

Makroskop

21 - 27 Eylül 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

OVP Tamam, Tedbir Paketi Eksik...

Hafta içinde açıklanan Orta Vadeli Program sonrası yazdığımız "Makro Gerçek, Bütçe Gevşek" başlıklı notta, programın makro hedeflerini genel olarak gerçekçi bulduğumuzu, ancak mali çerçevenin borç stokundaki artış eğiliminden kaynaklanan Hazine'nin borçlanma baskısı endişelerini gidermede zayıf kalacağını belirtmiştik. Her ne kadar, farklı algılanma ihtimali olsa da, IMF'den yapılan açıklamanın da benzer noktalara değindiğini gördük. IMF'nin internet sitesinde yer alan açıklamada, Türkiye Masası Şefi Van Elkan, önce doğal olarak ortaya bir program konulmasından duyulan memnuniyeti ifade ediyor; "Türk yetkililerin açıkladığı ve kademeli olarak kamu maliyesindeki bozulmanın tersine çevrilmesini, özel sektör faaliyetlerinin artırılmasını ve ekonomide güçlü büyümeye dönülmesini hedefleyen orta vadeli program cesaret verici. Global krizin Türkiye'ye belirgin etkilerini göz önüne alan program gerçekçi makroekonomik tahminlerde bulunuyor ve kamu borcunun GSYH'ye oranında 2011'e kadar istikrar sağlanması ve sonrasında azaltılması gibi önemli bir hedef içeriyor. Uzun vadede makul bütçe hedefleri ortaya koyacak bir mali kuralın da açıklanmasının planlanmasını memnuniyet verici buluyoruz". Rachel Van Elkan açıklamanın devam eden kısmında ise, OVP'nin eksik yönlerine ve kendi desteklerini de getirecek bir program için beklentilerine şu sözlerle değiniyor: "Türk yetkililerin kamu borç yükünü kontrol altına alma hedefine ulaşmak için **harcama baskılarını kontrol altına alacak politikaları da içeren destekleyici tedbirler ve yapısal reformları hayata geçirmeleri gerekecek**". Son olarak da "Türk yetkililerle politika diyaloguna devam etmeyi umuyoruz." diyerek programın açıklandığı şekliyle bir stand-by anlaşmasına dönüşmesi için, konulan hedeflerin içini dolduracak tedbirler üzerinde çalışılması gerektiğine işaret ediyor.

Hatırlanacağı gibi, 10 Ağustos tarihli Makroskop'ta, IMF'nin Ağustos ayında yayınladığı Mali İzleme başlıklı raporda, G20 ülkelerinde "Mali Sürdürülebilirliği Sağlamaya Yönelik Ön Stratejiler" başlığı altında ülkelerin hedefleri ve buna ulaşmadaki araçları incelenirken, Türkiye'nin 2011'e kadar borç/GSYH oranını istikrara kavuşturma hedefini belirlediğinden bahsetmiştik. Uzmanlar yetkililerle görüşmeler, açıklamalar ve aktivitenin toparlanmasıyla gelirlerde görülecek iyileşme gibi otomatik stabilizörlerin durumunu göz önüne alarak Türkiye'nin "Ekonomik canlanmaya yönelik uyarıcı önlemlerin yenilenmemesi, harcama kontrolünün iyileştirilmesi, yerel yönetim reformu, mali kurala geçiş ve vergi idaresi reformunun devam ettirilmesi" önlemlerine yöneleceği görüşünü belirtmekteydi. **Açıklanan OVP'de ise, bir tedbirler manzumesi yerine fazlaca otomatik stabilizörlere (aktivitenin toparlanmasıyla gelirlerde görülecek iyileşme) bel bağlandığını gördük.** IMF raporunda bugüne ışık tutacak en önemli tespit ise, gelecek beş yılda **borç stokundaki artışı durduracak ve stabilize edecek kamu kesimi faiz dışı fazlasının (FDF) milli gelire oranla ortalama % 1.7 seviyesinde oluşması gerektiği** saptamasıydı ki, **bu oluşmadığı durumda borç stoku / GSYH oranı 2014 itibarı ile % 58'e kadar yükselmekteydi.**

