

Makroskop

17 - 23 Mayıs 2010

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

Kural Öldü, Yaşasın Yeni Kural...

Mali kural, bizim IMF ile son stand-by anlaşmasının bitiminden önce IMF çıpasının yerini alabilecek bir uygulama olarak gündeme getirdiğimiz, temel mali değişkenler üzerine konulan sayısal sınırlamaları içeren ve şeffaflık, öngörülebilirlik ve hesap verebilirlik gibi temel ilkeleri kamu maliyesine kalıcı olarak yerleştirmesi beklenen, bir maliye politikası uygulamasıdır. Dolayısı ile, bir miktar gecikme olsa da, bu konuda düğmeye basılmış olunmasına herhalde en olumlu bakanlar arasındayız. Ancak, bu konudaki önceki yazılarımızda da vurguladığımız gibi, **mali kural uygulamasının sihirli bir değnek olmadığı, aslında önemli olanın niyet olduğunun ve nihai değerlendirmenin uygulama sonuçlarıyla yapılabileceğinin de bilincindeydik.** Ayrıca, vurguladığımız diğer önemli bir unsur da, mali kural dizaynına sadece parametreler özelinde bakılmaması, uygulama, gözetim ve denetim esaslarını içeren yasal altyapının en az bu değerler kadar önemli olduğuydu. **Bu açıdan baktığımızda, kapsam ve seçilen parametreler yönünden daha güçlü görünen mali kuralı, gözetim ve denetim alanlarındaki zayıflıklar nedeniyle örnek gösterilebilecek bir uygulama olarak nitelendirmekte zorlanıyoruz.** Tasarının sunumu sonrasında yayınladığımız FlaşNot'ta, mali kural kapsamının merkezi yönetim bütçesi ile sınırlı kalmamasının, önemli harcamacı kuruluşlar olan belediyeleri de kapsayan mahalli idareleri içermesinin, iyi olduğunu vurgulamıştık. Buna karşılık kuralın KİT'leri kapsamadığı, ancak KİT'lere toplamda borçlanma gereklerinin olmaması kriterinin uygulanacağı anlaşılmaktaydı. Mali kural formülü için seçilen ve 10 yıllık uygulama süresince sabit kalması beklenen parametrelere gelince; söz konusu dört parametreden yakınsama katsayılarını gösteren (y) ve (k) katsayılarının 0.33, hedef kamu açığının % 1 ve reel büyüme hızının orta vadeli ortalamasının

Temel Mali Kurallar ve Uygulayıcı Ülkeler

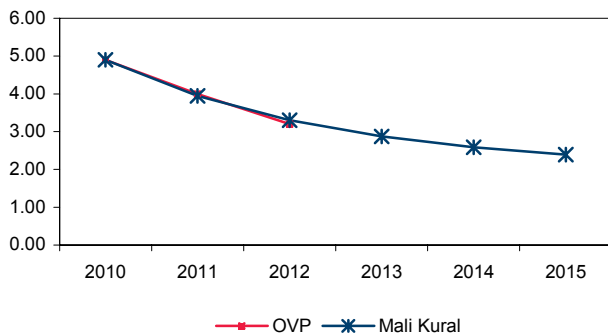
Kuralın Türü	Uygulayıcı Ülkeler
Bütçe Dengesi Kuralı	Almanya, Belçika, Danimarka, Estonya, Finlandiya, Fransa, İrlanda, İspanya, İtalya, Lituanya, Portekiz, Hindistan, Şili, Brezilya, Peru, Arjantin, Japonya, İsveç, İngiltere
Harcama Kuralı	Almanya, Belçika, Çek Cumhuriyeti, Danimarka, Finlandiya, Fransa, Hollanda, İrlanda, İtalya, Lüksemburg, Slovakya, Peru, Arjantin, Japonya, İsveç
Borçlanma ve Borç Stoku Kuralı	Almanya, Çek Cumhuriyeti, Estonya, İspanya, Letonya, Lituanya, Lüksemburg, Macaristan, Polonya, Slovakya, Slovenya, Brezilya, Arjantin, İngiltere
Gelir Kuralı	Almanya, Belçika, Danimarka, Finlandiya, Fransa, Hollanda

Kaynak: Mali Kural Uygulamaları ve Türkiye İncelemesi, Fatih Kaya, DPT Uzmanlık Tezi

