

Makroskop

19 - 25 Nisan 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

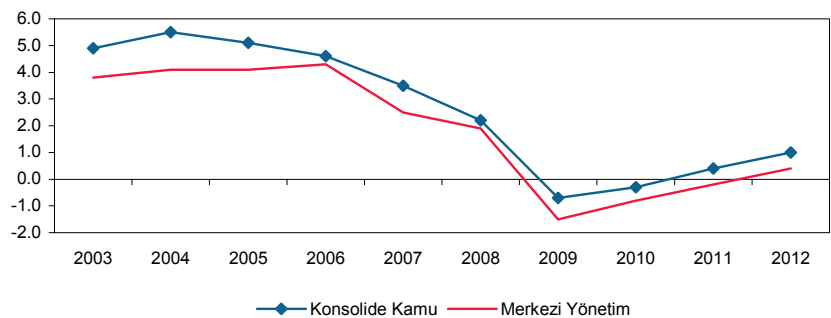
Nilüfer Sezgin (Yönetici Yrd.)
Tel: 0212 318 37 90
Email: nilufer.s@fortis.com.tr

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

Mali Disiplin ve Normalleşmeden Ne Anlıyoruz?..

Küresel krizden en olumsuz etkilenen makro göstergelerimizin başında bütçe dengeleri gelmektedir. Bir yanda, özellikle 2009 yılının ilk çeyreğinden itibaren alınan geçici vergi indirim kararları ve harcama artışı şeklinde yansıyan tedbirler, diğer yanda zayıf ekonomik aktiviteden olumsuz etkilenen dolaylı vergi tahsilatı ve işsizlik artışından zarar gören sosyal güvenlik prim tahsilatları gibi nedenlerle, bütçe performansı hızlı bir şekilde bozulmuştur. Bu doğrultuda, 2001 krizinden bu yana GSYH'ya oranla en büyük bütçe açığının ve ilk faiz dışı açığın verildiği yıl 2009 olmuştur. Bardağın dolu tarafında ise, konjoktüre uygun olarak bütçedeki tahribatı resesyona yıkıcı etkilerini sınırlamanın ve bu döngüden çıkışın altyapısını hazırlamanın bir maliyeti olarak görülmesi vardır. Türkiye de bu lehte algılanmanın yarattığı fırsatı kaçırmamış, belki de tarihte ilk kez döngü karşıtı para ve maliye politikasını beraberce uygulamıştır. Ekonominin dipten dönmesiyle beraber her iki politikanın aşağı yönlü esnekliğinde sona gelmesi de benzer tarihlerde olmuş, Kasım 2009'da faiz indirimlerine ara verilirken, Aralık 2009'daki vergi artırımları bütçe performansının dönüm noktası olmuştur. Önümüzdeki dönemde ise, her ne kadar toparlanmanın gücü ve kalıcılığı konusundaki belirsizlikler sürse de, olağanüstü koşulların bu politikaları getirdiği noktadan daha normal bir noktaya doğru gidiş devam edecektir. Bu bağlamda, normalleşme yolunda Merkez Bankası'nın bu hafta ilk adımları attığı izlenmektedir. Maliye politikasındaki normalleşmenin başladığından emin olmamız için ise, son aylardaki olumlu bütçe performansına rağmen bazı önemli testlerin geçilmesi gerektiğini düşünüyoruz. Bunlar, yapısal (mali kural) ve konjoktürel (beklenenden güçlü büyümenin oluşturacağı mali alanın kullanımı) alanlarda olacaktır. Yapısal alanda, ilk çeyrek sonunda yasalaşması taahhüt edilen mali kural, TBMM'nin yoğun siyasi gündeminde arka plana itilmiş gibi görünmektedir. Konjoktürel alanda ise, bu yılın iddialı olmayan bütçe hedeflerine ulaşılması şu an oldukça kolay gibi görünse de 2011 ortalarında gerçekleşecek genel seçimler öncesinde ekonomik toparlanma sayesinde oluşan bu mali alanın, harcama artışlarına dönüştürülmesi riski devam etmektedir.

