

## Makroskop

8 - 14 Haziran 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

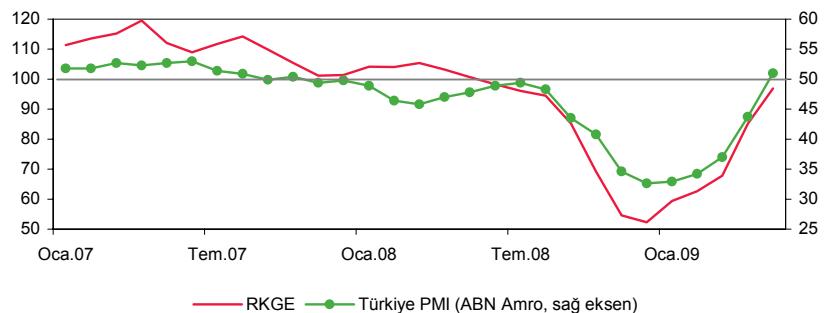
Nilüfer Sezgin (Yönetici Yrd.)  
Tel: 0212 318 37 90  
Email: nilufer.s@fortis.com.tr

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

## Kapasitem Yeter de Artar...

Ağırlıklı olarak güven endekslerinin oluşturduğu öncü göstergeler, farklı hızlarda olsa da, dünyanın her tarafında üretim ve hizmetler sektörlerinin toparlanma eğilimini, hem de Mart ayından itibaren güçlenerek koruduğunu göstermektedir. Güven endekslerine güvensizlik bir çok kesimde sürüyor olsa da, herhalde en karamsarlar bile artık "dibi görmedik" söyleminden "toparlanma yavaş olacak" söylemine geçebilmek için fırsat kolluyorlardır. Hatta öncü göstergelerin (PMI) bazı ülkelerdeki toparlanmayı görüntü olarak V tipi bir şekilde yansıtması, bir süre sonra "acaba gerçek dünyadan çok mu uzak kaldık" paniğine bile sokabilir. Belki birçoklarına şaşırtıcı gelecektir ama bu tür bir toparlanma imajı veren az sayıdaki ülkeler arasında Türkiye de bulunmaktadır. Dünya genelinde bu çalışmayı yapan Markit şirketinin verilerine göre, Çin ve Hindistan dışında sadece Türkiye'nin PMI endeksi genişleme ve daralma dönemlerini ayıran kritik 50 seviyesinin üzerine çıkmıştır. Daha çarpıcı olarak, bu endeksin Kasım 2007'den beri, yani daralma sürecine girmemizden önce, 50 seviyesinin altında seyrettiği de bilinmektedir. Benzer bir çalışma olan TCMB Reel Kesim Güven Endeksi de Mayıs'ta 96.9 ile kritik 100 seviyesine yaklaşarak bu görünümü teyid ettiğini de belirtelim. **Tüm bu gelişmelerin bu yılın ikinci yarısında küresel resesyondan çıkış, Türkiye ekonomisinin ise son çeyrekte yeniden büyüme eğilimine dönmesi senaryomuzu güçlendirdiği açıktır. Bu durum stok eritme süreçlerinde ekonomilerin en doğal reaksiyonu olarak karşımıza çıkmaktadır. Henüz belli olmayan ise, üretim ve istihdamda sert düşüşler ile oluşan atıl kapasitenin ne zaman elimine edilebileceği yani ekonomilerin potansiyel üretim seviyelerine geri dönüş zamanlamasıdır.** Dış talepte (ihracat) belirgin bir toparlanma görülmeden bu konuda ihtiyatlı olunmalı, büyümenin orta-uzun vadede en önemli itici gücü olan özel yatırımların, talebin seyrine ilişkin mevcut belirsizlik ve kapasite fazlası altında, uzunca bir süre zayıf kalabileceği unutulmamalıdır. **Kısacası, öncü göstergelerdeki V hareketinin ekonomide ancak U tipi toparlanma getirmesi öngörümüzü koruyoruz.**