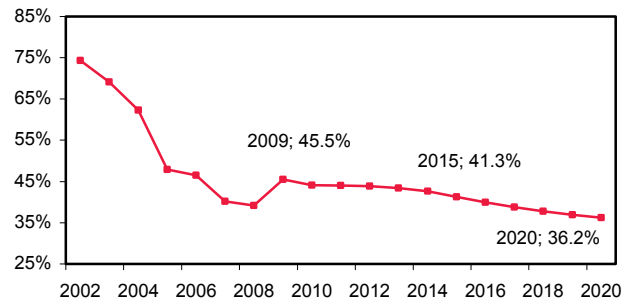
% 5 olarak seçildiğini gördük. Bütçe açıklarının uzun vadeli hedeften sapmasının ne hızda geri alınacağını yansıtan y katsayısının 0.33 ile üst sınıra yakın tercih edilmesini olumlu buluyoruz. Seçilen katsayı sapmanın 3 yılda geri alınacağını göstermektedir, eğer 0.20 katsayısı seçilseydi sapmanın geri alınması 5 yıla yayılacaktı. Konjonktürün etkisinin hangi hızla kamu açığına yansıtılacağını gösteren k katsayısının da 0.33 ile üst sınıra yakın tercih edildiğini görüyoruz. Büyüme karşısında mali taraftan verilecek tepkinin daha sınırlı boyutta kalmasının mali disiplin anlamında daha iyi bir sinyal olacağını düşünürken, bu yüzden daha düşük bir katsayı seçilmesini tercih ederdik. Hedef kamu açığının (a*) % 1 ile önerilen aralığın ortasında belirlendiğini görürken, bunun nötr bir tercih olduğunu düşünüyoruz. Aralığın alt sınırına daha yakın bir tercih borç stokundaki düşüşün daha hızlı olmasını getirebilirdi. Büyümenin uzun dönemli ortalamasının (b*) ise % 5 ile üst sınırdaki tercih edildiği izlenmektedir. Burada Türkiye ekonomisinin kriz sonrası potansiyel büyüme oranının hangi düzeyde olduğu sorusu akla gelmektedir. Çıtanın yükseğe konması hem büyüme yüksek gerçekleştiğinde formülün ima ettiği kamu açığındaki azalışı sınırlandıracak hem de büyümenin düşük kalması durumunda kamu açığının daha fazla büyütülmesini getirecektir. Baz etkisinin çok güçlü olduğu bu yıl bile büyüme beklentilerinin halen % 5'e ulaşmamış olması burada daha ihtiyatlı bir tercihi işaret etmekteydi.

Sonuç olarak, kapsam ve parametrelere getirilebilecek eleştiri sınırlı görünürken, kuralın diğer unsurlarına yönelik, bu değerlendirmelerimizin sunumda yer alan bilgilere dayanarak yapıldığı ve kanun tasarısının daha açık tarifler getirmesinin de söz konusu olabileceği kaydıyla, daha fazla soru işareti bulunduğu söylenebilir. **Maliye'nin gerçekleştireceği gözetim ve raporlamayı Sayıştay'ın denetleyecek olması bağımsız kurul denetimi içeren diğer ülke örneklerine bakıldığında ideal bir formül gibi durmamaktadır.** İşler iyi giderken tamam da, yeni bir ekonomik zayıflama döneminde hükümetlerin vergi indirimleri ve artırılan harcamalarla müdahalesine bir engel oluşturmadığı, mali kuralı uzun süredir uygulayan bir çok gelişmiş ülkenin kriz sırasında hızla artan bütçe açıklarından izlenmiştir. **Ayrıca, Sayıştay'ın denetimi sonrasında ortaya çıkabilecek herhangi bir uyumsuzluğun ne gibi sonuçlar ve yaptırımlar getireceği bilinmemekte, zor durumda kalındığında bu yasanın başka bir yasa teklifi ile değiştirilip değiştirilmeyeceğinin garantisi bulunmamaktadır. Bir diğer eksiklik ise, bir çok ülke uygulamasında olan mali kuralın yanında borç stokuna yönelik bir hedefi içermemesidir.** Zira, özelleştirme gelirleri gibi bütçeye kaydedilmeyip bütçe finansmanında kullanılan gelirler borç stokunu etkilemekte ancak mali kuralın kapsamına girmemektedir.

