

## Makroskop

19 - 25 Ekim 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

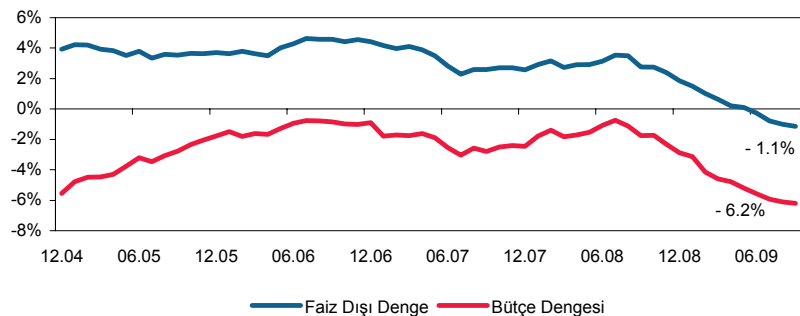
Nilüfer Sezgin (Yönetici Yrd.)  
Tel: 0212 318 37 90  
Email: nilufer.s@fortis.com.tr

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

## Yıl 2010, Bu Ne İlk Ne de Son...

Bilindiği gibi, 17 Ekim Cumartesi gününe kadar 2010 yılı bütçesinin TBMM'ye sunulması anayasal bir zorunluluk. Son yıllarda üç yıllık bütçe projeksiyonlarını içeren Orta Vadeli Mali Plan'ın önceden açıklanması nedeniyle eski heyecanı yaratmıyor ama bu yıl söz konusu planları IMF'ye sunan ekonomi yönetiminin, IMF teknik heyetinin programla ilgili görüşlerini bu tarihe kadar beklediği yönündeki haberler bir bekleyiş de yaratmış olabilir. Ancak bütçe süreçlerini iyi bilenler büyüklükler üzerindeki değişiklik için son tarihin bu olmadığını, Plan ve Bütçe Komisyonu'nda da bütçe tasarısı üzerindeki görüşmeler sırasında istenen değişikliklerin yapılabileceğinin herhalde farkındadırlar. Mesela geçen yıl görüşmeler 23 Ekim'de başlamış ve yaklaşık bir ay kadar sürmüştü. **Dolayısı ile, 17 Ekim'e kadar IMF ile anlaşma konusunda bir gelişme olmasa bile, taraflar aksi yönde net bir açıklama yapmadıkça, bu konudaki beklenti sonraki günlerde ayakta tutulmaya çalışılabilir.** Bu tespitleri yaptıktan sonra, hafta içinde açıklanan Eylül ayı bütçe gerçekleştirmeleri ışığında mevcut gidişatı değerlendirip, 2010 yılı beklentilerini ele alacağız. Eylül'de faiz dışı denge 4.48 mİr TL ve bütçe dengesi 9.48 mİr TL açık ile geçen yılın aynı ayına benzer sonuçlar vermiş, böylece ilk bakışta, aylardır devam eden bütçe dengelerindeki bozulma eğiliminin durduğu gibi bir görüntü vermiştir. Ancak, daha önce açıklanan nakit bütçe gerçekleştirmelerinden bildiğimiz üzere Eylül'de GAP yatırımlarında kullanılmak üzere 1 mİr TL bütçeye gelir olarak yazıldığından, bu tür kalemleri hariç tutan program tanımlı veriler, önceki aylara göre daha sınırlı da olsa, bozulmanın devam ettiğini yansıtmıştır. Hesaplamımıza göre, GSYH'ya oranla son 12 aylık faiz dışı açık % 1'den % 1.1'e, bütçe açığı ise % 6.1'den % 6.2'ye yükselmiştir. OVP'de yer alan tahminler de yıl sonunda bu değerlerin sırası ile % 2.2 ve % 6.6'ya çıkacağı yönündedir. **Bozulma eğiliminin hız kesip kesmediği takip eden aylarda daha net olarak anlaşılacakken, böyle bir eğilimin oluşumu 2010 yılı hedefleri (özellikle gelirlerdeki toparlanmaya güvenildiğinden) açısından kritik önemde olacaktır.**

Merkezi Yönetim Bütçe Dengeleri (Son 12 ay kümülatif, GSYH'ye oranla)