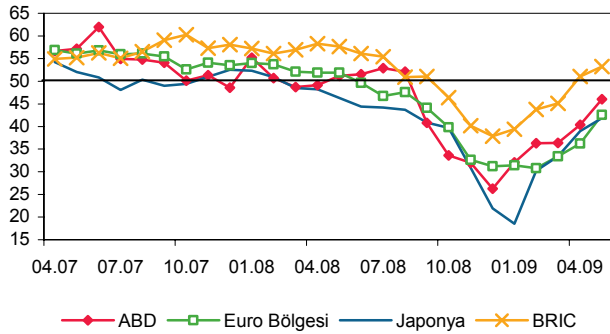
Reel Kesim Güven Endeksi ve Türkiye PMI



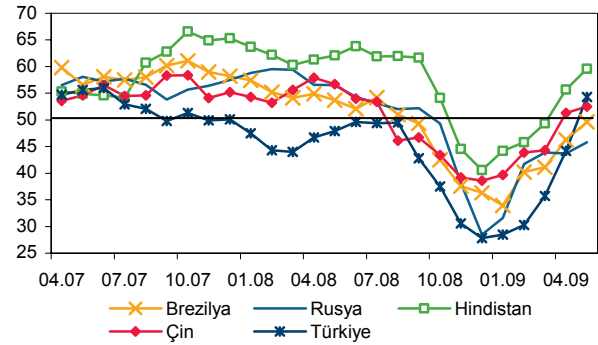
**Diğer taraftan, ekonomi yönetiminin kapsamlı bir orta-uzun vadeli program açıklamak veya bunun yerini alacak bir IMF anlaşmasına gitmek yerine, daha önce açıklanan tedbir paketlerine yenilerini eklemeye devam etmesinin, kısa vadede ekonomik aktivite açısından riskleri yukarı yönlü duruma (olumlu anlamda) getirdiğini de belirtmeliyiz.** Geçici vergi indirimlerinin uzatılması ve istihdama yönelik düşünülen yeni önlemler, zaten üretimden önce geçen yıl son çeyrekte dibe vurarak toparlanma eğilimine giren iç talebin daha da güçlenmesine yardımcı olacaktır. Ancak, hem geçici önlemlere sağlanan bu toparlanmanın kalıcı bir eğilime dönüşmesi zor görünürken, hem de kısa vadeli bu faydanın bozulan bütçe dengeleri kanalıyla orta-uzun vadeli büyüme görünümü üzerinde olumsuz yansımaları görülebilecektir. **Buradaki itirazımızın önlemlerin alınmasına değil, iyi önceliklendirilmemesine, bütüncül bir yaklaşımla uygulanmamasına ve ileride işler düzelince nasıl telafi edileceğinin yol haritasının çizilmemesine olduğunu, bir kere daha vurgulamalıyız.**

Söz konusu yeni önlemler önceki gün Başbakan Erdoğan tarafından kamuoyuna açıklanmış, ancak daha önceki tedbir paketlerinde olduğu gibi bütçeye maliyeti konusunda net bir bilgi verilmemiştir. **Bu maliye politikasında şeffaflık ve öngörülebilirlik açısından çok ciddi bir problemdir.** Ayrıca, vergi indirimlerinin uzatılması konusunda da, “devam kararı alınacak ve alınamayacak olanlar var” denilerek uzatma için açık kapı bırakılmıştır. KEP’te yer alan Krize Karşı Alınan Mali Önlemler ve Maliyeti başlıklı tablodan hareketle çeşitli sektörlerde uygulanan KDV+ÖTV indiriminin 3 ay daha uzatılması durumunda bütçeye maliyetini 1.9 mlr TL civarında hesaplamaktayız. Pakette yer aldığı belirtilen “geçici stajyer” ve kamuya mevsimlik işçi alımı tedbirlerinin toplam maliyeti ise basına göre 1.3 mlr TL, Başbakan’a göre ise 1 mlr TL civarındadır. Ayrıca, aynı pakette yer alan yeni teşvik sisteminin 1.5 yıllık maliyetinin 1.8 mlr TL olduğu belirtilmektedir. **Tüm bu imkanlar sonuna kadar kullanılırsa GSYH’ya oranla % 7.8’e ulaşmasını beklediğimiz bütçe açığını yaklaşık 0.5 puan daha artırması beklenebilir.**

