı olarak kullanılması da sınırlanmaktadır. Bir diğer sorun da, varlık fiyatlarındaki şişkinlik ve aşırı risk alımı gibi problemlerin çözümünün de para politikasından beklenmesidir. Şimdilik ilke bazında olsa da, getirilen çözümler ise şu şekilde; **1)** Normal zamanlarda merkez bankalarının enflasyon hedefini % 2 değil de daha yüksek örneğin % 4 olarak belirlemelerinin, enflasyon beklentilerini yukarı çekerek gelecekte beklenen reel faiz oranını düşürmesi ve bugünkü ekonomik aktiviteyi canlandırması. Aynı zamanda bir şok durumunda politika faizinde düşüş için daha fazla yer açması. **2)** İyi zamanlarda elde edilen mali fazlanın harcama artışına veya vergi indirimine dönüşmek yerine borç azaltımında kullanılması, böylece gerekli durumlar için mali alan yaratılması.

#### Makroekonomik Politikayı Yeniden Düşünmek

| Neyi Bildiğimizi Düşünüyorduk?                             | Krizden Ne Öğrendik?   |
|--|--|
| Tek Hedef Fiyat İstikrarı                                  | Fiyat İstikrarı Gerekli Ama Yeterli Değil  |
| Düşük Enflasyon Hedeflenmeli                               | Deflasyonist Resesyonlarda Düşük Enflasyon Para Politikasının Manevra Alanını Daraltıyor |
| Tek Enstrüman Politika Faizi                               | Finansal Aracılık da Önemli  |
| Maliye Politikası İçin Sınırlı Rol                         | Döngü Karşıtı Maliye Politikası Önemli Bir Araç  |
| Finansal Regülasyon Bir Makroekonomik Politika Aracı Değil | Regülasyonun Makroekonomik Etkisi Var  |

#### Krizde Öğrenilenlerin Politika Dizaynı İçin İma Ettikleri

Enflasyon Hedefi Yükseltilmeli mi?

Para Politikası ve Regülasyon Birleşmeli

Enflasyon Hedeflemesi ve Döviz Kurlarına Müdahale

Likiditeyi Daha Geniş Bir Şekilde Sağlamak

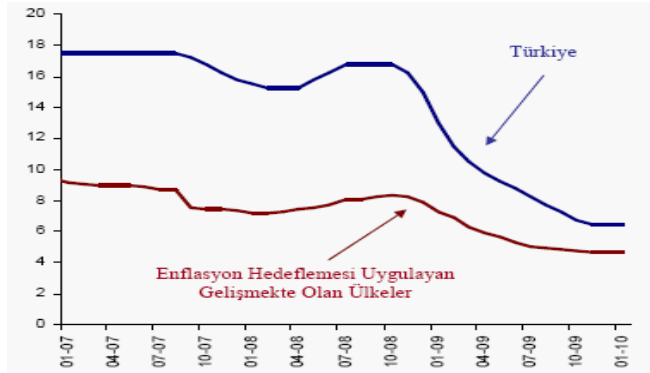
İyi Zamanlarda Daha Fazla Mali Alan Yaratmak

Daha İyi Otomatik Mali Stabilizörlerin Dizaynı

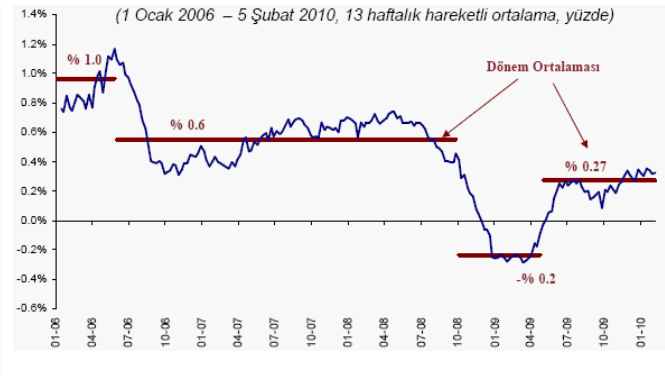
3) Doğru bir denge kurmak kaydıyla para politikası ve düzenleyici politika araçlarının kombine edilmesi ve bunun ayrı bir düzenleyici otorite (BDDK gibi) yerine Merkez Bankaları tarafından yürütülmesi. Bunun için de Britanya Merkez Bankası'nın (BOE) önerilerine yer veriyorlar. Yani düzenleyici araçların döngüsel olarak kullanımı diyebiliriz. Örneğin; mali sistemde kaldıraç yüksekse sermaye oranlarının yükseltilmesi, likidite düşükse likidite oranlarının artırılması gibi. Yukarıda bahsettiğimiz bu önerilerin herbirinin önümüzdeki dönemde büyük tartışmalar getireceğini düşünüyoruz. Türkiye'de de bu argümanlara sahip çıkanlar kadar karşı çıkanlar da olacaktır. **Bizim açımızdan çarpıcı olan, Türkiye'nin para ve maliye politikalarında buradaki önerileri proaktif olarak uygulamış gibi bir görüntü vermesidir.** Türkiye, 2007 yılında enflasyon hedeflerini üç yıl için yukarı çekmiş, son olarak orta vadeli enflasyon hedefini %5'e yükseltmiş, kriz sırasında çok yüksek olan politika faizini hızla indirmiş, daha önce borç stoku/GSYH oranını düşük seviyelere indirdiğinden bütçede kriz öncesi verilen yüksek faiz dışı fazlayı ise hızla eritmiştir. **Şablona uymayan tek unsur ise, bankacılık için ayrı bir düzenleyici otoritenin bulunması gibi görünmektedir.**

