

# Makroskop

14 - 20 Aralık 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

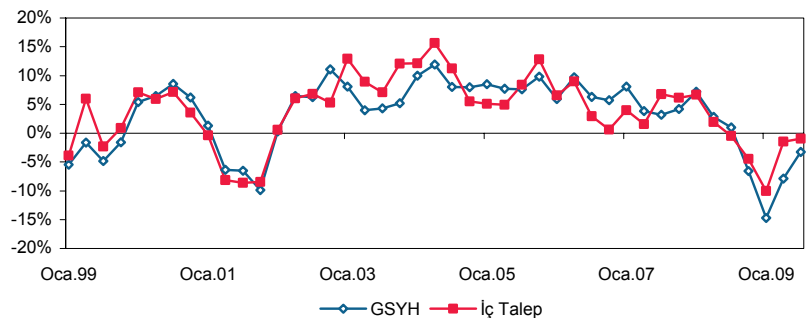
Email: arastirma@fortis.com.tr  
Tel: 0212 272 79 98  
Fax: 0212 275 44 05

### Dünden Sonra Yarından Önce...

Geride bıraktığımız haftanın yoğun veri ve açıklama gündemi, büyük ölçüde bu gerçekleştirmeler öncesi yayınlanan raporlarımızda çizdiğimiz tablo ile uyumlu sonuçlanarak, bizi takip edenler için bir süprize yol açmadı. Haftanın en önemli verilerinden Ekim ayı sanayi üretimi ve üçüncü çeyrek büyüme gerçekleşmesi, 2010 yılı TCMB Para ve Kur Politikası Çerçevesi ve Hazine Finansman Programı açıklamalarının beklediğimiz doğrultuda gerçekleştiğini izledik. Bunlara ilişkin ayrıntılı değerlendirmelerimizi de hafta içinde yayınlanan özel raporlarla aktardık. Ayrıca, yine hafta içinde aylık ekonomi raporumuzda, 2010 yılına girerken, önemli makro verilere ilişkin tahminlerimizde ince ayar olarak nitelendirebileceğimiz değişiklikler gerçekleştirdik. Tüm bu yayın bombardımanımızı, bu haftanın bülteninde toparlamak ve özetlemenin faydalı olacağını düşünüyoruz.

**Öncelikle, yukarıda saydığımız gelişmelerin uzun süredir korumakta olduğumuz senaryoda ve ekonomiyeye genel bakışımızda bir değişiklik getirmediğini belirtelim. Ekonomimizde kademeli ve yavaş toparlanmanın devam edeceğini düşünüyoruz.** Önceden uyardığımız gibi, IMF anlaşmasının bazı kurumların baz senaryosu olmasına son noktayı, Merkez Bankası ve Hazine'nin program varsayımlarının koyduğunu da izledik. Merkez Bankası, beklediğimiz gibi, API portföyü için gerçekleştirmek zorunda olduğu DİBS alımlarını itfası ile sınırlarken, bu alımları tahvil getiri eğrisini etkilememek için kademeli ve şeffaf bir şekilde yapacağını ve Hazine'nin finansmanı ile ilişkilendirilemeyeceğini açıkladı. Hazine ise, iç borç çevirme oranının bu yıldan farklı olmayacağını, yüksek borçlanmanın bankacılık sistemi üzerinden özel sektöre yönelebilecek kaynakları sınırlamaya devam edeceği mesajını vermiş oldu. **Bu bağlamda, TL likiditesi ve Hazine borçlanması açısından bütçe faiz dışı denge performansı kritik değişken olmaya devam etmektedir.** Veri gerçekleştirmelerine tekrar döndüğümüzde, bizim için sürpriz gelişmeler olmasa da, 2009 ve 2010 yılı tahminlerini gözden geçirmek için iyi bir fırsat oluşturduğunu söyleyebiliriz. Biz de bu fırsatı kullandık...

