

Makroskop

1 - 7 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

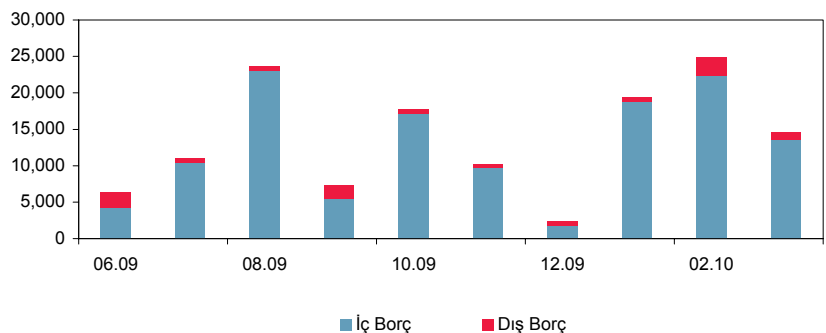
Nilüfer Sezgin (Yönetici Yrd.)
Tel: 0212 318 37 90
Email: nilufer.s@fortis.com.tr

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

Parça Parça Paramparça...

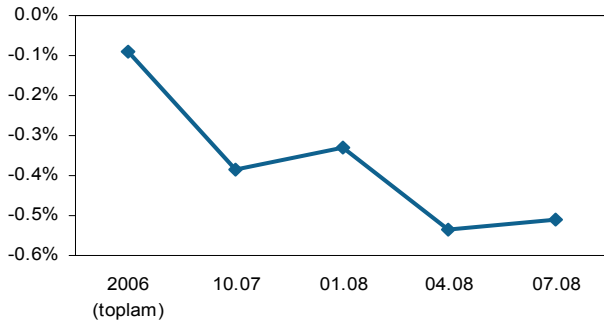
Türkiye'nin IMF ile yeni bir program üzerinde anlaşması geciktikçe bütçe ve borç stoku üzerindeki risklerin artmakta olduğunu uzun süredir vurgulamaktayız. Bu bağlamda, geçtiğimiz hafta içinde basında yer aldığı kadarı ile Ekonomik Koordinasyon'dan sorumlu Başbakan Yardımcısı Ali Babacan'ın IMF anlaşması ile ilgili olarak görüştüğü ekonomistlere, "Üzerinde çalışıyoruz. Hükümette görüş birliği sağlanmadan IMF heyeti ile görüşmenin bir anlamı yok" demesi bu yöndeki algılamayı güçlendirecek bir gelişme olmuşa benziyor. Sık sık belirttiğimiz gibi, başlangıçta mutabakat sağlanan çerçeve, zaman geçtikçe ve koşullar değiştikçe geçerli olmaktan çıkıyor ve bu esnada da alınan yeni mali tedbirlerle her şeyin yeni baştan müzakere edilmesini gerekli kılıyor. Nitekim bu kapsamda geçen haftanın bazı gelişmeleri oldukça çarpıcıydı. **Bunlardan ilki, doğrudan bütçe açığını artıracak ve belediyeleri finansman açısından rahatlatacak olan yeni düzenlemeydi.** Buna göre, belediyelerin genel bütçe vergi gelirleri üzerinden ayrılan paylarından vergi ve sosyal güvenlik primi gibi borçlarına karşılık Mayıs, Haziran, Temmuz ve Ağustos aylarında kesinti yapılmaması kararı alındı. Daha önce 2007 ve 2008'de de kısa dönemli tekrarlanan bu düzenlemenin bütçe açığını 1.2 mlr TL civarında artırması bekleniyor. Bu yılın başında belediyelere ayrılan gelir payının artırılması bile IMF ile problem alanlarından birini oluştururken bir de belediye harcamalarını artıracak bu yeni düzenlemenin yapılması işleri daha da karıştıracak gibi görünüyor. **İkinci düzenleme ise, doğrudan bütçe açığı üzerinde olmasa da borç dinamikleri açısından olumsuz yansımaları olması beklenen yeni özel tertip Devlet İç Borçlanma Senedi (DİBS) ihracı kararıydı.** Kredi Garanti Fonu'na (KGF) 1 milyar TL kaynak aktarmak için oluşturulan tasarıya verilen önerge ile TMO'ya 2.57 milyar TL kaynak aktarımını sağlayan düzenleme eklendi. Tasarı ile TMO Genel Müdürlüğü 2009 yılı finansman açığının karşılanması için Hazine Müsteşarlığı'nca ikrazen özel tertip devlet iç borçlanma senedi ihraç edebilecek.