Bu çalışmada getirilen önerilere ileride G20 tarafından da benimsenmesi durumunda daha ayrıntılı değinme sözü vererek güncel bir konuyla devam etmek istiyoruz. Bilindiği gibi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası bir süredir başka bir çok ülke gibi politika faizlerini belirgin bir toparlanma görülene kadar yani uzunca bir süre sabit tutma mesajı vermektedir. Bu doğrultuda, faiz kararlarında enflasyon ve ekonomik aktivite verilerine bağımlılık artmış, bu alanlardaki temel eğilimi doğru tespit edebilmek büyük önem kazanmıştır. Para Politikası Kurulu'nun her ay gerçekleşen toplantıları sonrasında yayınlanan kısa notlarda, ufak kelime ve cümle değişiklikleriyle ekonomik aktivite için giderek daha olumlu değerlendirmelerde bulunulduğu gözlenmektedir. Öyle ki, kapasite ve istihdam koşullarını temsil eden ekonomide kaynak kullanımı için, geçmişte daha olumsuz bir görünüm çizilirken, bugün itibarı ile kaynak kullanımının "bir müddet daha" düşük düzeylerde kalacağı noktasına kadar gelmiş görünmekteyiz.

Gelişmekte Olan Ülkelerde Politika Faiz Oranı (Ocak 2007 - Ocak 2010, %)



Toplam Kredi Hacminin Haftalık Değişimi (\*)



(\*) Mevduat, kalkınma, yatırım ve katılım bankaları ile tüketici finansman şirketlerinin toplamı; kur etkisinden arındırılmış

Kaynak: TCMB

Faiz oranlarının uzun bir süre düşük düzeylerde tutulması gerekeceği söylemine rağmen, Merkez Bankası da, bizler de yakın gelecekte faizlerin artış yönünde hareket edeceğini bilmekteyiz. Bilmediğimiz ise, artırıma hangi ay başlanacağı ve ne boyutta gerçekleşeceği ki, buna Merkez Bankası'nın da önyargıyla yaklaşmayacağını ve verilere bakarak hareket edeceğini düşünüyoruz.

**Bu sürecin bir diğer önemli belirsizliği ise, faiz artırımlarından önce diğer para politikası araçları ve likidite imkanlarının finansal koşullarda sıkılık yaratmak amacıyla kullanıp kullanılmayacağı konusudur.** Bazı yorumlarda, Merkez Bankası'nın bu süreci Türk Lirası zorunlu karşılıklarda artışa giderek başlatacağı şeklinde değerlendirmeler görmektedir. Merkez Bankası'nın 2008 son çeyreğinden itibaren hissedilen krizde hangi sırayla bu tip düzenlemelere gittiğini hatırlamanın yararlı olacağını düşünüyoruz. İlk önlemler, o dönemdeki yoğun sermaye çıkışları nedeniyle daha çok döviz likiditesi destekleri ve YP zorunlu karşılıkların indirilmesi (5 Aralık 2008'de % 11'den % 9'a) şeklinde

olmuş, bizi şu anda daha fazla ilgilendiren TL cinsi önlemlerden ilki ise 17 Haziran 2009'da uzun vadeli repolara (3 ay) başlanması olmuştur. Bu doğrultudaki son önlem ise, 16 Ekim 2009'da TL zorunlu karşılıkların % 6'dan % 5'e inmesi şeklinde gerçekleşmiştir. Politika faizlerinde indirim ise tüm bu önlemlerden önce başlamıştı. Dolayısıyla, geri dönüşün LIFO ya da FIFO şeklinde (muhasabedeki son giren ilk çıkar ve ilk giren ilk çıkar kavramları) olması TCMB'nin bankacılık sistemi likiditesi ve kredilerdeki büyüme gibi unsurları dikkate alarak yapacağı bir tercihe benziyor.