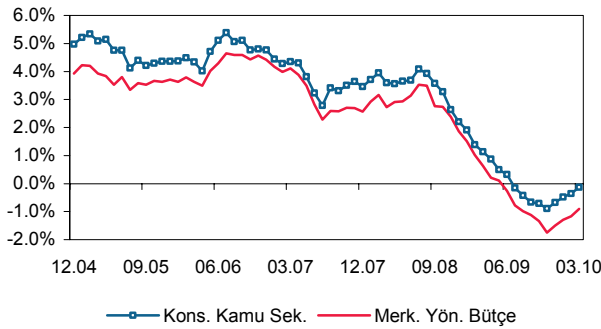
Faiz Dışı Dengenin Yıllık Seyri ve OVP Hedefleri (Program Tanımlı, GSYH %)



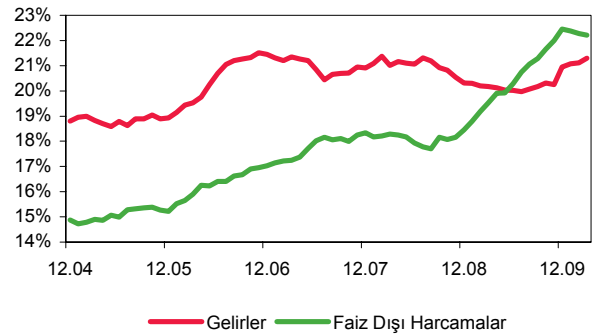
Bu temel saptamaları yaptıktan sonra, hem bütçe performansının güncel durumunu hem de daha geniş bir tanım olan konsolide kamu sektörünün 2009 yılı performansını, yeni açıklanan verilerin ışığında ele almak istiyoruz. Önce kesinleşmiş 2009 yılı gerçekleştirmelerini vererek başlayalım. Aktaracağımız tüm veriler program tanımlı ve GSYH'ya oran olarak sunulacaktır. Buna göre, 2009 yılında Merkezi Yönetim Bütçesi (MYB) faiz dışı dengesi % 1.5 verirken KİT'ler ve bütçe dışı fonların da eklendiği Konsolide Kamu Sektörü (KKS) faiz dışı açığı % 0.7 ile sınırlı kalmıştır. Bütçe açığı ise, MYB için % 6.3 ve KKS için % 5.1 düzeyinde oluşmuştur. Bu gerçekleştirmeler revize MYB ve KKS hedeflerine göre iyi, ancak 2008 ve öncesi yıllara göre olumsuz bir performansa işaret etmiştir.

Bu yılın ilk çeyreğinin değerlendirmesine gelince; hafta içinde yayınladığımız FlaşNot'ta değindiğimiz gibi, Mart ayında merkezi yönetim bütçesi 1.6 mlr TL faiz dışı açık vermiş, geçen yılın aynı dönemine denk gelen 4.3 mlr TL'lik faiz dışı açıktan daha iyi performans sergilemiştir. Bir kerelik gelirleri dışlayan ve temel eğilimi yansıtmaması açısından bizim daha fazla önem verdiğimiz program tanımlı değerler de, Aralık'ta başlayan iyileşmenin Mart ayında da devam ettiğini teyit etmektedir. Bizim hesaplamalarımıza göre, program tanımlı MYB faiz dışı dengesi, geçen yılki 4.5 mlr TL faiz dışı açıktan daha düşük olan, 2.1 mlr TL açık vermiştir. Bu arada, konsolide kamu sektörüne ait faiz dışı denge rakamlarını da hesapladık. KİT'ler için Aralık 2009, bütçe dışı fonlar ve İşsizlik Fonu için ise Ocak 2010 verilerine ulaşabiliyoruz. Geri kalan dönem için henüz açıklanmayan verilerin de önceki yıla göre benzer değerlerde olacağını varsayarak yaptığımız hesaplamalara göre, 12 ay birikimli faiz dışı açığın GSYH'ya oranı 2009 sonunda % 0.7 seviyesinden Mart sonunda % 0.1'e kadar gerilemiştir. Bilindiği gibi hükümetin KKS hedefi 2010 sonu için % 0.3 faiz dışı açık idi ki biz bu hedefin yeterince sıkı bir maliye politikasına işaret etmediğini defalarca söylemiştik. Bu hedefe ulaşılması şu an oldukça kolay gibi görünse de 2011 ortalarında gerçekleşecek genel seçimler öncesinde ekonomik toparlanma sayesinde oluşan bu mali alanın, harcama artışlarına dönüştürülmesi riski olduğunu düşünüyoruz. Örneğin yeni açıklanan küçük esnafı desteklemeyi amaçlayan yeni düzenlemelerin 2 yılda yaklaşık olarak 2 mlr TL'ye (GSYH'nin % 0.2'si) mal olacağı açıklanmıştır.

