

Makroskop

16 - 22 Haziran 2008

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

Bazen Hedefi Tutturmak Bile Yetmez...

Hazine'nin nakit bazlı bütçesi Mayıs ayında 9.5 mlr YTL faiz dışı fazla (FDF) vermiş, geçen yılın aynı ayının 2.2 mlr YTL üzerinde olan bu rakamın Maliye'nin açıklayacağı Merkezi Yönetim Bütçesi'ne (MYB) de olumlu yansiyebileceği beklentisi oluşmuştu. Ancak bu beklentilerin gerçekleşmediği ve MYB'de 5.0 mlr YTL FDF ile geçen yılın 6.6 mlr YTL'lik gerçekleşmesinin altında kaldığı izlenmiştir. Ayrıca, Ocak-Mayıs döneminde kümülatif FDF 17.5 mlr YTL ile geçen yılın 20.3 mlr YTL'lik performansının gerisinde kalmıştır. **Peki bütün bu gelişmeler, FDF hedeflerinin aşağı çekilmesi ve harcamaları artıracak bazı kararların alınmasından sonra bütçede beklenen bozulmanın hayata geçtiğini mi göstermektedir? Bizce, henüz değil...**

Olumsuz değerlendirmeler bir defaya mahsus gelirleri de (özelleştirme, kamu bankaları temettüleri v.b) içeren Maliye tanımlı verilere odaklanılmasından kaynaklanmaktadır. Oysa, bütçedeki temel eğilimi daha doğru yansıtan program tanımlı (IMF) veriler performansta bir kötüleşme olmadığını, önceki ayların dengesinin korunduğunu yansıtmaktadır. Fark büyük ölçüde, geçen yıl bütçeye yazılan bu tür gelirlerin (Telekom Satışı: 5.8 mlr YTL, TCMB Karı: 0.9 mlr YTL ve Kamu Bankaları Temettü: 1.5 mlr YTL) bu yıl Ziraat Bankası'ndan gelen 1.65 mlr YTL temettü geliriyle sınırlı kalmasından kaynaklanmıştır. Bu nedenle, bu tür kalemleri dışlayan **program tanımlı verilerin hem Mayıs'ta hem de ilk beş ayda geçen yılın üzerinde seyretmesi, nominal olarak daha iyi performansa, GSYH'ya oranla ise hedefle uyumlu bir performansa işaret etmektedir.**

Merkezi Yönetim Bütçe Gerçekleşmeleri

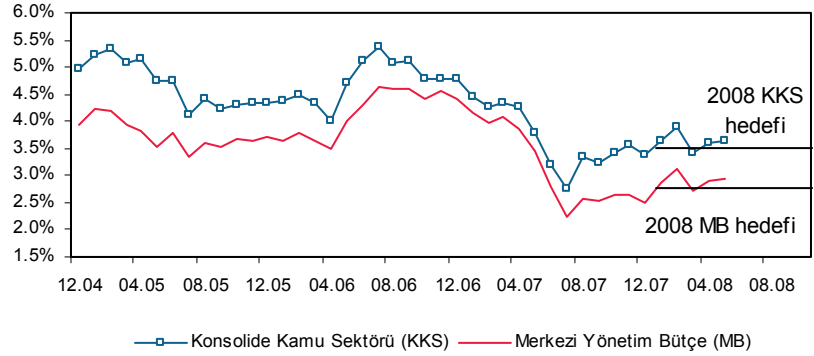
(Mln YTL)	2007	2008	2007 Gerçekleşme	2008 % Hedef	% oran	% oran
	Oca.-May.	Oca.-May.				
Harcamalar	83,493	86,023	203,501	222,553	41.0	38.7
Faiz Dışı Harcama	59,828	66,425	154,769	166,553	38.7	39.9
Personel Giderleri	18,388	20,522	43,555	48,672	42.2	42.2
Sos. Güv. Kur. Devlet Primi	2,291	2,568	5,801	6,405	39.5	40.1
Mal ve Hizmet Alımları	7,021	7,426	22,154	22,905	31.7	32.4
Cari Transferler	26,351	30,289	63,249	69,207	41.7	43.8
Sermaye Giderleri	3,193	2,960	12,915	11,775	24.7	25.1
Sermaye Transferleri	1,237	796	3,543	2,084	34.9	38.2
Borç Verme	1,346	1,864	3,552	3,934	37.9	47.4
Yedek Ödenekler	0.0	0.0	0.0	1,571	-	0.0
Faiz Harcamaları	23,665	19,598	48,732	56,000	48.6	35.0
Gelirler	80,150	83,962	189,617	204,556	42.3	41.0
Vergi Gelirleri	59,224	70,060	152,832	171,206	38.8	40.9
Vergi Dışı Gelirler	20,926	13,902	36,786	33,350	56.9	41.7
Bütçe Dengesi	-3,344	-2,060	-13,883	-17,997	24.1	11.4
Faiz Dışı Denge	20,321	17,538	34,848	38,003	58.3	46.1

