

Makroskop

25 - 31 Ocak 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

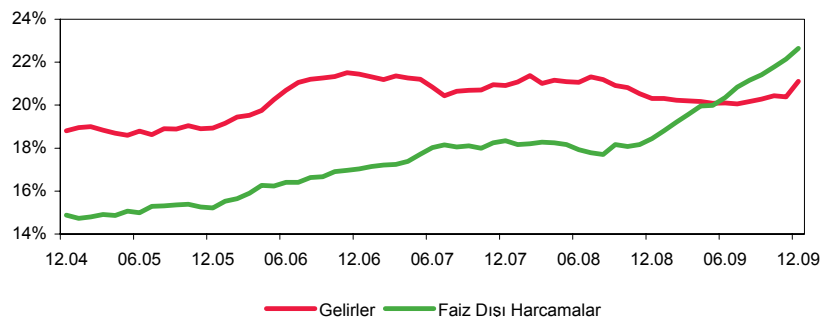
Nilüfer Sezgin (Yönetici Yrd.)
Tel: 0212 318 37 90
Email: nilufer.s@fortis.com.tr

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

Kralını Değil, Kuralını Getiriyoruz...

Geçtiğimiz yıl bütçesinin Orta Vadeli Program'da (OVP) revize edilen hedeflere göre daha iyi bir yerde sonuçlanmasını (62.8 mlr TL v.s 52.2 mlr TL) olumlu bulmuş, baz dönemindeki bu iyileşmenin 2010 yılına ait bütçe hedeflerinin daha gerçekçi görünmesi anlamına geleceğini (Bknz. FlaşNot - Bütçe, 15 Ocak) belirtmiştik. Zira, hesaplamalarımıza göre, IMF tanımlı merkezi yönetim bütçesi faiz dışı açığının 12 aylık birikimli değeri GSYH'nin % 1.5'ine iyileşirken, KİT ve bütçe dışı fonları da dahil eden konsolide kamu sektöründe (KKS) ise bu oran % 1.1 olmuştur. Oysa, OVP'de aynı sırayla gerçekleştirme beklentisi % 2.2 ve % 2.1 olarak verilmişti. Bu durumda, 2010 yılının % 0.8 ve % 0.3'lük faiz dışı açık hedefleri 2009 yılına ait gerçek rakamlara daha yakın olduğundan yavaş da olsa devam eden ekonomik toparlanma ile birlikte hedefler daha ulaşılabilir olarak görünecektir. **Buraya kadar her şey güzel de, bütçe faiz dışı harcamalarının alınan karşı yöndeki tedbirlere rağmen devam eden yükseliş eğilimi bizim canımızı sıkmaya devam etmektedir.** Aralık sonu itibarı ile bu tür harcamaların GSYH'ya oranı % 22.6 ile şimdiye kadar görülen en yüksek değerine çıkmış, kriz öncesi dönemdeki % 18 civarındaki ortalamasının çok üzerine yerleşmiştir. Dolayısı ile, son dönemde ekonomik aktivitede görülen toparlanmayla sağlanan gelirlerdeki iyileşme, bizi çok rahatlatmamaktadır. **Zira, gelirlerin GSYH'ya oranla büyümenin çok güçlü olduğu yıllar dahil ulaştığı en yüksek seviye % 21.5 olarak görünmektedir ki, harcamalardaki eğilim kırılmazsa bu bize % 1 civarındaki faiz dışı açığın altına inilmesinin zor olacağını düşündürmektedir.** Faiz dışı harcamaların bu denli sıçrama göstermesi, mevcut konjonktürde savunulması çok zor olmayan bir tercihin sonucudur. Zor olan, bu eğilimin, kırılğan seyretmesi beklenen ekonomik aktivite görünümünü altında tersine çevrilmesi olacaktır. Harcamaların, başta sosyal güvenlik ve bununla ilgili transferler olmak üzere, bir türlü kontrol altına alındığı gibi bir görüntü vermemesi yapısal çözüm gereğine işaret ederken, bütçede her tedbir gereği ortaya çıktığında, dolaylı vergilere başvurulması mali uyumun kalitesi açısından iyi bir görüntü vermemektedir.