Mali Kural ve OVP Uygulamasında Bütçe Açığı (% GSYH)



AB Tanımlı Genel Yönetim Nominal Borç Stoku (GSYH'ya Oran)



(*) Genel yönetim; Merkezi Yönetim (bütçe dışı fonlar ve döner sermayeler dahil), Mahalli İdareler ve Sosyal Güvenlik Kurumlarını (İşsizlik Sigortası Fonu dahil) kapsamaktadır. Kaynak: Maliye, Hazine, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

Mali kural uygulamasının uzun dönemde bütçe açığını ve borç stokunu ne düzeylere getireceği de önem taşımaktadır. **Hazine'den yapılan açıklamada, 10 yıllık bir dönemde genel yönetim açığının % 1'e yaklaşacağı, aynı dönemde borç stoku GSYH oranının da % 30'lara ineceği belirtilmiştir. Bizim kendi varsayımlarımızı kullanarak yaptığımız hesaplamalarda ise 2020 yılında genel yönetim açığı % 2 ve borç stoku GSYH oranı da % 36 civarında görülmektedir.**

Hazine adına Sn. Çanakçı tarafından yapılan açıklamada, mali kuralın zımni olarak borç hedefini içerdiği ve iddialı bir borç hedefi olduğu, mali kurala geçiş için ilave ve ciddi bir sıkılaştırma gerekmediği, Orta Vadeli Program'da yer alan rakamlar ile mali kuralın ortaya çıkardığı rakamların birbirine paralel olduğu gibi önemli tespitler de vardı.

Sonuç olarak, Türkiye ekonomisi için önemli bir çıpa olma potansiyeli taşıyan mali kuralın gelecek yıl uygulamaya geçecek olmasını olumlu karşılıyoruz. Ancak, kapsam ve seçilen parametreler yönünden güçlü görünen mali kuralı, gözetim ve denetim alanlarındaki zayıflıklar nedeniyle örnek gösterilebilecek bir uygulama olarak nitelendirmekte zorlanıyoruz. Yine de, borç krizinin gündemde olduğu mevcut konjonktürde tüm eksiklik ve zayıf noktalarına rağmen olumlu tepkiler almasını bekliyoruz.

Mali Kural Formülü

$$\Delta a = y (a_{(t-1)} - a^*) + k (b - b^*)$$

$$\Delta a = -0,33 (a_{(t-1)} - 1) - 0,33 (b - 5)$$

Δa : Genel yönetim açığının gayri safi yurt içi hasılaya oranında yapılacak uyarılama

$a_{(t-1)}$: Bir önceki yıl genel yönetim açığının gayri safi yurt içi hasılaya oranı

b : Reel gayri safi yurt içi hasıla artış oranı

Hazine'nin belirlediği aralıklar ve yapılan tercih

$$y = 0.20 - 0.33 \quad (0.33)$$

$$a^* = 0.50 - 1.00 \quad (-1.0)$$

$$k = 0.25 - 0.40 \quad (0.33)$$

$$b^* = 3.50 - 5.00 \quad (5.0)$$

- Herhangi bir yılda genel yönetim açığının gayri safi yurtiçi hâsilaya oranı, bir önceki yıl genel yönetim açığının gayri safi yurtiçi hâsilaya oranına genel yönetim açık uyarlamasının eklenmesi suretiyle hesaplanan değeri aşamaz.
- Genel yönetim açık uyarlaması, açık etkisi ile konjonktürel etkinin toplamından oluşur.
- Açık etkisi, bir önceki yıl genel yönetim açığının gayri safi yurtiçi hâsilaya oranından, genel yönetim açığının gayri safi yurtiçi hasılaya oranına ilişkin uzun dönemli hedef olan yüzde 1'in çıkarılması sonucu bulunan değer -0,33 ile çarpılması suretiyle hesaplanır.
- Konjonktürel etki, ilgili yıl reel gayri safi yurt içi hâsıla artış oranından yüzde 5'in çıkarılması sonucu bulunan değer -0,33 ile çarpılması suretiyle hesaplanır.