Faiz Dışı Denge (Son 12 ay kümülatif, GSYH'ya Oranı)



Bütçe Gelirleri ve Faiz Dışı Harcamalar (Son 12 ay küm., GSYH'ya Oranı)



Kaynak: Maliye, Hazine, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

Faiz dışı denge performansında trend açısından önemli olan, bütçe gelirleri ve faiz dışı harcamalarının GSYH'ya oranla seyridir. Mali disiplinin esas göstergesi ise faiz dışı harcamaların kontrol altında olduğu gibi bir görüntü vermesidir. Bu verilerden, son dönemdeki iyileşmenin esas olarak gelir tarafından kaynaklandığı, faiz dışı harcamaların ise bütçenin kötü performansı sırasında ulaştığı yüksek seviyelere yakın kaldığı izlenmektedir. Aralık sonu itibarı ile bu tür harcamaların GSYH'ya oranı % 22.5 ile şimdiye kadar görülen en yüksek değerine çıkmış, ilk çeyrek sonunda ise % 22.2'ye hafif gerileme göstermiş ancak kriz öncesi dönemdeki % 18 civarındaki ortalamasının çok üzerine yerleşmiş görünmektedir. Dolayısı ile, son dönemde ekonomik aktivitede görülen toparlanmayla sağlanan gelirlerdeki iyileşme, bütçenin orta-uzun vadeli performansı açısından çok rahatlatıcı olmamaktadır. Zira, büyümenin çok güçlü olduğu yıllar dahil gelirlerin GSYH'ya oranla ulaştığı en yüksek seviye % 21.5 olarak görünmektedir ki,

harcamalardaki eğilim kırılmazsa bu bize % 0.5-1.0 civarındaki faiz dışı açığın altına kalıcı olarak inilmesinin zor olacağını düşündürmektedir. Faiz dışı harcamaların yüksek seyretmesi, mevcut konjunktürde savunulması çok zor olmayan bir tercihin sonucudur. Zor olan, bu eğilimin, bir süre daha kırılğan seyredebilecek ekonomik aktivite görünümü altında tersine çevrilmesi olacaktır. Harcamaların henüz kontrol altına alındığı gibi bir görüntü sergilememesi (faiz dışı harcamaların en önemli kalemleri cari transferler ve personel giderleri geçen yılın ilk çeyreğine göre % 14.6 ve % 11.9 artmış) yapısal çözüm gereğine işaret ederken, bütçede her tedbir gereği ortaya çıktığında, dolaylı vergilere başvurulması mali uyumun kalitesi açısından iyi bir görüntü vermemektedir.

Sonuç olarak, bütçede Aralık ayında başlayan toparlanmanın devam ettiğini izlerken, bu gelişmeyi borçlanma baskısının azalması anlamında olumlu karşılamaktayız. Ancak, mali disiplinin test edileceği esas alanların, faiz dışı harcamalardaki eğilim ve mali kural gibi önemli bir yapısal düzenlemenin hayata geçirilmesi, olacağını düşünüyoruz. Bu yılın bütçe hedeflerine ulaşılması kolay gibi görünürken, ekonomik toparlanma sayesinde oluşan bu mali alanın 2011 ortalarında gerçekleşecek genel seçimler öncesinde harcama artışlarına dönüştürülmesi riski devam etmektedir.