Kaynak: Maliye

Program tanımlı merkezi yönetim FDF'si 14.5 mlr YTL ile geçen yılın aynı dönemindeki 10.1 mlr YTL'yi aşmış, 2006 aynı dönemindeki 15.8 mlr YTL'lik

performansın ise hafif gerisinde kalmıştır. Hazine Müsteşarlığı'nın en son Şubat ayı için yayınladığı Konsolide Kamu Sektörü (KKS) gerçekleştirmelerini ve Mart ayı için KİT'ler hariç yayınladığı rakamları kullanarak, diğer aylar için ise önceki yıla benzer performanslar varsayarak 12 aylık KKS FDF'sinin Mayıs itibarıyla % 3.6'da kaldığını hesaplıyoruz. Bu ise, 2008 yılının % 3.5 düzeyindeki hedefiyle uyumlu bir performansı göstermektedir. **Ancak, son aylarda bütçe harcamalarını artıracak veya gelirleri azaltacak (mahalli idarelere vergi gelirlerinden daha fazla pay) bazı kararların alınması sonrasında, önümüzdeki aylarda buradan gelecek etkilerin de gözlenmesiyle, hedefin eşişindeki gidişin üzerindeki riskler belirgin olarak artabilecektir.**

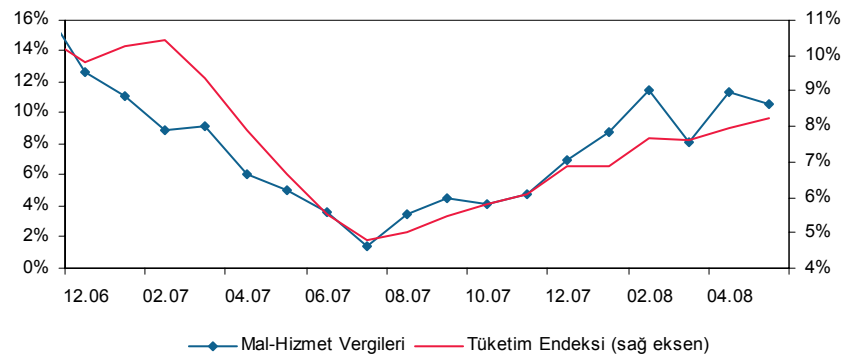
Program Tanımlı Faiz Dışı Denge (Revize GSYİH'ya oranla)



Kaynak: Maliye, Fortis Araştırma

Bütçe üzerindeki bir diğer risk ise, iç talep artışındaki yavaşlamanın vergi gelirleri üzerinde yaratabileceği baskıdır. Tüketim harcamalarının hız kesmesi durumunda dahilide alınan mal-hizmet vergilerinde öngörülen hedeflere ulaşmak zorlaşacaktır. Genel seçimler sonrasında iç talepte görülen toparlanma CNBC-e tarafından yayınlanan Tüketim Endeksi'nden de izlenmiş, buradaki yıllık artışlar % 12 civarına oturmuştu. Bu ise, mal-hizmet vergilerini (KDV ve ÖTV) artırarak seçim sonrasında bütçe performansının bir miktar toparlanmasına yardımcı olmuştu. Ancak, Tüketim Endeksinin Mayıs ayında yıllık artış hızı ilk çeyrek ortalaması ve Nisan değeri olan % 11 civarından % 6'ya gerilemiştir. Mevsimsellikten arındırılmış seride aylık bazda % 1.2'lik gerileme olması da bu yavaşlamayı desteklemiştir. Tüketici güvenindeki zayıf performansın daha yavaş da olsa tüketim harcamalarına yansıdığı görülmektedir. Bu durumun önümüzdeki dönemde de devam etmesi, aşağıdaki grafikte verdiğimiz yakın ilişki dikkate alındığında, dolaylı vergilere bağlı bir yapı için ciddi bir risk olarak karşımıza çıkmaktadır.