Hazine'nin Nisan Sonu İtibari ile Kesinleşmiş Toplam Finansman İhtiyacı (Milyon TL)

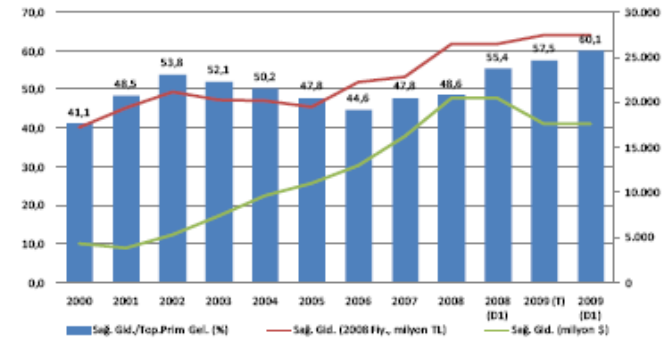


Bilindiği gibi, bu tip tahvil ihraçları nakit-dışı ihraçlar olarak nitelendiriliyor ve Hazine'nin nakit bazlı bütçe dengesi veya Maliye'nin bütçe dengesi üzerinde bir etkisi olmazken, buna karşılık iç borç stokunun yükselmesini getiriyor. Bu enstrümanlar 2001 krizi sonrasında bankacılık sektörünün yeniden yapılandırılması sırasında yoğun olarak kullanılmış ve kamu bankaları ile TCMB'ye yüklü boyutlarda verilmişti. Bu ihraçlar kamu bankalarına kriz öncesi oluşan görev zararlarına istinaden verilirken, TCMB'ye de verilmesi gereği Bankanın diğer bankalardan nakit karşılığı tahvil alımı yapması (sermaye enjeksiyonu) nedeniyle oluşmuştu. Eski verilere yeniden baktığımızda, 2001 sonunda nakit-dışı borç stokunun 49.5 mlr TL'ye ulaştığını böylece iç borç stokunu yeni milli gelir serisine oranla % 79'a fırlattığını ve borç sürdürülebilirliği endişelerini körüklediğini hatırladık. Bugün ise söz konusu nakit-dışı stok Nisan sonunda 25.9 mlr TL'ye kadar gerilemiş ancak önemli bir kısmı halen tasfiye edilemediğinden bu dönemde borç stokunun oransal olarak daha belirgin gerilemesine engel olmuştur. **TMO ihraçları eğer diğer kurumlara da yaygınlaşırsa ne yazık ki bize o günleri daha fazla hatırlatmaya başlayacaktır.** İç borç stoku verilerinin ayrıntılarına baktığımızda, bu son ihraç öncesinde de, TMO'ya "görev zararı" ve "sermaye" için 4.3.2009 tarihinde 1 yıl vadeli yaklaşık 1 mlr TL'lik senet ihracı gerçekleştirildiği; ancak aynı ay içinde söz konusu senedin tamamının erken itfa edilerek TMO'ya nakit olarak aktarıldığı izlenmektedir. **Yukarıda bahsettiğimiz iki düzenlemenin farklı etkilerini tespit etmiş olsak da, nihayetinde bu doğrultuda alınan kararların, hele ki yukarıdaki örnekteki gibi nakit-dışı riskler nakde dönüşürse, Hazine'nin daha fazla borçlanması olarak sonlanacağı, açıktır.**