Merkezi Yönetim Bütçesi'nde Gelirler ve Faiz Dışı Harcamalar (GSYH'ya oranla)



OVP hedeflerine bakıldığında da, MYB gelirlerinin GSYH'ya oranla 2010-12 döneminde % 21.4 seviyesinde alındığı, faiz dışı harcamaların ise % 22.2'den başlayarak kademeli azalışla % 21'e gerilediği bir patika çizildiği görülmektedir. Gelirlerin 2004-07 ortalamasının % 20 olduğu, büyümenin 2010 yılı tahminimize yakın olduğu 2007 yılında ise % 21 olduğu dikkate alındığında, **yeni tedbirler alınmazsa OVP gelir tahminleri üzerinde aşağı yönlü risklerin devam ettiği söylenebilir.** Faiz dışı harcamalar tarafında ise, 2009 yılında bütçe açığının revize hedefin altında kalmasına rağmen harcama hedefinin 0.3 puan üzerine çıkıldığı gözlenmektedir. Bu durumda, **2010 yılından itibaren faiz dışı harcamalarda öngörülen gerileme için harcamalar tarafında da ek tedbirlerin alınması gerekli görünmektedir.**

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

	Milyar TL				GSYH'ye Oran (%)			
	Gerçekleşme	Orta Vadeli Mali Plan			Tahmin*	Orta Vadeli Mali Plan		
		2009	2010	2011		2012	2009	2010
Merkezi Yönetim Bütçe Giderleri	267.3	286.8	298.2	314.4	27.4	27.9	26.7	25.6
Faiz Dışı Giderler	214.1	230.1	243.0	259.0	21.9	22.4	21.7	21.1
Personel Giderleri	55.9	60.3	64.1	68.4		5.9	5.7	5.6
Sosyal Güv.Kur. Devlet Primi	72.1	11.1	11.7	12.5		1.1	1.0	1.0
Mal ve Hizmet Alım Giderleri	29.6	25.9	27.6	28.8		2.5	2.5	2.3
Cari Transferler	91.8	102.2	109.6	117.2		9.9	9.8	9.6
Sermaye Giderleri	19.8	19.0	18.3	20.1		1.9	1.6	1.6
Sermaye Transferleri	4.3	3.2	3.3	3.5		0.3	0.3	0.3
Borç Verme	5.4	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
Faiz Giderleri	53.2	56.8	55.2	55.4	5.4	5.5	4.9	4.5
Merkezi Yönetim Bütçe Gelirleri	156.4	236.8	253.1	275.4	16.0	23.0	22.6	22.4
Vergi Gelirleri	172.4	193.3	210.2	229.5	17.7	18.8	18.8	18.7
Bütçe Dengesi	-52.2	-50.0	-45.1	-39.1	-5.3	-4.9	-4.0	-3.2
Faiz Dışı Denge	1.0	6.7	10.1	16.3	0.1	0.7	0.9	1.3
Faiz Dışı Denge (Program tanımlı)	-14.5	-8.4	-2.1	4.3	-1.5	-0.8	-0.2	0.4

* 2009 GSYH rakamı Fortis'in tahminidir

En az bu analizlerin ortaya koyduğu ek tedbir ihtiyacı kadar önemli bir unsur ise, bu gerekliliğin yerine getirip getirilmeyeceği konusundaki belirsizliktir.

Hükümetlerin bu yöndeki iradelerini sadece ekonominin gereklerine bakarak yerine getirmekte zorlandıkları, her zaman kendilerine belirli bir manevra alanı sağlama ihtiyacı içinde oldukları bilinen bir gerçektir. Oysa, burada ortaya konacak öngörülebilirlik ve şeffaflığın para politikasını doğrudan, ekonomide diğer karar alıcıları ise dolaylı olarak etkileyeceği de bilinmektedir. Nitekim, bu soruna bir çözüm bulma arayışları, **mali kural uygulamalarının** ve bu uygulamaları destekleyen **mali sorumluluk yasalarının** dünyada giderek yaygınlaşmasını getirmiştir. Türkiye'nin de bu kervana katılması beklenmektedir. OVP'de açıklandığı gibi, mali kurala ilişkin yasal altyapının ilk çeyrek sonuna kadar tamamlanması hedeflenirken, 2011 yılı bütçe döneminden itibaren de kamu mali yönetiminin belirlenen mali kural ile uyumlu olarak yürütüleceği belirtilmektedir. Mali kurala ilk kez 12 Mayıs 2008 tarihi Makroskop'ta değinmiş, IMF'nin Türkiye çalışmalarında, harcamalar veya bütçe dengesi üzerine konulacak bir mali kuralın borç indirimine yardımcı olacağını belirttiğini, aktarmıştık. IMF'nin eski programlardaki faiz dışı fazla hedefinin yerini alacak **mali kural için tercihinin, borç stoku ile ilişkilendirilerek faiz dışı harcamaların sınırlandırılması içeren bir kural olduğu anlaşılmaktaydı.** Faiz dışı harcamalardaki bir türlü kırılmayan artış eğilimi bu tercihi rasyonel gösteriyordu. Buna karşılık, artık sonuna gelindiği anlaşılan mali kural çalışmalarında, kamu açığındaki gerekli değişimi hesaplayacak bir kural oluşturulacağı (Bknz. Mali Kurala ilişkin kutu) anlaşılmaktadır.

