

Makroskop

10 - 16 Mart 2008

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 Yıldız (Yönetici Yrd.)
Tel: 0212 318 37 90
Email: nilufer.yildiz@fortis.com.tr

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

Ya Biz Hesap Bilmiyoruz, Ya da...

Türkiye ekonomisinin 2001 krizi sonrasında geçirdiği dönüşüm sürecinin en önemli unsurlarından biri, belki de birincisi, mali disiplin ve şeffaflığın tesis edilmesi ve yüksek faiz dışı fazla olarak yansıyan güçlü mali performanstır. Bu bağlamda, geçtiğimiz yılın performansında görülen sapmadan sonra **bu yıl da hem performansı etkileyecek ve hem de disiplin, şeffaflık ve denetim gibi evrensel mali ilkeleri zedeleyecek girişimleri gözlemek bizi endişelendirmektedir.**

Bunlardan birincisi, IMF'ye bu yönde söz verilmesi ve Hazine'den sorumlu bakanın yeterli kaynak olmadığı yönündeki beyanlarına rağmen işverenlerden kesilen sosyal güvenlik priminde 5 puanlık indirim gitme planıdır. Söz konusu indirim gerçekleşirse bütçeye maliyeti, AB'ye sunulan Katılım Öncesi Ekonomik Program'da belirtildiği üzere yürürlüğe girdiği yılı ve takip eden yılı etkileyecek şekilde, sırasıyla 4.2 ve 5.5 mlr YTL (GSMH'ya oranla % 0.6) olarak tahmin edilmektedir.

İkincisi ve özellikle evrensel mali ilkeler açısından en sakıncası ise, ulaştırma altyapı yatırımları için bütçe dışında bir fon oluşturulması ve ilgili tüm gelirlerin buraya yönlendirilmesi girişimi olmuştur. TCMB'de toplanacak bu hesaptan yapılacak harcamalar böylece Sayıştay denetiminden çıkarken, sadece yılda bir kere Başbakanlık Yüksek Denetleme Kurulu tarafından denetlenecektir. Tasarıda ayrıca, bu hesaptan yapılacak harcamalara 5018 sayılı Kamu Mali Yönetimi ve Kontrol Kanunu çerçevesinde getirilecek her türlü kısıtlama ve kesintilerin uygulanmayacağı belirtilmiştir. Bilindiği gibi, bütçede tasarruf tedbiri alınması gerektiğinde genellikle yatırımlarda kesintiye gidilir ve bundan ilk planda bu tür projeler etkilenirdi.

Ocak ayı sonunda TBMM'ye sunulan tasarı ilk duyulduğunda verilen tepki "herhalde sağduyu galip gelir ve bu hatadan geri dönülür" şeklindeyken, geçen hafta içinde Ulaştırma Bakanı Binali Yıldırım tarafından yapılan açıklamalar girişimin ciddiyetini göstermiştir. Yıldırım, karayollarına ilişkin büyüklüğü 29 mlr YTL'yi bulan projelerin gerçekleştirilmesi için yeni bir fon oluşturulduğunu ve ulaştırma sektörü kaynaklı gelirlerin bir bölümünün 10 yıl süreyle ulaştırma altyapısı harcamalarında kullanılmasının öngörüldüğünü belirtti. TBMM Plan ve Bütçe Komisyonu'nda halen görüşülmekte olan yasa teklifine göre, hesaba aktarılacak gelirler aşağıdaki gibidir;

- Ulaştırma Bakanlığı ve bağlı kuruluşlara ait şirketlerle varlıkların özelleştirilmesinden elde edilen gelirlerin % 90'ı,
- Devlet Hava Meydanları İşletmesi Genel Müdürlüğü'nce hava limanlarından elde edilen kira gelirlerinin tamamı,
- Köprü, otoyol ve diğer karayolu geçiş ücretlerinden elde edilen gelirlerin % 90'ı ve özelleştirilen araç muayene istasyonlarından elde edilen gelirden Hazine'ye düşen payın % 90'ı,

- Telekomünikasyon Kurumu'nun her üç ayda bir giderlerinin karşılanmasından sonra kalan miktarın % 80'i ile kurum tarafından yapılan her türlü yetkilendirme bedelinin % 90'ı,

Ayrıca, bu kanunun yürürlük tarihinden önce özelleştirilen TCDD limanlarından elde edilen gelirin de bu hesaba aktarılması öngörülmüştür.

Görüldüğü gibi, söz konusu tasarının bir yandan harcamalar üzerindeki kontrolün gevşemesi bir yandan da bazı gelirlerden mahrum kalınması gibi etkileri olacaktır. Ayrıca, ulaştırma ile ilgili özelleştirmelerden elde edilecek gelirlerin bu yeni hesaba yönlendirilmesi, Hazine'nin finansman imkanlarını da olumsuz etkileyecektir. Bilindiği gibi, mevcut uygulamada kanunla düzenlenmedikçe özelleştirmeden elde edilen gelirler bütçeye gelir kaydedilmemekte ve Hazine'nin finansman hesabına yönlendirilmektedir. Bu yöntemle 2007 yılında ÖB'den aktarılan yaklaşık 9 mlr YTL, borç geri ödemelerinde kullanılmıştı.