Eğer bir son dakika değişikliği olmazsa, 2010 yılı bütçe büyüklüğü önceki yıla göre % 7.5 artışla 286.8 mlr TL olarak meclise sunulacaktır. En zorlu hedef ise, 2009 yılında 62.8 mlr TL'ye ulaşacağı tahmin edilen bütçe açığını 50 mlr TL civarına indirmek olacaktır. Bütçe açığında GSYH'ya oranla beklenen 1.7 puanlık iyileşmenin 1.5 puanının vergi gelirlerinde öngörülen toparlanmadan kaynaklanması beklenmektedir. Bu yıl rekor düzeye (GSYH'nın % 22.3'ü) fırlayan faiz dışı harcamaların ise aynı düzeyde kalması planlanmaktadır. **Bu yıl bütçe eğilimleri açısından iki alandaki belirsizliklerin ne şekilde seyredeceği önemli olacaktır. Birincisi, dolaylı vergiler açısından belirleyici olan, ekonomik aktivitede şimdilik yavaş ve kademeli gerçekleştiği gözlenen toparlanma eğiliminin, olası seyri olurken, ikincisi de IMF ile bir stand-by anlaşması yapıp yapılmayacağı olacaktır. Bir anlaşma durumu, ne kadar esnek olursa olsun, mevcut duruma göre mali disiplinde kalıcı iyileşme vaadettiğinden olumlu görünürken, OVP ile yola devam durumu bu konudaki kaanatin uygulamaya bağlı şekillenmesini getirecektir.** Bu bağlamda, OVP'de çizilen mali çerçevenin içinin dolmaya başlayıp başlamayacağıının ilk işaretlerinin 2010 yılı bütçe tasarısının gerekçelerinden okunmaya başlanması gerekli görünmektedir.

#### Orta Vadeli Mali Plan (2010-2012) ve 2009 Bütçesi

	Mlr TL					GSYH'ye Oran (%)			
	Gerçekleşme	Tahmin*	Orta Vadeli Mali Plan			Tahmin*	Orta Vadeli Mali Plan		
	Ocak-Eylül 2009	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012
<b>Merkezi Yönetim Bütçe Giderleri</b>	197.2	266.8	286.8	298.2	314.4	28.2	27.9	26.7	25.6
<b>Faiz Dışı Giderler</b>	151.7	211.3	230.1	243.0	259.0	22.3	22.4	21.7	21.1
Personel Giderleri	42.6		60.3	64.1	68.4		5.9	5.7	5.6
Primi Giderleri	5.1		11.1	11.7	12.5		1.1	1.0	1.0
Mal ve Hizmet Alım Giderleri	17.3		25.9	27.6	28.8		2.5	2.5	2.3
Cari Transferler	70.2		102.2	109.6	117.2		9.9	9.8	9.6
Sermaye Giderleri	10.3		19.0	18.3	20.1		1.9	1.6	1.6
Sermaye Transferleri	2.2		3.2	3.3	3.5		0.3	0.3	0.3
Borç Verme	3.9		6.9	6.9	6.8		0.7	0.6	0.6
Yedek Ödenek	0.0		1.4	1.5	1.6		0.1	0.1	0.1
<b>Faiz Giderleri</b>	45.5	55.5	56.8	55.2	55.4	5.9	5.5	4.9	4.5
<b>Merkezi Yönetim Bütçe Gelirleri</b>	156.4	203.9	236.8	253.1	275.4	21.5	23.0	22.6	22.4
<b>Vergi Gelirleri</b>	125.3	163.6	193.3	210.2	229.5	17.3	18.8	18.8	18.7
<b>Bütçe Dengesi</b>	<b>-40.8</b>	<b>-62.8</b>	<b>-50.0</b>	<b>-45.1</b>	<b>-39.1</b>	<b>-6.6</b>	<b>-4.9</b>	<b>-4.0</b>	<b>-3.2</b>
<b>Faiz Dışı Denge</b>	<b>4.7</b>	<b>-7.3</b>	<b>6.7</b>	<b>10.1</b>	<b>16.3</b>	<b>-0.8</b>	<b>0.7</b>	<b>0.9</b>	<b>1.3</b>
<b>Faiz Dışı Denge (Program tanımlı)</b>	<b>-6.2</b>	<b>-20.8</b>	<b>-8.4</b>	<b>-2.1</b>	<b>4.3</b>	<b>-2.2</b>	<b>-0.8</b>	<b>-0.2</b>	<b>0.4</b>