Mali kural çerçevesinde, orta-uzun vadede kamu açığının milli gelire oranının, sürdürülebilir bir borç yapısı ile uyumlu bir düzeyde gerçekleşmesi hedeflenmektedir. **Yani öncelikle, uzun vadede borç stoku GSYH oranını**

sürdürülebilir bir seviyede tutacak kamu açığı belirlenecek, sonrasında ise bu hedefe giderken karşılaşılabilecek yıllık sapmaları giderecek bir mekanizma oluşturulacaktır. Kamu açığında yapılacak uyarlamayı belirlerken, ilk olarak bir önceki yıl gerçekleşen açığın orta-uzun vadeli hedefin ne kadar uzağında olduğu dikkate alınırken, dikkate alınacak ikinci faktör konjonktürün etkisi olacaktır. Böylece, kamu açığındaki uyarlama büyümenin uzun dönem ortalamasının üzerinde olduğu yıllarda daha yüksek, altında olduğu yıllarda ise daha düşük olacaktır. **Yani mali kural, büyümenin yüksek olduğu yıllarda daha az bir kamu açığına, düşük olduğu yıllarda ise daha yüksek bir açığa izin verecektir.**

Kural ismi itibarı ile, fazla esnek olmayan bir yapıyı çağrıştırırsa da, y ve k gibi katsayıların (kamu açığının orta-uzun vadeli hedefine yakınsama hız katsayısı ve döngüsel etkiyi yansıtma katsayısı) seçilebilmesi, hedef kamu açığının ve büyüme hızının uzun dönemli ortalamasının serbestçe belirlenebilmesi, mali kuralın önemli esneklikler içerdiğini de düşündürmektedir. Dolayısı ile, mali kurala ilişkin bu parametrelerin seçimi kritik önemde olacaktır. Teknik çalışmaların belli bir olgunluğa erişmesini olumlu bulurken, mali kuralın yasal altyapısı, bağlayıcılığı ve gözetimine ilişkin daha fazla netleşmeyi de görmek istiyoruz. Bu unsurların eksik kaldığı bir mali kuralın, mali disiplini garanti etmeyeceğini düşünüyoruz.

Sonuç olarak, bütçede revize hedeflere göre daha iyi bir performans sağlansa da, bütçe faiz dışı harcamalarının devam eden yükseliş eğilimi önümüzdeki dönem hedefleri için soru işaretlerinin ortadan kaybolmasını engellemektedir. Hükümetlerin maliye politikalarında esneklik arayışı, öngörülebilirlik ve şeffaflığı zedeleyerek, para politikasını ve ekonomideki diğer karar alıcıları olumsuz etkilemektedir. Bu soruna çözüm olarak, mali kural uygulamalarının ve bu uygulamaları destekleyen mali sorumluluk yasalarının dünyada yaygınlaştığı, Türkiye'nin de bu ülkeler arasına katılmaya yaklaştığı izlenmektedir. IMF anlaşması olsun olmasın, yasal altyapısı ve bağlayıcılığı iyi şekillendirilmiş yukarıda bahsettiğimiz esneklikleri getirecek bir mali kural uygulamasını, her zaman vurguladığımız gibi, önemli bir ilerleme olarak göreceğiz.

Mali Kural

$\Delta a = y (a_{(-1)} - a^*) + k (b - b^*)$ şeklinde ifade edilebilir.

Δa : Kamu açığındaki değişim / GSYH

$a_{(-1)}$: Bir önceki yıl gerçekleşen kamu açığı / GSYH

a^* : Orta-uzun vadede hedeflenen kamu açığı / GSYH

b : GSYH reel büyüme hızı

b^* : GSYH reel büyüme hızının uzun dönemli ortalaması

y : Kamu açığının orta-uzun vadeli hedefine yakınsama hız katsayısı

k : Döngüsel (konjonktürel) etkiyi yansıtma katsayısı

(y ve k katsayıları negatif rakamlardır. Δa 'nın negatif olması kamu açığındaki azalmayı gösterir. Parametrelere ilişkin değerler, kamu açığının tanım ve kapsamı, uygulama, izleme ve raporlamaya ilişkin ayrıntılar, istisnai hükümler ve diğer hususlar mali kurala ilişkin alt yapıyı oluşturma sürecinde nihai hale getirilecektir.)