Bütçeye ve mali disipline olumsuz yansiyacak üçüncü girişim ise, belediye ve mahalli idarelere bütçeden aktarılan payın artırılmasına yönelik düzenlemedir. Bu konuda son günlerde çıkan haberlere göre, 2007'de 13.3 mlr YTL aktarılan belediyeler, yeni düzenlemeler sonrası 4.2 mlr YTL artışla 17.5 milyar YTL'lik bir kaynağa ulaşabilecekler. Bilindiği gibi, Hazine bütçe gelirlerinden, 16 büyükşehir belediyesine % 5, belediyelere % 1, ilk özel idarelerine % 1.2 kaynak aktarmaktadır. Ancak bütçeden yapılan bu aktarımlar hesaplanırken Özel Tüketim Vergileri (ÖTV) ve Özel İletişim Vergisi (ÖİV) gelirleri dahil edilmemektedir. Düzenleme ise, ÖTV ve ÖİV gelirlerinin de pay hesabında dikkate alınmasını getirmektedir. Dolayısı ile, bütçede bu ölçüde gelir azalışı gözlenebilecektir.

Yukarıda belirttiğimiz girişimlerden herhangi birinin hayata geçmesinin bile, zaten son gözden geçirmenin sürekli gecikmesinden de görüldüğü gibi, fiilen askıda olan IMF ilişkilerini derinden etkileyeceğini düşünüyoruz. Son yıllarda yapısal reformlarda fazla ilerleme sağlanamaması nedeniyle IMF ile ilişkilerin temelini, kurumun mali denetim işlevi oluşturmuştur. Türkiye halen IMF'nin bu işlevinin yerine koyacağı bir mekanizmayı oluşturamamıştır. Önceki gözden geçirmelerde belirli bir mali çerçeve üzerinde anlaşıldığı söylene de, bunun hangi mali kural (bütçe açığı, faiz dışı harcamalara tavan veya borçlanma sınırı v.b) ile destekleneceği bir türlü ortaya konamamıştır. Durum böyleyken, bunun üzerine mali birliği ve disiplini bozacak, performansı olumsuz etkileyecek girişimlerde bulunulması yeni bir program üzerinde anlaşılmasını da zorlaştıracaktır.

2008 yılına girerken yayınladığımız raporda, yılın en kritik konularından birinin, hükümetin yeni dönemde IMF ile ne tarz bir anlaşma tercih edeceği olduğunu söylemiştik. Zira, mevcut stand-by programına göre daha gevşek bir çapa tercih edilmesi durumunda bütçedeki yapısal sorunların da devam etmesi (bir defaya mahsus gelirler, dolaylı vergilerin ağırlığı, harcamaların tam olarak kontrol altına alınamaması v.b) sebebiyle odaklanılması beklenen mikro reformların (işgücü maliyetlerinin aşağı çekilmesi, istihdam piyasasının iyileştirilmesi, kayıt dışının azaltılması, ara malı üretiminin teşvik edilmesi v.b) sulandırılması veya gecikmesi tehlikesi bulunmaktaydı. Bu endişemiz farklı şekilde olsa da haklı çıkmışa benzemektedir. **Atılması planlanan adımlarla tersten gidilerek (kaynak yaratmadan işgücü maliyetlerinin azaltılması, bütçedeki yapısal sorunları daha da derinleştirecek girişimler) zaten son derece gevşek bir programdan başka bir seçenek bırakılmamış olacaktır.** Bu ise, giderek daha sıkıntılı bir hale gelen mevcut konjonktürde ne derece doğru bir karar olacaktır, emin değiliz....

Sonuç olarak, mali disiplinden disiplinsizliğe gidiş anlamına gelen girişimler kaygı verirken, bunların henüz hayata geçmemesi, halen hatadan dönme için bir umut olduğuna işaret etmektedir. Mevcut konjonktürde verilmesi gereken doğru mali tepki, bütçe performansını zayıflatacak kararlar değil tersine performansı geçen yılın üzerine çıkaracak sıkı harcama kontrolü olmalıdır. Zira, öngördüğümüz aktivite yavaşlamasının gerçekleşmesi vergi gelirlerinden beklenen katkının

gelemeyeceği anlamını taşıyacaktır. Bu girişimlerden geri dönölmezse, IMF ile mevcut programı bitirmek ve yeni bir program oluşturmak da son derece güçleşecektir. IMF'siz de olur diyenler, bunun yerine konulacak bir mali kuralın ne derece güvenilir ve inanılır olacağını da düşünmelidir.

Önümüzdeki Haftanın Gündemi

- Cumartesi günü TÜİK, uzun zamandır beklenen, revize edilmiş metot ve kapsamlı, 1998 baz yıllı güncellenmiş milli gelir çalışmasının sonuçlarını yayınlayacak.
- ABD'de yayınlanacak TÜFE ve perakende satışlara ek olarak, Fed Başkanı Bernanke'nin Cuma günü yapacağı konuşma bu hafta önemli olabilir.
- Hazine bu hafta Çarşamba günü gerçekleştireceği 4,104 mln YTL'lik itfa öncesinde, Salı günü 10.09.2008 vadeli 6 aylık referans bono ve 7.10.2009 vadeli gösterge tahvil ihraç edecek.