Oysa programda IMF'nin bu raporda 2009 için % 0.2 açık olarak tahmin ettiği kamu kesimi FDF büyüklüğünün % 2.1 açık olarak gerçekleşeceği ve önümüzdeki üç yılda ortalama olarak % 0.4'ün altında kalacağı görülmektedir. **Dolayısı ile, daha önce de vurguladığımız gibi, programda çizilen mali çerçevenin, Nisan ayında yayınlanan Katılım Öncesi Ekonomik Program'a benzer şekilde yeterince sıkı olmadığını düşünüyoruz.** Hükümet, program tanımlı konsolide kamu sektörü faiz dışı dengesinin bu yıl sonunda GSYH'nin % 2.1'i kadar açık verdikten sonra, önümüzdeki yıllarda sınırlı sayılabilecek bir toparlanma ile önce % 0.3 açığa ve 2011-2012 yıllarında sırasıyla % 0.4 ve 1.0 fazlaya geçmesini öngörmektedir. Hazine'nin borçlanma oranına yönelik değerler tam olarak verilmemekle birlikte, Başbakan Yardımcısı Ali Babacan bu oranın bu yıl % 112'ye ulaştıktan sonra, önümüzdeki yıllarda % 100'ün altına doğru gerileyeceğini belirtmiştir. Bu da, önceki başarılı yıllardaki % 70 civarındaki borçlanma oranına göre oldukça yüksek seviyelerin bir süre daha devam edeceğine işaret etmektedir. Programda belirlenen düşük faiz dışı denge hedefleri doğrultusunda, borç stokunun da 2009-2012 dönemi boyunca yüksek kalması öngörülmektedir. 2008 sonunda % 39.5 olan AB tanımlı kamu borç stokunun GSYH'ye oranının 2009 ve 2010 yıllarında sırasıyla % 47.3 ve % 49.0'a yükseldikten sonra 2012 itibarıyla de % 47.8 gibi yüksek bir seviyede kalacağı öngörülmüyor.

Orta Vadeli Program

	2009	2010	2011	2012
GSYH (mlr TL)	947	1,029	1,118	1,227
GSYH (mlr US\$)	608	641	669	723
Kişi Başına GSYH (US\$)	8,456	8,821	9,096	9,732
GSYH büyümesi (yıllık % değ)	-6.0	3.5	4.0	5.0
İşsizlik Oranı (%)	14.8	14.6	14.2	13.3
TÜFE (yıllık % değ)	5.9	5.3	4.9	4.8
Merkezi yönetim bütçe dengesi (mlr TL)	-62.8	-50.0	-45.1	-39.1
Merkezi yönetim bütçe dengesi / GSYH (%)	-6.6	-4.9	-4.0	-3.2
Merkezi yönetim bütçe FDF (mlr TL, IMF tanımlı)	-20.8	-8.4	-2.1	4.3
Merkezi yönetim bütçe FDF / GSYH (IMF tanımlı)	-2.2	-0.8	-0.2	0.4
Konsolide kamu sektörü FDF (mlr TL)	-19.8	-3.5	4.4	11.9
Konsolide kamu sektörü FDF / GSYH (%)	-2.1	-0.3	0.4	1.0
Kamu Nominal Borç Stoku / GSYH (AB Tanımlı)	47.3	49.0	48.8	47.8
Dış ticaret dengesi (mlr US\$)	-35.5	-45.5	-50.0	-57.0
İhracat	98.5	107.5	118.0	130.0
İthalat	134.0	153.0	168.0	187.0
Cari işlemler dengesi (mlr US\$)	-11.0	-18.0	-22.0	-28.0
Cari işlemler dengesi / GSYH (%)	-1.8	-2.8	-3.3	-3.9

Bu arada, orta vadede mali disiplinin temin edilmesi ve burada bir çıpa belirlenmesi konusunda önemseydiğimiz diğer bir unsur olan mali kural hakkında ise programda ancak taslak şeklinde bir çerçeve yer almıştır. Mali kuralın, kamu dengesi üzerinden tanımlanacağı ve orta-uzun vadede kamu açığının milli gelire oranının, sürdürülebilir bir borç yapısı ile uyumlu bir düzeyde gerçekleşmesinin hedefleneceği belirtilmiştir. Bu kural için gerekli yasal altyapının en geç 2010 yılı ilk çeyreğinde tamamlanması ve 2011 yılında uygulamaya sokulması öngörülmektedir. Ancak, bu kural oluşturulsa ve yasal altyapısı ile uygulamaya sokulsa bile, ileride bunun başka bir yasal düzenleme ile (mali kontrol kanunundaki borçlanma limitlerinin başına gedliği gibi) geçersiz kılınıp kılınmayacağı da belirsiz olacaktır. Ekonomi Bakanı Babacan yasal bağlayıcılığın gücü konusunda net bir bilgi vermeyip çalışmaların sürdüğünü söylemiştir. **Mali kural ancak anayasaya konulması durumunda yeterince güçlü olacaktır.**