Tüketim Endeksi ve Dahilde Alınan Mal-Hizmet Vergileri (*) (Yıllık Değişim)



(*) Vergilerin ve Tüketim Endeksi'nin son 12 aylık kümülatif değerlerinin yıllık değişimi.

Kaynak: Maliye, CNBC-e, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

Ekonomik aktivitenin henüz belirgin olarak yavaşlamamasının ve ihracatın güçlü artışını korumasının, ithalatın yüksek seyretmeye devam etmesini getirerek bütçe

gelirleri açısından bir başka faydası, ithalden alınan KDV gelirini artırması olmuştur. Mayıs ayında ithalden alınan KDV, önceki yılın aynı ayına göre % 26 artışla 2.9 milyar YTL'ye ulaşarak tarihteki en yüksek seviyesini görmüş, toplam aylık vergi gelirlerinin % 17 gibi önemli bir kısmını tek başına oluşturmuştur. Dış ve/veya iç talep kaynaklı bir ekonomik aktivite yavaşlamasının bir diğer olumsuz yansıması da bu gelirler üzerinden izlenecektir. Ancak petrol fiyatlarının yüksekliğini koruması ve toplam ithalat içindeki payının % 25'e yaklaşması buradaki düşüşü yumuşatacaktır.

Öte yandan, henüz harcama artıcı kararların etkisi görülmeden de, faiz dışı harcamaların Ocak-Mayıs döneminde geçen yıla göre daha olumsuz bir seyir izlediği tespit edilebilmektedir. 2007'de ilk beş ayda faiz dışı harcamalar ödeneğinin % 38.7'si kullanılmışken, bu yıl kullanım 1.2 puan artışla % 39.9'ya yükselmiştir. Bozulma daha çok mal ve hizmet alımları ile cari transferler kalemlerinde gözlenmektedir.

Sonuç olarak, piyasadaki algılamının aksine faiz dışı fazla performansının 2008 yılı hedefleriyle uyumunu koruduğunu görmekteyiz. Ama bu tespit mevcut seyrin korunacağı anlamına da gelmemelidir. Gerek harcamaları artırıcı yönde alınan kararlar gerekse iç ve dış talep üzerinde artan risklerin vergi gelirlerine olumsuz yansımaları, hedeften belirgin boyutta sapma olasılığını yüksek tutmaktadır. Ayrıca, bütçedeki gelir performansı ve FDF'nin % 3.5 hedefiyle uyumlu olmasının mali performans açısından tek başına yeterli bir gösterge olmadığını ve faiz dışı harcamaları kontrol altında tutmanın gerekliliğinin sürdüğünü, düşünmeye devam ediyoruz.

Önümüzdeki Haftanın Gündemi

- Bu hafta Merkez Bankası'nın faiz kararı kritik olacak. Bizim 50 baz puan artırım beklentimiz piyasa beklentisi ile uyumludur. Ancak, son günlerde fonlama ile arasındaki fark 400 puanı aşan piyasa faizleri, bankanın tonunu sertleştirme riskini artırıyor. Ayrıca, Cuma günü Merkez Bankası'nın Haziran ayının ikinci dönemi için açıklayacağı beklenti anketinde enflasyon tahminlerinin görünümü de daha uzun vadede faiz gelişmeleri açısından önem taşıyor.
- Yurtdışında ise ABD'de konut verileri ve Philly Fed endeksi gibi ekonomik aktivite göstergeleri ile ÜFE piyasada etkili olabilir. Ancak, bunlardan belki de daha çok dikkatler haftanın ilk üç gününde açıklanacak olan sırasıyla, Lehman Brothers, Goldman Sachs ve Morgan Stanley'nin 2. çeyrek bilançolarında olacak.