Türkiye'de Açıklanacak Veriler

Önem	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Fortis Tahmin	Konsensus
Orta	CNBC-e Tüketim End., Şub.	-	10 Mart, 9:00	-	-
Orta	Sanayi Üretimi, Ocak	% yıllık	10 Mart, 10:00	10.0	10.0
Zayıf	Nakit Bazlı FDF, Şub.	Mlr YTL	10 Mart	5.0	-
Yüksek	Cari Açık, Ocak	US\$ mln	10 - 14 Mart, 17:00	4,600	4,209
Orta	Merkezi Hük. Bütçesi FDF, Şub.	Mln YTL	11 - 14 Mart	-	-

Yurtdışında Açıklanacak Veriler

Önem	Ülke	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus
Orta	Almanya	ZEW Endeksi, Mart	-	11 Mart, 12:00	-39.0
Zayıf	ABD	Dış Ticaret Dengesi, Ocak	US\$ mln	11 Mart, 14:30	-59.5
Zayıf	ABD	İhracat & İthalat Fiyatları, Şub.	%	13 Mart, 14:30	0.6 & 0.8
Yüksek	ABD	Perak. Satış.; Toplam & Oto. Hariç, Şub.	% aylık	13 Mart, 14:30	0.2 & 0.2
Yüksek	ABD	Çekirdek TÜFE ve TÜFE, Şub.	% aylık	14 Mart, 14:30	0.2 & 0.3
Orta	ABD	Michigan Tüketici Güven Endeksi, Mart	-	14 Mart, 16:00	71.0

Makro ve Finansal Gösterge Tahminleri

Makro Ekonomik Görünüm 2006-2009

	2006	2007	2008t	2009t
GSMH (Mlr YTL)	575.8	639.4	695.2	759.5
GSMH (Mlr US\$)	399.7	491.3	558.5	589.5
GSMH büyümesi	6.0%	4.5%	4.5%	5.0%
ÜFE (yıllık %)	11.6	5.9	4.0	4.3
TÜFE (yıllık %)	9.7	8.4	5.5	4.5
Dış Ticaret Dengesi (Mlr US\$)	-54.0	-62.8	-68.0	-66.7
İhracat (FOB, Bavul hariç)	85.5	107.2	121.9	138.1
İthalat (CIF, Altın dahil)	139.6	170.0	189.9	204.8
Cari İşlemler Dengesi (Mlr US\$)	-32.2	-38.0	-43.2	-40.8
Cari İşlemler Dengesi / GSMH (%)	-8.1%	-7.7%	-7.7%	-6.9%

Finansal Göstergelere İlişkin Tahminler

	7 Mart	1Ay	3Ay	6Ay	12Ay	2008	2009
USD/YTL	1.2101	1.2108	1.2321	1.2675	1.2866	1.2900	1.3000
EUR/YTL	1.8541	1.8404	1.8358	1.8379	1.8012	1.8300	1.8200
Döviz Sepeti	3.0642	3.0512	3.0678	3.1054	3.0878	3.1200	3.1200
EUR/USD	1.5322	1.5200	1.4900	1.4500	1.4000	1.4000	1.4000
O/N	15.25%	15.25%	15.00%	14.75%	14.25%	14.50%	13.00%
Gösterge Tahvil	17.70%	17.20%	16.50%	15.90%	15.30%	15.60%	13.90%

Fortis Bank S.A./N.V. Montagne du Parc 3 B-1000 Brussels Belçika Tel: +32 2 565 11 11	Fortis Bank Hollanda N.V. Rokin 55 P.O. Box 243 1000 AE Amsterdam Hollanda Tel: +31 20 527 91 11	Fortis Bank Lüksemburg 50, avenue J.F. Kennedy L-2951 Luxembourg Lüksemburg Tel: +352 42 421	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 Hong Kong 27/F, Fortis Bank Tower 77-79 Gloucester Road Hong Kong Tel: +852 28 23 04 56	Fortis Bank İtalya Via Cornaggia 10 I-20123 Milano İtalya Tel: +39 02 57 53 24 61	Fortis Bank Norveç Haakon VII's gate 10 0161 Oslo Norveç Tel: +47 23 11 49 50
Fortis Bank Polonya 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	Beta Capital S.V., S.A. Serrano 73 28006 Madrid İspanya Tel: +34 91 436 56 00
Fortis Bank Türkiye Yıldız Posta Caddesi No: 54 Gayrettepe 34353 İstanbul Türkiye Tel: +90 212 274 42 80	Fortis Bank UK Camomile Court 23 Camomile Street London EC3A 7PP İngiltere Tel: +44 207 247 80 00	Fortis Bank ABD 520 Madison Avenue, 3 rd Floor New York, NY 10022 ABD Tel: +1 212 418 87 00	Fortis Securities LLC 520 Madison Avenue, 3 rd Floor New York, NY 10022 ABD Tel: +1 212 418 87 14

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 çalışana 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.