\* Hükümetin gerçekleşme tahminidir

**Merkezi Yönetim dışında mali performansı izlenmesi gereken diğer bir alan ise mahalli idareler olmaya devam edecektir.** Burada hep yeterli veri açıklaması olmadığından şikayet edilir, ancak Maliye Bakanlığı bir süredir çeyrek bazında bütçe gerçekleştirmelerini açıklamakta. Birazdan bu verilerden bahsedeceğiz ama, 2008 Temmuz'unda yürürlüğe giren ve o günlerde IMF ile görüşmelerde önemli bir anlaşmazlık konusu olan belediyelere genel bütçe vergi gelirlerinden ayrılan payı artıran düzenleme bile, burada da dengelerin kötüye gittiğini düşündürmüştü. Maliye'nin açıkladığı veriler 2006 yılından itibaren durumu gösterirken, mahalli idarelerde faiz dışı dengenin sürekli açık verdiği ve **son dört çeyrek toplamında açığın boyutunun bu yılın ilk yarısı sonunda GSYH'ya oranla % 0.7 seviyesine ulaştığını** izliyoruz. Aynı dönemde toplam kamu kesimi faiz dışı dengesinin halen pozitif bölgede olduğunu da hatırlatalım. Mahalli idareler ve sosyal güvenlik gibi alanlarda yapısal problemlerin sürmesi, zaten konjonktürel olarak zorlanan bütçe üzerindeki baskıları artırmakta, kamu kesimi borçlanma gereğini yüksek tutmaktadır. Bu durumu kısa vadede değiştirecek bir kapsamlı harcama veya gelir reformu olmadıkça, bütçe özelleştirmeler gibi vergi dışı gelirlere bağımlı olmaya ve ekonomik aktivitedeki toparlamadan medet ummaya devam edecektir.

Bu bağlamda, geçen haftaki raporda iddialı bulunduğumuzu ve bu kaynağa rağmen IMF anlaşması olmaması durumunda borç çevirme oranının yüksek kalacağını belirttiğimiz özelleştirmelerden beklenen 10.4 mlr TL'lik gelire ilişkin planın ayrıntılarının (\*) basında yer alması önemliydi. Buna göre, 2010'un ilk aylarında elektrik dağıtım şirketleri ve limanların daha önce yapılmış sözleşmelerinden 5.1 mlr TL beklenirken, kalan kısım olan 5.3 mlr TL ise bu yıl satışa çıkacak varlık ve şirket satışlarından (Şeker Fabrikaları, Milli Piyango ve Başkent Doğalgaz) bekleniyor. Elektrik üretim şirketleri satışlarının ise yedekte tutulduğu ve yukarıdaki hedeflerde bir sapma olursa devreye gireceği belirtilirken, bu satışlardan 2-2.5 mlr TL gelir beklendiği de aktarılmakta. **Bu doğrultuda, özelleştirmelerden beklenen gelirin yaklaşık yarısının önceden gerçekleşmiş satışların ödemesinden kaynaklanmasının toplam hedefi daha ulaşılabilir kıldığını düşünüyoruz.** Ancak, dünya genelinde şirket satınalma ve birleşme işlemlerinde bir toparlanma gözlenirse de, bu tür işlemler için çok önemli olan kredi koşullarının bir süre daha eskisi gibi olmaması durumu ve kriz öncesi şirket değerlemelerinin uzağında olunması, 2010 yılında öngörülen satışlar için risklerin devam ettiğini düşündürüyor. Ayrıca, söz konusu hedefe ulaşılsa bile, bu gelirlerin bir defaya mahsus niteliklerinden dolayı program tanımlı bütçe dengelerinde durumun değişmediğini göreceğiz.

Sonuç olarak, 17 Ekim'de TBMM'ye sunulması gereken 2010 yılı bütçe tasarısının OVP'deki büyüklükleri taşımaması beklerken, gerekli olması durumunda önemli değişikliklere uğraması için komisyonlarda geçecek bir aylık sürenin yeterli olduğunu düşünüyoruz. Mevcut haliyle bütçenin en zayıf tarafı, bütçe açığındaki iyileşmeyi ekonomik aktivitedeki toparlanmanın getireceği vergi gelirlerindeki artışa bağlamış olmasıdır. Bütçe için bir diğer önemli kaynak olan vergi dışı gelirlerin önemli bir kısmını oluşturan özelleştirme hedefi de, tüm faktörleri dikkate alsanız bile, içinde bulunulan konjonktürde iddialı durmaktadır.