Yerel Yönetimlerde Faiz Dışı Denge (Son 4Ç top., GSYH'ya Oranla) (*)



Sosyal Güvenlik Kurumları Sağlık Giderlerinin Prim Gelirlerine Oranı



(*) Yerel yönetimlerin bütçe performansına ilişkin en son veri 2008 Eylül itibarı ile Maliye Bakanlığı tarafından yayınlanmıştır.

Kaynak: Maliye, TEPAV, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

Bütçe performansındaki kötüleşmede son dönemde etkili olan ve önümüzdeki dönemde de etkili olması beklenen diğer bir önemli unsur ise, sosyal güvenlik kurumlarına (SGK) yapılan transferlerde gözlenen hızlı artıştır. SGK dengeleri, bir yandan bir türlü kontrol altına alınamayan sağlık giderlerindeki artış bir yandan da ekonomik aktivitedeki zayıflamaya bağlı olarak gözlenen istihdam kaybı ve bu doğrultuda prim tahsilatındaki yavaşlamanın olumsuz etkileri altındadır. Ayrıca 2008 yılı Ekim ayından itibaren uygulanmaya başlanan sosyal güvenlik primi işveren hissesinin 5 puanlık kısmının Hazine tarafından ödenmesi de SGK'ya Merkezi Yönetim Bütçesi'nden daha fazla transfer yapılmasını getirmiştir. **Konjonktürel etkiler bir yana, mali sürdürülebilirlik açısından sağlık giderlerinin prim gelirlerine olan oranının gelişimine bakıldığında da, kötüleşme eğilimi gözlenmektedir.** TEPAV'ın Mali İzleme bültenine göre, söz konusu oran Şubat sonunda % 60 ile tarihi en yüksek seviyesinde bulunmaktadır. TEPAV'ın analizine göre, ilk çeyrekte faiz dışı harcamalarda yaşanan % 27.8 oranındaki artışın % 40'ı SGK finansman ihtiyacından kaynaklanmıştır. Bu nedenle de, Mart ayı sonunda merkezi yönetim bütçesinde yapılan toplam harcamaların yaklaşık % 70'i, faiz dışı harcamaların ise yaklaşık % 60'ı bütçe dışı kurum ve kişilere yapılan transferlerden oluşmaktadır. Başka bir ifade ile, bütçe daha çok bütçe dışı kurumların açıklarını ve/veya harcamalarını finanse eden bir nitelik kazanmaya başlamıştır.

Sonuç olarak, kısa vadede IMF ile bir anlaşmaya gidilmesini getirecek bir konsensüs ve iradenin yokluğunda bu konuda belirsizliğin sürmesi beklenirken, gecikmenin hızla değişen ekonomik koşullar ve alınan yeni tedbirler nedeniyle her seferinde müzakereleri en başa döndürmesi önemli bir zaman kaybına yol açmaktadır. Bu esnada, beklediğimiz gibi, bütçe açığını daha da artıracak kararlar gelmeye devam eder ve bunlar IMF'ye daha önce sunulan mali çerçeve ve tedbir paketi üzerinde uzlaşılmasını zorlaştırırken, bunlara bütçe açığını artırmayan ama borç stokunu olumsuz etkileyen düzenlemeler de eklenmektedir. Ayrıca, son dönemde yapısal reformlardaki yavaşlama nedeniyle bir türlü çözülemeyen sosyal güvenlik açığı gibi konular konjonktürün zorladığı bütçede yapısal zayıflıktan kaynaklanan baskıların da iyice belirginleşmesini getirmektedir.