Önümüzdeki Haftanın Gündemi

▪ Bu hafta yurtiçindeki en önemli gelişme, Perşembe günü Merkez Bankası beklenti anketi olacak. Ayrıca anayasa değişikliği teklifinin TBMM Genel Kurulundaki görüşmelerine Pazartesi günü başlanması planlanıyor. Yurtdışında ise, özellikle daha yoğun bir veri gündemi olan ABD'de, konut verileri ve dayanıklı tüketim malı siparişleri takip edilecek. Euro Bölgesinde ise imalat ve hizmet geçici PMI endeksleri yayınlanacak. Almanya'da da IFO iş ortamı endeksi takip edilecek.

Türkiye'de Açıklanacak Veriler

Önem	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Fortis Tahmin (Konsensus)
Düşük	Mer. Yön. Borç Stoku, Mart		20 Nis., 17:00	-
Yüksek	MB Beklenti Anketi, Nis.	-	22 Nis., 16:30	-

Yurtdışında Açıklanacak Veriler

Önem	Ülke	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus
Orta	Almanya	ZEW Endeksi, Nis.	-	20 Nis., 12:00	45.4
Yüksek	Euro Bölgesi	Hizmet Sektörü Geçici PMI End., Nis.	-	22 Nis., 10:58	54.4
Yüksek	Euro Bölgesi	İmalat Sanayi Geçici PMI End., Nis.	%	22 Nis., 10:58	56.5
Yüksek	ABD	Çekirdek ÜFE ve ÜFE, Mart	% aylık	22 Nis., 15:30	0.1 & 0.3
Yüksek	ABD	İkinci El Konut Satışları, Mart	mln	22 Nis., 17:00	5.21
Orta	Almanya	İfo İş Ortamı Endeksi, Mart	-	23 Nis., 11:00	98.6
Yüksek	ABD	Dayanıklı Tüketim Malı Sip., Şub.	% aylık	23 Nis., 15:30	0.4
Yüksek	ABD	Yeni Konut Satışları, Şub.	mln	23 Nis., 17:00	0.32

Makro ve Finansal Gösterge Tahminleri

Makro Ekonomik Görünüm 2009-2012

	2009	2010t	2011t	2012t
GSYİH (Milyar TL) (*)	954.0	1,090.6	1,198.1	1,311.5
GSYİH (Milyar US\$) (*)	616.6	722.2	777.2	834.8
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 (Milyar US\$)	-38.6	-62.8	-70.6	-70.5
İhracat (FOB, Bavul hariç)	102.2	115.6	132.6	144.4
İthalat (CIF, Altın dahil)	140.8	178.3	203.2	214.8
Cari İşlemler Dengesi (Milyar US\$)	-13.7	-35.3	-39.8	-36.9
Cari İşlemler Dengesi / GSYİH (%)	-2.2	-4.9	-5.1	-4.4

(*) 2009 değerleri tahminidir.

Finansal Göstergelere İlişkin Tahminler

	16 Nisan	1Ay	3Ay	6Ay	12Ay	2010	2011
USD/TL	1.4720	1.5000	1.5100	1.5200	1.5300	1.5200	1.5600
EUR/TL	1.9958	2.0300	2.0700	2.0800	2.1400	2.1300	2.1800
Döviz Sepeti	3.4678	3.5300	3.5800	3.6000	3.6700	3.6500	3.7400
EUR/USD	1.3558	1.3500	1.3700	1.3700	1.4000	1.4000	1.4000
O/N	6.50%	6.50%	6.75%	7.50%	10.00%	8.50%	10.00%
Gösterge Tahvil	8.90%	9.40%	9.70%	10.80%	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.