Sonuç olarak, orta vadeli bir çerçevenin çizilmiş olması bile en azından ekonomiye nasıl bir yön tayin edildiğine yönelik belirsizliklerin kalkması açısından önemli bir adımdır. Ayrıca, bizim tahminlerimizle büyük ölçüde uyumlu olan GSYH öngörüsünün daha gerçekçi belirlenmesinin ilk aşamada programa yönelik olumlu bir işaret olduğunu düşünüyoruz. Diğer yandan, programda çizilen mali çerçevenin, Türkiye'ye yönelik risk algılamalarını azaltacak ve beklentileri olumlu etkileyecek kadar sıkı bir disipline işaret etmediğini düşünüyoruz. Bu anlamda, verilen hedefler beklentileri karşılamaktan uzak kalmıştır. Bu şekliyle de IMF tarafından da onaylanması zor görünmektedir. Ancak, Babacan'ın IMF anlaşması konusunda istişarelerin devam ettiğini belirtmesi, bu konuda net bir yargıya varmamızı engellemektedir. Bir IMF anlaşması olmaması durumunda ise, bu programın piyasada güveni artırıcı bir rol üstlenmesi ihtimali zayıftır. Uzun vadede, hükümetin mali politikaları açısından daha olumlu bir bakış açısı oluşturabilmek için izlememiz gereken unsur ise mali kurala yönelik gelişmeler olacaktır.

Önümüzdeki Haftanın Gündemi

▪ Bu hafta yurtiçinde Reel Kesim Güven Endeksi ve Merkez Bankası'nın Eylül ayına ait ikinci Beklenti Anketi gündemde olacak. Perşembe günü izlenecek bu gelişmelerin dışında, yurtiçi piyasaları sakin bir gündem bekliyor. Pazartesi-Salı günleri bayram nedeniyle yurtiçinde piyasalar kapalı olacak. Yurtdışına bakıldığında ise Euro Bölgesi'nde gözler geçici PMI endekslerinde olurken, ABD'de Fed'in faiz kararı ile birlikte konut ve tüketim verileri önemli olacak.

Türkiye'de Açıklanacak Veriler

Önem	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Fortis Tahmin (Konsensus)
Yüksek	Reel Kesim Güven Endeksi, Eyl.	-	24 Eyl., 17:00	
Yüksek	MB Beklenti Anketi, Eyl. II	-	24 Eyl.	-

Yurtdışında Açıklanacak Veriler

Önem	Ülke	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus
Yüksek	Euro Bölgesi	İmalat Sektörü Geçici PMI End., Eyl.	-	23 Eyl., 10:58	49.8
Yüksek	Euro Bölgesi	Hizmet Sektörü Geçici PMI End., Eyl.	-	23 Eyl., 10:58	50.5
Yüksek	ABD	Fed faiz kararı	baz puan	23 Eyl., 21:15	değ. yok
Orta	Almanya	İfo İş Ortamı Endeksi, Eyl.	-	24 Eyl., 11:00	92.0
Yüksek	ABD	İkinci El Konut Satışları, Ağu.	mln	24 Eyl., 17:00	5.3
Yüksek	ABD	Dayanıklı Tüketim Malı Sip., Ağu.	% aylık	25 Eyl., 15:30	1.1
Orta	ABD	Michigan Tüketici Güv. End., Eyl.	-	25 Eyl., 16:55	70.2
Yüksek	ABD	Yeni Konut Satışları, Ağu.	mln	25 Eyl., 17:00	0.45

Makro ve Finansal Gösterge Tahminleri

Makro Ekonomik Görünüm 2007-2010

	2008	2009t	2010t	2011t
GSYİH (Milyar TL)	950.1	926.1	1,016.1	1,123.5
GSYİH (Milyar US\$)	734.9	597.5	647.2	690.1
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 (Milyar US\$)	-69.8	-36.1	-62.2	-67.4
İhracat (FOB, Bavul hariç)	132.0	94.5	102.7	106.1
İthalat (CIF, Altın dahil)	201.7	130.6	164.9	173.5
Cari İşlemler Dengesi (Milyar US\$)	-41.3	-11.2	-31.6	-34.1
Cari İşlemler Dengesi / GSYİH (%)	-5.6	-1.9	-4.9	-4.9

Finansal Göstergelere İlişkin Tahminler

	18 Eylül	1Ay	3Ay	6Ay	12Ay	2009	2010
USD/TL	1.4626	1.5000	1.5000	1.5600	1.5800	1.5000	1.5800
EUR/TL	2.1548	2.1900	2.1300	2.1800	2.1300	2.1300	2.0500
Döviz Sepeti	3.6174	3.6900	3.6300	3.7400	3.7100	3.6300	3.6300
EUR/USD	1.4733	1.4600	1.4200	1.4000	1.3500	1.4200	1.3000
O/N	7.25%	7.00%	6.50%	6.50%	8.50%	6.50%	10.00%
Gösterge Tahvil	9.20%	9.20%	10.00%	11.50%	12.00%	10.00%	12.50%

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 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.