Önümüzdeki Haftanın Gündemi

- Bu hafta yurtiçinde enflasyon önemli olurken, yurtdışında ise ABD'de tarım dışı istihdam ve öncü ISM endeksleri kritik olacak. Euro Bölgesi'nde de PMI endeksleri ve GSYH açıklanacak. Ayrıca Avrupa'da yapılacak olan para politikası toplantıları da haftanın önemli gelişmeleri arasında.

Türkiye'de Açıklanacak Veriler

Önem	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Fortis Tahmin (Konsensus)
Orta	TİM İhracat, May.	US\$ mln	1 Haz.	7,000
Orta	CNBC-e Tüketici Güven Endeksi, May.	-	1 Haz., 9:00	-
Yüksek	İTO Fiyat Endeksi, May.	% aylık	1 Haz., 12:00	0.3
Yüksek	TÜFE & ÜFE, May.	% aylık	3 Haz., 17:00	0.40 & 1.50 (0.45 & 0.61)

Yurtdışında Açıklanacak Veriler

Önem	Ülke	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus
Yüksek	Euro Bölgesi	İmalat Sanayi PMI Endeksi, May.	-	1 Haz., 10:58	40.5
Orta	ABD	Çekirdek PCE, Nis.	% aylık	1 Haz., 15:30	0.2
Yüksek	ABD	İmalat Sanayi ISM Endeksi, May.	-	1 Haz., 17:00	42.0
Orta	ABD	Bekleyen Konut Satışları, Nis.	% aylık	2 Haz., 17:00	0.7
Yüksek	Euro Bölgesi	Hizmet Sektörü PMI Endeksi, May.	-	3 Haz., 10:58	44.7
Yüksek	Euro Bölgesi	GSYİH (1. revizyon), 1Ç	% çeyrek	3 Haz., 12:00	-
Orta	ABD	ADP İstihdam Raporu, May.	bin	3 Haz., 15:15	-550
Yüksek	ABD	Hizmet Sektörü ISM Endeksi, May.	-	3 Haz., 17:00	45.0
Orta	İngiltere	Merkez Bankası faiz kararı	baz puan	4 Haz., 14:00	değ. yok
Yüksek	Euro Bölgesi	Merkez Bankası faiz kararı	baz puan	4 Haz., 14:45	değ. yok
Zayıf	ABD	İşgücü Maliyeti & Verimlilik, 1Q	% çeyrek	4 Haz., 15:30	3.1 & 1.0
Yüksek	ABD	Tarım Dışı İstihdam, May.	bin	5 Haz., 15:30	-520
Yüksek	ABD	İşsizlik Oranı, May.	%	5 Haz., 15:30	9.2

Makro ve Finansal Gösterge Tahminleri

Makro Ekonomik Görünüm 2007-2010

	2008	2009t	2010t	2011t
GSYİH (Milyar TL)	950.1	941.1	1,036.4	1,145.6
GSYİH (Milyar US\$)	734.9	595.7	638.5	690.0
GSYİH büyümesi	1.1	-5.0	4.0	5.0
ÜFE (yıllık %)	8.1	6.0	5.0	4.0
TÜFE (yıllık %)	10.1	5.5	6.5	5.5
Dış Ticaret Dengesi (Milyar 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 (Milyar US\$)	-41.7	-11.9	-33.1	-35.9
Cari İşlemler Dengesi / GSYİH (%)	-5.7	-2.0	-5.2	-5.2

Finansal Göstergelere İlişkin Tahminler

	29 Mayıs	1Ay	3Ay	6Ay	12Ay	2009	2010
USD/TL	1.5623	1.6000	1.5500	1.5500	1.6500	1.5500	1.6300
EUR/TL	2.1655	2.2400	2.1200	2.0500	2.1800	2.0200	2.1200
Döviz Sepeti	3.7278	3.8400	3.6700	3.6000	3.8300	3.5700	3.7500
EUR/USD	1.3861	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	12.40%	12.50%	12.00%	12.00%	15.00%	12.00%	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 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.