Türkiye'de Açıklanacak Veriler

Önem	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Fortis Tahmin	Konsensus
Yüksek	PPK Faiz Kararı, Haz.	%	16 Haz., 19:00	16.25	16.25
Zayıf	İşsizlik Oranı, Mart	%	16 Haz., 10:00	-	-
Orta	Tüketici Güven Endeksi, May.	-	16 Haz., 10:00	-	-
Yüksek	MB Beklenti Anketi, Haz. II	-	20 Haz.	-	-
Zayıf	Mer. Yön. Borç Stoku, May.	Mn YTL	20 Haz., 17:30	-	-

Yurtdışında Açıklanacak Veriler

Önem	Ülke	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus
Zayıf	ABD	Uzun Vadeli Net Sermaye Girişi , Nis.	Mlr dolar	16 Haz., 16:00	-
Orta	Almanya	ZEW Endeksi, Haz.	-	17 Haz., 12:00	-37.0
Yüksek	ABD	İnşaat İzinleri, May.	Mln	17 Haz., 15:30	0.96
Yüksek	ABD	Konut Başlangıçları, May.	Mln	17 Haz., 15:30	0.98
Yüksek	ABD	Çekirdek ÜFE ve ÜFE, May.	% aylık	17 Haz., 15:30	0.3 & 0.8
Orta	ABD	Kapasite Kullanımı, May.	%	17 Haz., 16:15	79.7
Orta	ABD	Sanayi Üretimi, May.	% aylık	17 Haz., 16:15	0.1
Orta	ABD	Philadelphia Fed Endeksi, Haz.	-	19 Haz., 17:00	-12.0

Makro ve Finansal Gösterge Tahminleri

Makro Ekonomik Görünüm 2007-2010

	2007	2008t	2009t	2010t
GSYİH (Mlr YTL)	856.4	953.1	1,056.8	1,154.0
GSYİH (Mlr US\$)	658.8	756.4	812.9	880.9
GSYİH büyümesi	4.5%	4.5%	5.0%	5.0%
ÜFE (yıllık %)	5.9	13.0	5.0	5.0
TÜFE (yıllık %)	8.4	11.0	8.2	7.3
Dış Ticaret Dengesi (Mlr US\$)	-62.8	-72.8	-83.6	-91.5
İhracat (FOB, Bavul hariç)	107.2	136.4	152.6	170.3
İthalat (CIF, Altın dahil)	170.1	209.2	236.2	257.5
Cari İşlemler Dengesi (Mlr US\$)	-37.6	-44.0	-48.3	-49.3
Cari İşlemler Dengesi / GSYİH (%)	-5.7	-5.8	-5.9	-5.6

Finansal Göstergelere İlişkin Tahminler

	13 Haziran	1Ay	3Ay	6Ay	12Ay	2008	2009
USD/YTL	1.2505	1.2500	1.2700	1.2950	1.3054	1.2950	1.3100
EUR/YTL	1.9290	1.9440	1.9560	1.9425	1.8800	1.9430	1.8400
Döviz Sepeti	3.1795	3.1940	3.2260	3.2375	3.1854	3.2380	3.1500
EUR/USD	1.5426	1.5552	1.5402	1.5000	1.4402	1.5004	1.4046
O/N	15.75%	16.75%	17.50%	17.50%	17.50%	17.50%	16.75%
Gösterge Tahvil	21.80%	21.50%	21.00%	20.00%	19.50%	20.00%	19.50%

Fortis Bank S.A./N.V. Montagne du Parc 3 B-1000 Brussels Belçika Tel: +32 2 565 11 11	Fortis Bank Hollanda N.V. Rokin 55 P.O. Box 243 1000 AE Amsterdam Hollanda Tel: +31 20 527 91 11	Fortis Bank Lüksemburg 50, avenue J.F. Kennedy L-2951 Luxembourg Lüksemburg Tel: +352 42 421	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 Hong Kong 27/F, Fortis Bank Tower 77-79 Gloucester Road Hong Kong Tel: +852 28 23 04 56	Fortis Bank İtalya Via Cornaggia 10 I-20123 Milano İtalya Tel: +39 02 57 53 24 61	Fortis Bank Norveç Haakon VII's gate 10 0161 Oslo Norveç Tel: +47 23 11 49 50
Fortis Bank Polonya 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	Beta Capital S.V., S.A. Serrano 73 28006 Madrid İspanya Tel: +34 91 436 56 00
Fortis Bank Türkiye Yıldız Posta Caddesi No: 54 Gayrettepe 34353 İstanbul Türkiye Tel: +90 212 274 42 80	Fortis Bank UK Camomile Court 23 Camomile Street London EC3A 7PP İngiltere Tel: +44 207 247 80 00	Fortis Bank ABD 520 Madison Avenue, 3 rd Floor New York, NY 10022 ABD Tel: +1 212 418 87 00	Fortis Securities LLC 520 Madison Avenue, 3 rd Floor New York, NY 10022 ABD Tel: +1 212 418 87 14

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 çalışana 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.