Türkiye Ekonomisinde Büyüme ve İç Talebin Seyri (\*)



(\*) Gayrisafi Yurtiçi Hasıla ve Özel Nihai Tüketimin Çeyrekler Bazında Gerçekleşmeleri.  
Kaynak: TÜİK, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

Ayrıntılara gelince, 2009 yılının üçüncü çeyreğinde GSYH % 3.3 daralma ile piyasanın ve bizim % 3.5 düşüş yönündeki tahminimize paraleldi. Önceki iki çeyreğe ait verilerde ise aşağı yönlü revizyonlar vardı. Mevsimsellikten ve takvim etkisinden arındırılan verilerde çeyreksele artışın devam ettiğini ancak önceki çeyreğe göre yavaşladığını gördük. Toplam rakamda bir sürpriz olmasa da, **imalat sanayi katma değerinin aynı çeyrekteki sanayi üretim verilerin yansıttığından çok daha sınırlı bir düşüşe işaret etmesi ise, bu iki veri arasındaki uyumsuzluk probleminin devam ettiğine ve yeni aşağı yönlü revizyonlar olabileceğine** işaret etti. Ancak, buradan gelen olumlu etki, inşaat sektöründeki % 18.1'lik daralma ve ulaştırma sektöründeki % 6.9'luk daralmanın beklediğimizden daha sert olması ile dengelenmiş görünmektedir.

#### Faaliyet Kollarına Göre GSYH

(% yıllık değişim)	2007	2008	2008.4Ç	2009.1Ç	2009.2Ç	2009.3Ç
Tarım	-7.0	3.9	3.3	-0.4	6.4	2.7
İmalat Sanayi	5.6	0.8	-10.8	-21.8	-11.2	-3.9
İnşaat	5.7	-8.2	-14.0	-18.9	-21.4	-18.1
Toptan ve Perakende Ticaret	5.7	-1.1	-15.9	-26.3	-15.4	-7.2
Ulaştır., Depol. ve Haberleş.	7.1	1.3	-7.4	-17.7	-12.2	-6.9
Mali kuruluşlar	9.8	9.1	9.4	10.8	7.5	7.8
Vergi - Sübvansiyon	5.9	-0.3	-10.1	-22.0	-7.0	-8.4
<b>GSYH</b>	<b>4.7</b>	<b>0.9</b>	<b>-6.5</b>	<b>-14.7</b>	<b>-7.9</b>	<b>-3.3</b>

**Harcamalar tarafında ise, özel tüketimin GSYH'ye yaptığı negatif katkının azalmaya devam ettiği ve 0.6 puanla sınırlı kaldığı izlenmiştir.** Buna karşın, özel sektör yatırımlarının negatif etkisi de azalmış ancak, milli hasılaya -3.5 puan etkisi olan bu kalem ekonomideki daralmanın en önemli sebebi olmaya devam etmiştir. Kamuda tüketim harcamalarındaki artışı yatırımdaki düşüş dengelemiş, buradan büyümeye lehte 0.1 puanlık sınırlı bir etki olmuştur. Son olarak da stok değişiminden 1.3 puan negatif etki gelirken, net ihracatın katkısı ise 2.0 puan olmuştur. Sonuç olarak, tahminimize paralel gelen 3. çeyrek verisinden sonra 4. çeyreğe yönelik olarak şu ana kadar gelen verilere bakıldığında, Ekim ayı sanayi üretimi verileri güçlü bir başlangıç yapıldığına işaret etmekte, Kasım ayı öncü göstergeleri de şimdilik toparlanma eğiliminin devam edeceği yönünde sinyal vermektedir. **Bu veriler sonrasında, 2009 için % 6.0 olan daralma tahminimizde ince bir ayara giderek % 5.7'ye revize ettik.**

#### Harcamalar Yöntemiyle GSYH

(% yıllık değişim)	2007	2008	2008.4Ç	2009.1Ç	2009.2Ç	2009.3Ç
Yerleşik Hanehalklarının Tüketimi	4.6	0.8	-5.3	-10.0	-1.5	-0.9
Devletin Nihai Tüketim Harcamaları	6.5	1.9	3.4	5.2	0.5	5.2
Gayri Safi Sabit Sermaye	5.4	-7.1	-17.7	-27.5	-24.3	-18.0
-Kamu	6.3	13.0	15.9	24.5	5.4	-10.6
-Özel	5.3	-10.0	-23.9	-33.5	-29.4	-19.4
Mal ve Hizmet İhracatı	7.3	2.3	-8.5	-11.2	-10.1	-4.6
Mal ve Hizmet İthalatı	10.7	-3.8	-23.7	-31.0	-20.4	-11.9
<b>GSYH</b>	<b>4.7</b>	<b>0.9</b>	<b>-6.5</b>	<b>-14.7</b>	<b>-7.9</b>	<b>-3.3</b>