Kaynak: OVP

Önümüzdeki Haftanın Gündemi

▪ Ayın son haftasında yurtiçinde dış ticaret dengesi ve reel kesim güven endeksi kritik olurken, 26 Ocak Salı günü yayınlanacak Enflasyon Raporu piyasa tarafından yakından izlenecek. Ayrıca aynı gün Hazine, 10 yıl vadeli sabit kuponlu tahvil ihalesini düzenleyecek. Yurtdışında ise özellikle ABD'de oldukça yoğun bir gündem var. Konut verileri, dayanıklı tüketim malı siparişleri ve Fed'in faiz kararı gündemi meşgul edecek. Bununla birlikte, ABD'de bu hafta Apple, Texas Instruments, Johnson&Johnson, United States Steel Corp., Yahoo, Boeing, Microsoft, P&G, 3M, Motorola ve Chevron, 4. çeyrek bilançolarını açıklayacak isimler arasında yer alıyor.

Türkiye'de Açıklanacak Veriler

Önem	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Fortis Tahmin (Konsensus)
Orta	Kapasite Kullanımı, Ocak	%	25 Ocak, 16:30	-
Yüksek	Reel Kesim Güven Endeksi, Ocak	-	25 Ocak, 16:30	-
Yüksek	İthalat & İhracat, Ara.	US\$ mlr	29 Ocak, 10:00	15.5 & 9.6
Orta	Hazine Borçlanma Programı, Şub-Nis.	-	29 Ocak	-

Yurtdışında Açıklanacak Veriler

Önem	Ülke	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus
Yüksek	ABD	İkinci El Konut Satışları, Ara.	mln	25 Ocak, 17:00	6.03
Orta	Almanya	İfo İş Ortamı Endeksi, Ocak	-	26 Ocak, 11:00	95.1
Orta	ABD	Case Shiller Konut Fiyat End., Kas.	% yıllık	26 Ocak, 16:00	-5.6
Orta	ABD	Tüketici Güven Endeksi, Ocak	-	26 Ocak, 17:00	53.5
Orta	Japonya	Merkez Bankası faiz kararı	baz puan	26 Ocak	0.1
Yüksek	ABD	Yeni Konut Satışları, Ara.	mln	27 Ocak, 17:00	0.37
Yüksek	ABD	Fed faiz kararı	baz puan	27 Ocak, 21:15	0.25
Yüksek	ABD	Dayanıklılık Tüketim Malı Sip., Ara.	% aylık	28 Ocak, 15:30	1.5
Yüksek	ABD	GSYİH (ilk veri), 4Ç	% yıllık	29 Ocak, 15:30	4.6
Orta	ABD	Michigan Tüketici Güven End., Ocak	-	29 Ocak, 16:55	73.0

Makro ve Finansal Gösterge Tahminleri

Makro Ekonomik Görünüm 2008-2011

	2008	2009t	2010t	2011t
GSYİH (Mlr TL)	950.1	976.6	1,103.2	1,212.5
GSYİH (Mlr US\$)	734.9	631.2	725.8	759.3
GSYİH büyümesi	0.9	-5.7	5.0	4.0
ÜFE (yıllık %)	8.1	6.0	5.0	4.0
TÜFE (yıllık %)	10.1	6.5	7.9	5.5
Dış Ticaret Dengesi (Mlr US\$)	-69.8	-38.0	-67.7	-68.7
İhracat (FOB, Bavul hariç)	132.0	101.8	125.5	122.9
İthalat (CIF, Altın dahil)	201.7	139.8	193.2	191.6
Cari İşlemler Dengesi (Mlr US\$)	-41.9	-13.6	-38.1	-36.9
Cari İşlemler Dengesi / GSYİH (%)	-5.7	-2.2	-5.2	-4.9

Finansal Göstergelere İlişkin Tahminler

	22 Ocak	1Ay	3Ay	6Ay	12Ay	2010	2011
USD/TL	1.4715	1.4800	1.5200	1.5200	1.5300	1.5200	1.6100
EUR/TL	2.0699	2.1200	2.2000	2.1900	2.1900	2.1900	2.1900
Döviz Sepeti	3.5414	3.6000	3.7200	3.7100	3.7200	3.7100	3.8000
EUR/USD	1.4067	1.4400	1.4500	1.4400	1.4400	1.4400	1.3600
O/N	6.50%	6.50%	6.50%	6.50%	8.50%	8.00%	10.00%
Gösterge Tahvil	8.70%	8.70%	9.50%	10.30%	11.10%	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.