(\*)[http://w9.gazetevatan.com/haberdetay.asp?detay=Seker\\_fabrikalari\\_satilacak&tarih=14.10.2009&Newsid=263984&Categoryid=2](http://w9.gazetevatan.com/haberdetay.asp?detay=Seker_fabrikalari_satilacak&tarih=14.10.2009&Newsid=263984&Categoryid=2)

## Önümüzdeki Haftanın Gündemi

▪ Bu hafta yurtiçinde oldukça sakin bir gündem var. Haftanın tek verisi Merkez Bankası'nın Ekim ayına ait ikinci Beklenti Anketi olarak görünüyor. Bu arada, Çarşamba günü Hazine'nin 0.3 mlr TL'lik sınırlı bir itfası bulunuyor. Yurtdışında ise ABD'de konut verileri ön plana çıkarken, Euro Bölgesi'nde hizmet ve imalat sektörü geçici PMI endeksleri izlenecek. Bununla birlikte bilanço açıklamaları gündemde kalmaya devam edecek. Bu hafta, Texas Instruments, Apple, Pfizer, Yahoo, eBay, Boeing, U.S. Bancorp, Wells Fargo, American Express, McDonald's, Philip Morris, Xerox, Microsoft gibi birçok büyük firma bilanço açıklıyor. Ayrıca, Fed Başkanı Bernanke'nin Cuma günü bir konuşması var.

### Türkiye'de Açıklanacak Veriler

Önem	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Fortis Tahmin (Konsensus)
Orta	MB Beklenti Anketi, Ekim II	-	22 Ekim	-

### Yurtdışında Açıklanacak Veriler

Önem	Ülke	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus
Yüksek	ABD	İnşaat İzinleri, Eyl.	mln	20 Ekim, 15:30	0.59
Yüksek	ABD	Konut Başlangıçları, Eyl.	mln	20 Ekim, 15:30	0.61
Yüksek	ABD	Çekirdek ÜFE & ÜFE, Eyl.	% aylık	20 Ekim, 15:30	0.1 & 0.1
Yüksek	Euro Bölgesi	İmalat Sekt. Geçici PMI End., Ekim	-	23 Ekim, 10:58	49.8
Yüksek	Euro Bölgesi	Hizmet Sek. Geçici PMI End., Ekim	-	23 Ekim, 10:58	51.3
Orta	Almanya	Ifo İş Ortamı Endeksi, Ekim	-	23 Ekim, 11:00	92.0
Yüksek	ABD	İkinci El Konut Satışları, Eyl.	mln	23 Ekim, 17:00	5.3

## Makro ve Finansal Gösterge Tahminleri

### Makro Ekonomik Görünüm 2007-2010

	2008	2009t	2010t	2011t
GSYİH (Mlr TL)	950.1	924.9	1,013.2	1,120.4
GSYİH (Mlr US\$)	734.9	596.7	645.4	681.6
GSYİH büyümesi	0.9	-6.0	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 (Mlr US\$)	-69.8	-37.7	-56.9	-61.4
İhracat (FOB, Bavul hariç)	132.0	100.8	112.0	112.1
İthalat (CIF, Altın dahil)	201.7	138.5	168.8	173.5
Cari İşlemler Dengesi (Mlr US\$)	-41.5	-11.3	-25.1	-26.9
Cari İşlemler Dengesi / GSYİH (%)	-5.6	-1.9	-3.9	-3.9

### Finansal Göstergelere İlişkin Tahminler

	16 Ekim	1Ay	3Ay	6Ay	12Ay	2009	2010
USD/TL	1.4365	1.4600	1.5000	1.5600	1.5600	1.4800	1.5600
EUR/TL	2.1428	2.1600	2.2000	2.2600	2.2500	2.1800	2.2500
Döviz Sepeti	3.5793	3.6200	3.7000	3.8200	3.8100	3.6600	3.8100
EUR/USD	1.4917	1.4800	1.4700	1.4500	1.4400	1.4700	1.4400
O/N	6.75%	6.50%	6.25%	6.25%	6.75%	6.25%	7.75%
Gösterge Tahvil	7.90%	8.00%	8.50%	8.50%	10.00%	8.50%	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.