Önümüzdeki Haftanın Gündemi

▪ Bu hafta veri gündemi oldukça yoğun. Yurtiçindeki en önemli gelişmeler, Pazartesi günü açıklanacak olan işsizlik rakamı ve tüketici güven endeksi, Salı günü Merkez Bankası faiz kararı ve Cuma günü Merkez Bankası Mayıs ayı ikinci beklenti anketi olacak. Yurtdışında ise, ABD'de konut verileri, New York Fed imalat sanayi endeksi ile ÜFE ve TÜFE takip edilecek. Euro Bölgesinde ise imalat ve hizmet geçici PMI endeksleri yayınlanacak. Almanya'da ise IFO iş ortamı endeksi takip edilecek.

Türkiye'de Açıklanacak Veriler

Önem	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Fortis Tahmin (Konsensus)
Yüksek	İşsizlik Oranı, Şub.	%	17 May., 10:00	-
Yüksek	Tüketici Güven Endeksi, Nis.	-	17 May., 10:00	-
Yüksek	PPK Faiz Kararı	baz puan	18 May., 19:00	değişim yok
Yüksek	MB Beklenti Anketi, May II.	-	21 May., 16:30	-

Yurtdışında Açıklanacak Veriler

Önem	Ülke	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus
Yüksek	ABD	NY Fed İmalat Sanayi Endeksi, May.		17 May., 15:30	30
Yüksek	Almanya	ZEW Endeksi, May.		18 May., 12:00	50.5
Yüksek	ABD	İnşaat İzinleri, Nis.	mİn	18 May., 15:30	0.68
Yüksek	ABD	Konut Başlangıçları, Nis.	mİn	18 May., 15:30	0.643
Yüksek	ABD	Çekirdek ÜFE ve ÜFE, Nis.	% aylık	18 May., 15:30	0.1 & 0.2
Yüksek	ABD	Çekirdek TÜFE & TÜFE, Nis.	% aylık	19 May., 15:30	0.1 & 0.1
Orta	ABD	Philadelphia Fed Endeksi, May.		- 20 May., 17:00	22
Orta	Euro Bölgesi	Tüketici Güven Endeksi, May.		- 20 May., 17:00	-
Yüksek	Euro Bölgesi	İmalat San. öncü PMI Endeksi, May.		- 21 May., 10:58	57.3
Yüksek	Euro Bölgesi	Hizmet Sek. öncü PMI Endeksi, May.		- 21 May., 10:58	55.5
Orta	Almanya	İfo İş Ortamı Endeksi, May.		- 21 May., 11:00	102

Makro ve Finansal Gösterge Tahminleri

Makro Ekonomik Görünüm 2009-2012

	2009	2010t	2011t	2012t
GSYİH (Mİr TL) (*)	954.0	1,090.1	1,197.4	1,310.7
GSYİH (Mİr US\$) (*)	616.6	717.1	776.7	834.9
GSYİH büyümesi (*)	-4.7	6.0	4.0	4.0
ÜFE (yıllık %)	5.9	5.0	5.0	5.0
TÜFE (yıllık %)	6.5	8.0	6.0	5.5
Dış Ticaret Dengesi (Mİr US\$)	-38.6	-61.7	-70.0	-70.4
İhracat (FOB, Bavul hariç)	102.2	108.0	124.5	142.7
İthalat (CIF, Altın dahil)	140.8	169.7	194.4	213.0
Cari İşlemler Dengesi (Mİr US\$)	-13.7	-34.5	-39.5	-36.9
Cari İşlemler Dengesi / GSYİH (%)	-2.2	-4.8	-5.1	-4.4

(*) 2010 değerleri tahminidir.

Finansal Göstergelere İlişkin Tahminler

	14 Mayıs	1Ay	3Ay	6Ay	12Ay	2010	2011
USD/TL	1.5107	1.5500	1.5200	1.5200	1.5300	1.5200	1.5600
EUR/TL	1.9050	1.8800	1.9300	1.9800	2.0400	1.9800	2.1500
Döviz Sepeti	3.4157	3.4300	3.4500	3.5000	3.5700	3.5000	3.7100
EUR/USD	1.2610	1.2100	1.2700	1.3000	1.3333	1.3000	1.3800
Politika Faizi	6.50%	6.50%	7.00%	8.00%	10.00%	8.50%	10.00%
Gösterge Tahvil	9.30%	10.00%	10.40%	10.90%	11.50%	11.00%	11.50%

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.