Satınalma Yöneticisi Endeksi (PMI) – Üretim (G3 ve BRIC Ülkeleri)



Satınalma Yöneticisi Endeksi (PMI) – Üretim (BRIC Ülkelerive Türkiye)



Kaynak: JP Morgan, Markit, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

Yeni teşvik sistemini, büyümenin orta-uzun vadede en önemli itici gücü olarak gördüğümüz özel yatırımlar açısından faydalı bilsak da, talebin seyrine ilişkin mevcut belirsizlik ve kapasite fazlası altında, yatırımların uzunca bir süre zayıf kalabileceğine yukarıda dikkat çekmiştik. Buradaki bakışımızı iyi yansıttığını düşündüğümüz bir alıntıya (Asaf Savaş Akat, Vatan Gazetesi, 2 Haziran 2009) da yer vermek istiyoruz. “Yatırımı belirleyen faktörleri ikiye indirelim. Birine finansman olanağı ve maliyeti diyelim. Diğerini yatırımdan elde edilecek gelir akımı olsun. İlk görüş Türkiye’de hâlâ çok yaygındır. Ekonomide kredi bol ve ucuz ise özel firmaların yüksek düzeyde yatırım yapacakları kabul edilir. Yani özel yatırımları kısıtlayan finansman kaynaklarıdır. Finansman bulunduğu takdirde özel yatırım yapılır. Türkiye’nin ezeli ve ebedi tartışma konusu dış kaynak ihtiyacı bu anlayışın bir uzantısıdır. Buna göre iç tasarruflar varolan yatırım talebini karşılamaz. Dolayısı ile ekonomiye dış kaynak girmesi özel yatırımların yüksek seyretmesi için yeterlidir. **Keynes’in önerdiği mekanizma tam ters yöndedir. Firma önce yatırımla üreteceği ürünün satış olanaklarına bakar. Satış gelirlerini arz-talep dengesi belirler. Arz kısıtlı ama talep canlı ise yatırım**

**kârlıdır. Aksi halde kaynak olsa da yatırıma girişmez. Bu süreçte finansman bağımlı değişkendir. Yüksek yatırım talebi varsa mali sistem ona finansman yaratır. Dolayısı ile dış açıkta da nedensellik değişir. Yüksek yatırımın nedeni dış açık değildir; dış açığın nedeni yüksek yatırımdır. Bu mantıkta konjonktürün zayıf halkası özel yatırımlardır. Resesyonla birlikte talep yatırımları, yatırımlar talebi aşağı çeker. Tüketim toparlansa bile ekonomideki kapasite fazlası yatırım talebini baskı altında tutar. Oluşan kısır döngü hızlı büyümeyi engeller. Özetleyelim. Önümüzdeki dönemde Türkiye'nin en kritik sorunu özel yatırım talebinin canlandırılmasıdır."**

Sonuç olarak, öncü göstergelerde daha da belirginleşen V hareketinin ekonomide ancak U tipi toparlanma getirmesi öngörümüzü korumaya devam ediyoruz. Kapsamlı bir program yerine tedbir paketleri silsilesinin devamının tercih edilmesinin, kısa vadede iç talep kanalıyla büyümeye destek verdiğini düşünürken, yeni tedbirlerle artan bütçe faturasının orta-uzun vadeli büyümeye zarar vermesinden korkuyoruz. Ayrıca, GSYH'da % 70 ile en önemli payı iç tüketim alsada, yanına dış talep ve özel yatırımlar eklenmedikçe toparlanma eğiliminin yeterince güçlenemeyeceğini düşünüyoruz. Dünya genelinde ortaya çıkan kapasite fazlasının, bu unsurları baskı altında tutmaya devam etmesini bekliyoruz.