**Öte yandan, bu veriler öncesi 2010 yılı tahminlerimize de ince ayar yapmıştık.** Aylık raporumuz Glokal Ekonomist'te ayrıntılarını bulabileceğiniz revizyonlar sonrası, zaten konsensüs üzeri olan 2010 yılı büyüme beklentimizi % 4'den % 5'e yükseltirken, bunu son iki yılda potansiyel büyüme hızımızın çok altında kalan büyümenin oluşturduğu lehte baz etkisine bağlamış ve bunu güçlü büyüme olarak görmediğimizi vurgulamıştık. Ek olarak da, **büyümenin hız kazanmasının önünde önemli engeller** olduğuna işaret etmiştik.

Bunları kısaca sıralarsak; **1) Bankacılık sektörü, ekonomik toparlanmaya aynı oranda destek veremeyebilir.** Zira, 2010 yılında da Hazine'nin iç borç çevirme oranı % 100 civarında kalacak gibi görünmektedir. **2) Baz senaryomuzda, önceden var olan IMF anlaşmasının olmayacağını ve bu doğrultuda kredi kullanılmayacağını varsaydık.** Bunun hem birinci maddeye olumsuz etkisi, hem de tüketici ve reel kesim güvenini olumsuz etkileme potansiyeli olacaktır. **3) İşsizlik oranındaki artışın 2010 yılında da devam ederek % 15.5 seviyesine çıkmasını beklemekteyiz.** Dolayısı ile, ne kredi talebinde belirgin bir artış, ne de bankaların kredi koşullarında belirgin bir gevşeme beklemek çok gerçekçi durmayacaktır. Bu durumda, yurtdışı borçlanma imkanlarının ne kadar açılacağına da bağlı olarak, kredi büyüme hızı ekonomiye ek bir ivme getirecek boyutlara çıkamayabilir. **Bu doğrultuda, 2011 ve sonrası yıllar için büyüme tahminimizi de % 5'den % 4'e indirdik.**

**Diğer önemli revizyonlar ise, 1) Petrol fiyatlarının ortalamada 75 dolar olacağı ve ılımlı da olsa sanayi üretiminde toparlanma yaşanacağı varsayımımız altında, cari açığı 35.7 mlr dolar seviyesinde (GSYH'ya oranla % 5.1) tahmin etmekteyiz.** Dış finansman açığı ise, şirketlerin ve bankaların dış borç çevirme oranları için sırasıyla % 110 ve % 130 varsayımlarıyla, 14 mlr dolar düzeyinde görünmektedir. **2) Merkezi Yönetim bütçesi,** 2009 yılına yönelik tahminlerden biraz daha iyi bir görünümle yılı kapatacak gibi durmakta ve bu doğrultuda da, program tanımlı **konsolide kamu sektörü faiz dışı açığının GSYH'ya oranının** 2009 yılında % 1.8 olduktan sonra **2010 yılında % 0.5'e gerilemesini** bekliyoruz. Böylece **AB tanımlı borç stokunun milli hasılaya oranının** 2010 yılında 1 puan daha artarak **% 47.9'a çıkmasını** bekliyoruz.

Sonuç olarak, 2010 yılında ekonomik görünüm, 2009 yılından daha iyi olsa da, kriz öncesi döneme özlem duyanları tatmin edecek boyutta olmayacaktır. Hem kriz öncesinde ekonomik reformların gecikmesi ile görece performansımızda düşüş, hem de bunu düzeltecek etkin bir politika çerçevesinin halen olmaması, bize özgü sıkıntıların 2010 yılına da sarkacağını düşündürmektedir. Bu da finansal piyasalar tarafında olmasa bile, ekonomik performans anlamında sıkıntı yaratmaya devam edecektir. Burada, Türkiye'nin kredi derecelendirme notunun yükselmesi, matematiksel olarak 2010 yılı büyümesinin yüksek çıkacak olması gibi iyimserlik rüzgarları estiren gelişmelerin ise temel görünümde ve beklentilerde etkisinin kalıcı olmayacağını düşünüyoruz.

## Önümüzdeki Haftanın Gündemi

▪ Bu hafta yurtiçindeki en önemli gelişme Perşembe günü açıklanacak olan PPK faiz kararı olarak görünüyor. Piyasa beklentisi 0 - 25 baz puan indirim aralığında değişmektedir. Yurtdışında ise bu hafta yoğun bir gündem var. ABD'de Fed'in faiz kararı, enflasyon, konut verileri ve öncü ekonomik aktivite göstergeleri önemli olurken, Euro Bölgesi'nde geçici PMI endeksleri ön planda olacak.