Sonuç olarak, küresel kriz her alanda ezberleri bozarken, sıra doğru bilinen makroekonomik politikaların gözden geçirilmesine gelmişe benzemektedir. IMF'nin bu konudaki pozisyon notu ve içerdiği çarpıcı başlıkların ses getirmesi beklenirken, G20'de benimsenmesi durumunda önümüzdeki dönemin yeni küresel finansal mimarisi ve ekonomik düzeninin önemli tamamlayıcılarından olması ihtimali yüksektir. Bu gelişmenin bizim açımızdan en çarpıcı tarafı ise, Türkiye'nin bu politika önerilerini proaktif olarak uygulamış gibi bir görüntü vermesidir.

## Önümüzdeki Haftanın Gündemi

- Bu hafta yurtiçindeki en önemli gelişme, Cuma günü açıklanacak olan dış ticaret verileri iken, Pazartesi günü izlenecek olan kapasite kullanımı ve reel kesim güven endeksi de kritik olacak. Yurtdışında ise, özellikle daha yoğun bir veri gündemi olan ABD'de, konut verileri, 4. çeyrek GSYİH ilk verisi ve dayanıklı tüketim malı siparişleri takip edilecek.

### Türkiye'de Açıklanacak Veriler

| Önem   | Gösterge                       | Birim    | Açıklama Tarihi | Fortis Tahmin<br>(Konsensus) |
|--------|--------------------------------|----------|-----------------|------------------------------|
| Orta   | Kapasite Kullanımı, Şub.       | %        | 22 Şub., 16:30  | (68.7)                       |
| Orta   | Reel Kesim Güven Endeksi, Şub. | -        | 22 Şub., 16:30  | -                            |
| Yüksek | İthalat & İhracat, Ocak        | US\$ mln | 26 Şub., 10:00  | -                            |

### Yurtdışında Açıklanacak Veriler

| Önem   | Ülke    | Gösterge                            | Birim    | Açıklama Tarihi | Konsensus |
|--------|---------|-------------------------------------|----------|-----------------|-----------|
| Orta   | Almanya | İfo İş Ortamı Endeksi, Şub.         | -        | 23 Şub., 11:00  | 96.1      |
| Orta   | ABD     | Case Shiller Konut Fiyat End., Ara. | % aylık  | 23 Şub., 16:00  | 0.0       |
| Orta   | ABD     | Tüketici Güven Endeksi, Şub.        | -        | 23 Şub., 17:00  | 56.0      |
| Yüksek | ABD     | Yeni Konut Satışları, Ocak.         | mln      | 24 Şub., 17:00  | 0.36      |
| Yüksek | ABD     | Dayanıklı Tüketim Malı Sip., Ocak.  | % aylık  | 25 Şub., 15:30  | 1.5       |
| Orta   | ABD     | Çekirdek PCE, 4.Ç                   | % q/q    | 26 Şub., 15:30  | 1.4       |
| Yüksek | ABD     | GSYİH (ilk veri), 4.Ç               | % yıllık | 26 Şub., 15:30  | 5.5       |
| Orta   | ABD     | Chicago PMI End., Şub.              | -        | 26 Şub., 16:45  | 60.0      |
| Orta   | ABD     | Michigan Tüketici Güven End., Şub.  | -        | 26 Şub., 16:55  | 74.3      |
| Yüksek | ABD     | İkinci El Konut Satışları, Ocak.    | mln      | 26 Şub., 17:00  | 5.5       |

## Makro ve Finansal Gösterge Tahminleri

### Makro Ekonomik Görünüm 2008-2011

|                                   | 2009  | 2010t   | 2011t   | 2012t   |
|-----------------------------------|-------|---------|---------|---------|
| GSYİH (Mlr TL) (*)                | 969.4 | 1,090.1 | 1,193.8 | 1,297.4 |
| GSYİH (Mlr US\$) (*)              | 626.6 | 721.9   | 761.9   | 816.4   |
| GSYİH büyümesi (*)                | -5.7  | 5.0     | 4.0     | 4.0     |
| ÜFE ( yıllık %)                   | 5.9   | 5.0     | 4.0     | 4.0     |
| TÜFE ( yıllık %)                  | 6.5   | 7.3     | 5.5     | 5.0     |
| Dış Ticaret Dengesi (Mlr US\$)    | -38.6 | -65.0   | -64.4   | -67.7   |
| İhracat (FOB, Bavul hariç)        | 102.2 | 115.4   | 132.6   | 144.4   |
| İthalat (CIF, Altın dahil)        | 140.8 | 179.9   | 197.4   | 212.3   |
| Cari İşlemler Dengesi (Mlr US\$)  | -14.2 | -35.8   | -33.3   | -33.4   |
| Cari İşlemler Dengesi / GSYİH (%) | -2.3  | -5.0    | -4.3    | -4.0    |

(\*) 2009 değerleri tahminidir.