## Önümüzdeki Haftanın Gündemi

▪ Bu hafta yurtiçinde oldukça önemli açıklamalar izlenecek. Bir yandan büyüme görünümüne yönelik sinyaller, bir yandan da kamunun mali performansına ilişkin yeni rakamlar önemli olacak. Yurtdışında ise görece daha sakin bir gündem var. ABD'de perakende satışlar en kritik açıklama olarak görünüyor.

### Türkiye'de Açıklanacak Veriler

Önem	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Fortis Tahmin (Konsensus)
Yüksek	Sanayi Üretimi, Nis.	% yıllık	8 Haz., 10:00	-18.0 (-18.3)
Orta	Nakit Bazlı FDF, May.	TL mlr	8 Haz.	4,200
Yüksek	MB Beklenti Anketi, Haz. I	-	9 Haz.	-
Orta	CNBC-e Tüketim Endeksi, May.	-	10 Haz., 10:00	-
Orta	Kapasite Kullanımı, May.	%	10 Haz., 10:00	(68.8)
Yüksek	Cari Denge, Nis.	US\$ mln	10 Haz., 17:00	-1,200(-1,330)
Yüksek	Merkezi Yönetim Bütçesi FDF, May.	TL mln	10 - 12 Haz.	-

### Yurtdışında Açıklanacak Veriler

Önem	Ülke	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus
Orta	ABD	Dış Ticaret Dengesi, Nis.	US\$ mlr	10 Haz., 15:30	-29.0
Yüksek	ABD	Perakende Satışlar, May.	% aylık	11 Haz., 15:30	0.2
Zayıf	ABD	İhracat & İthalat Fiyatları, May.	%	12 Haz., 15:30	0.4 & 1.0
Orta	ABD	Michigan Tüketici Güven End., Haz.	-	12 Haz., 16:55	69.9

## Makro ve Finansal Gösterge Tahminleri

### Makro Ekonomik Görünüm 2007-2010

	2008	2009t	2010t	2011t
GSYİH (Mlr TL)	950.1	941.1	1,036.4	1,145.6
GSYİH (Mlr US\$)	734.9	595.7	638.5	690.0
GSYİH büyümesi	1.1	-5.0	4.0	5.0
ÜFE ( yıllık %)	8.1	4.0	5.0	4.0
TÜFE ( yıllık %)	10.1	5.5	6.5	5.5
Dış Ticaret Dengesi (Mn US\$)	-69.8	-37.9	-62.0	-67.8
İhracat (FOB, Bavul hariç)	132.0	93.4	98.7	106.4
İthalat (CIF, Altın dahil)	201.7	131.3	160.7	174.2
Cari İşlemler Dengesi (Mn US\$)	-41.6	-11.9	-33.1	-35.9
Cari İşlemler Dengesi / GSYİH (%)	-5.7	-2.0	-5.2	-5.2

### Finansal Göstergelere İlişkin Tahminler

	5 Haziran	1Ay	3Ay	6Ay	12Ay	2009	2010
USD/TL	1.5335	1.5800	1.5500	1.5500	1.6500	1.5500	1.6300
EUR/TL	2.1750	2.2100	2.1200	2.0500	2.1800	2.0200	2.1200
Döviz Sepeti	3.7085	3.7900	3.6700	3.6000	3.8300	3.5700	3.7500
EUR/USD	1.4183	1.4000	1.3700	1.3200	1.3200	1.3000	1.3000
O/N	9.25%	9.00%	9.00%	9.00%	11.00%	9.00%	12.50%
Gösterge Tahvil	12.90%	13.50%	13.50%	13.50%	15.00%	14.00%	14.00%

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.