### Türkiye'de Açıklanacak Veriler

Önem	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Fortis Tahmin (Konsensus)
Yüksek	Merkezi Yönetim Bütçesi FDF, Kas.	TL mln	14 - 18 Ara.	-
Orta	İşsizlik Oranı, Eyl.	%	15 Ara., 10:00	-
Orta	TÜİK Tüketici Güven Endeksi, Kas.	-	16 Ara., 10:00	-
Yüksek	PPK Faiz Kararı	baz puan	17 Ara., 19:00	değ. yok (0-25)

### Yurtdışında Açıklanacak Veriler

Önem	Ülke	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus
Orta	Almanya	ZEW Endeksi, Ara.	-	15 Ara., 12:00	50.0
Orta	ABD	New York Fed İmalat San. End., Ara.	-	15 Ara., 15:30	24.0
Orta	ABD	Çekirdek ÜFE ve ÜFE, Kas.	% aylık	15 Ara., 15:30	0.2 & 0.8
Yüksek	ABD	Kapasite Kullanımı, Kas.	%	15 Ara., 16:15	71.1
Yüksek	ABD	Sanayi Üretimi, Kas.	% aylık	15 Ara., 16:15	0.4
Yüksek	Euro Bölgesi	İmalat Sanayi Geçici PMI End., Ara.	-	16 Ara., 11:00	52.5
Yüksek	Euro Bölgesi	Hizmet Sektörü Geçici PMI End., Ara.	-	16 Ara., 11:00	51.4
Yüksek	ABD	İnşaat İzinleri, Kas.	mln	16 Ara., 15:30	0.57
Yüksek	ABD	Çekirdek TÜFE & TÜFE, Kas.	% aylık	16 Ara., 15:30	0.2 & 0.4
Yüksek	ABD	Konut Başlangıçları, Kas.	mln	16 Ara., 15:30	0.56
Yüksek	ABD	Fed faiz kararı	baz puan	16 Ara., 21:15	değişim yok
Orta	ABD	Philadelphia Fed Endeksi, Ara.	-	17 Ara., 17:00	16.5
Orta	Almanya	İfo İş Ortamı Endeksi, Ara.	-	18 Ara., 11:00	94.1
Orta	Japonya	Merkez Bankası Faiz Kararı	%	18 Ara.	değişim yok

## Makro ve Finansal Gösterge Tahminleri

### Makro Ekonomik Görünüm 2008-2011

	2008	2009t	2010t	2011t
GSYİH (Milyar TL)	950.1	973.5	1,088.1	1,196.7
GSYİH (Milyar US\$)	734.9	628.0	702.0	727.9
GSYİH büyümesi	0.9	-6.0	5.0	4.0
ÜFE (yıllık %)	8.1	6.0	5.0	4.0
TÜFE (yıllık %)	10.1	5.9	6.5	5.5
Dış Ticaret Dengesi (Milyar US\$)	-69.8	-38.2	-64.8	-65.6
İhracat (FOB, Bavul hariç)	132.0	100.4	127.0	122.9
İthalat (CIF, Altın dahil)	201.7	138.6	191.8	188.5
Cari İşlemler Dengesi (Milyar US\$)	-41.8	-14.4	-35.7	-34.5
Cari İşlemler Dengesi / GSYİH (%)	-5.7	-2.3	-5.1	-4.7

### Finansal Göstergelere İlişkin Tahminler

	11 Aralık	1Ay	3Ay	6Ay	12Ay	2009	2010
USD/TL	1.4932	1.5000	1.5400	1.5700	1.5600	1.5000	1.5600
EUR/TL	2.1989	2.2050	2.2484	2.2687	2.2464	2.2100	2.2500
Döviz Sepeti	3.6921	3.7050	3.7884	3.8387	3.8064	3.7125	3.8100
EUR/USD	1.4726	1.4700	1.4600	1.4450	1.4400	1.4750	1.4400
O/N	6.50%	6.50%	6.50%	6.50%	8.00%	6.50%	8.00%
Gösterge Tahvil	9.10%	9.00%	9.00%	9.00%	10.50%	9.10%	10.50%

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.