### Finansal Göstergelere İlişkin Tahminler

|                 | 19 Şub. | 1Ay    | 3Ay    | 6Ay    | 12Ay   | 2010   | 2011   |
|-----------------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| USD/TL          | 1.5120  | 1.5300 | 1.5400 | 1.5200 | 1.5300 | 1.5200 | 1.5600 |
| EUR/TL          | 2.0513  | 2.0500 | 2.0900 | 2.0800 | 2.1400 | 2.1300 | 2.1800 |
| Döviz Sepeti    | 3.5633  | 3.5800 | 3.6300 | 3.6000 | 3.6700 | 3.6500 | 3.7400 |
| EUR/USD         | 1.3567  | 1.3400 | 1.3600 | 1.3700 | 1.4000 | 1.4000 | 1.4000 |
| O/N             | 6.50%   | 6.50%  | 6.50%  | 6.50%  | 9.00%  | 8.00%  | 10.00% |
| Gösterge Tahvil | 8.90%   | 9.00%  | 10.00% | 10.50% | 11.20% | 11.00% | 12.00% |

|   |  |   |   |
|---|--|---|---|
| Fortis Bank S.A./N.V.<br>Montagne du Parc 3<br>B-1000 Brussels<br>Belçika<br>Tel: +32 2 565 11 11           | Fortis Bank Avusturya<br>Euro Plaza/D<br>Wienbergstrasse 41<br>1120 Vienna<br>Avusturya<br>Tel: +43 1 81 10 43 81 85 | Fortis Bank Çek Cumhuriyeti<br>Myslbek Building<br>Ovocny Trh 8<br>117 19 Prague 1<br>Çek Cumhuriyeti<br>Tel: +420 225 43 60 10 | Fortis Bank Danimarka<br>Gothersgade 49 3.<br>1123 Copenhagen<br>Danimarka<br>Tel: +45 32 71 19 09                        |
| Fortis Bank, Fransa<br>30, quai de Dion Bouton<br>F-92824 Puteaux Cedex<br>Fransa<br>Tel: +33 1 55 67 72 00 | Fortis Bank Almanya<br>Christophstrasse 33-37<br>50670 Cologne<br>Almanya<br>Tel: +49 221 161 13 30                  | Fortis Bank Yunanistan<br>Sygrou Ave 166<br>17671 Athens<br>Yunanistan<br>Tel: +30 21 09 54 43 70                               | Fortis Bank Hong Kong<br>27/F, Fortis Bank Tower<br>77-79 Gloucester Road<br>Hong Kong<br>Tel: +852 28 23 04 56           |
| Fortis Bank Macaristan<br>Deak Ferenc 15<br>1052 Budapest<br>Macaristan<br>Tel: +36 14 83 81 09             | Fortis Bank İtalya<br>Via Comaggia 10<br>I-20123 Milano<br>İtalya<br>Tel: +39 02 57 53 24 61                         | BGL<br>50, avenue J.F. Kennedy<br>L-2951 Luxemburg<br>Luxemburg<br>Tel: +352 42 421   | Fortis Bank Norveç<br>Haakon VII's gate 10<br>0161 Oslo<br>Norveç<br>Tel: +47 23 11 49 50                                 |
| Fortis Bank Polska S.A.<br>P.O. Box 15<br>02-676 Warszawa<br>Polonya<br>Tel: +48 22 566 90 00               | Fortis Bank Portekiz<br>Rua Alexandre Herculano 50-6 Andar<br>1250-011 Lisboa<br>Portekiz<br>Tel: +351 213 13 93 16  | Fortis Bank Singapur<br>63 Market Street #21-01<br>Singapur 048942<br>Tel: +65 65 38 03 90                                      | Fortis Bank İspanya<br>Serrano 73<br>28006 Madrid<br>İspanya<br>Tel: +34 91 436 56 00                                     |
| Fortis Bank Romanya<br>Tipografilor 11 -15<br>013714 Bucharest<br>Romanya<br>Tel: +40 21 401 17 02          | Fortis Bank İsveç<br>Birger Jarlsgatan 25<br>10396 Stockholm<br>İsveç<br>Tel: +46 8 505 375 59                       | Fortis Bank İsviçre<br>Rennweg 57<br>8021 Zurich<br>İsviçre<br>Tel: +41 58 322 09 70  | Fortis Bank Türkiye<br>Yıldız Posta Caddesi, No: 54,<br>Gayrettepe, 34353, İstanbul,<br>Türkiye<br>Tel: +90 212 318 38 38 |
| Fortis Bank İngiltere<br>5 Aldermanbury Square<br>EC2V 7HR London<br>İngiltere<br>Tel: +44 20 32 96 80 00   | Fortis Bank ABD<br>520 Madison Avenue, 3 <sup>rd</sup> Floor<br>New York, NY 10022<br>ABD<br>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.