

1 Merkez kuru artık savunmayacak mı?**1** ABD kuyruğu dik tutabilecek mi?**2** 2009 bütçe tasarısı şimdiden geçersiz**3** Cari açıkta toparlanma**3** TÜFE'de sürpriz bir artış

SAYI: 11/08

- Turkish Yatırım Araştırma Birimi tarafından her ay yayınlanır.
- Baskıya giriş tarihi: 19.11.2008
- Sahibi ve Yazı İşleri Müdürü:
Turkish Bank A.Ş. adına Tuğrul Belli
- Yazışma Adresi:
Ekonomik Rapor,
Turkish Bank A.Ş.,
Vali Konağı Cad., no:7,
Nişantaşı, İstanbul 34371
- tel: 212- 225 0330
- e-mail: rapor@turkishbank.com
- Raporun eski sayıları Turkish Bank web sitesinden indirilebilir. Rapora ücretsiz olarak abone olmak isteyenler, e-mail adresine başvurabilirler.

Baskı: Doğan Can Ofset tel: (212) 5675383

Kilometre Taşları

Ege Cansen

PARA POLİTİKASI DEĞİŞİYOR

Ülkemizin en derin ve en değişmez iktisat düsturu olan "Türk parasını değerli tutma" politikası değişiyor gibi işaretler alıyoruz. Ülke ekonomisini, sürdürülemez bir cari açık ve kaçınılmaz devalüasyon darbelerine maruz bırakan "değerli TL" inadından vazgeçilirse, bundan memnuniyet duyacağım. İşte o zaman taşlar yerine oturmaya başlayacak.

Aldığım sinyallere gelince:

1. Merkez Bankası, kur yükselmesine rağmen faizleri arttırmadı, aksine azalttı.
2. Kısa bir süre ve çok az miktarda dolar tanzim satışı yaptı ve bundan hemen vazgeçti.
3. IMF ile anlaşmakta hükümet hiç acele etmiyor. (Kısa vadeli düşünen dar görüşlü iş adamlarının bütün baskılarına rağmen.)
4. Yerel seçimler yaklaşırken, antipatik olmayı göze alarak, doğal gaz zammını, gözünü kırpmadan yürürlüğe koydu. Böylece azalan ekonomik faaliyet yüzünden, bütçenin gelir kısmında ortaya çıkabilecek düşüşün önlemini almış oldu.

Bu sinyallerle pek uyumlu olmayan önlem ise, yurt dışından akkara demeden para getirme teşebbüsü oldu. O girişim de şimdi tavsamış gibi duruyor. Benim bu tabloya bakarak çıkaracağım sonuç, hükümetin bu krizi, "cari açık ve yüksek reel faiz" belasından kurtulmak için fırsat olarak kullanmak istemesidir. Eğer olayları okumam doğruysa, uzun vadede ülke ekonomisi için hayırlı olacak bir yola girmiş bulunuyoruz.

Sui Generis

Tuğrul Belli

DARALMA VE DEFLASYON BİR ARADA

Yaşanmakta olan global krizin etkileri mali sektörden reel sektöre kaymaya başladı. Daralmakta olan kredi imkanları, değeri devamlı düşen menkul ve gayri-menkul yatırımları ve hanehalkının yüksek olan kredi borçluluğu öncelikli olarak ABD, daha sonra da başta İngiltere olmak üzere diğer gelişmiş ülkeleri ciddi şekilde etkiliyor. Bu noktada gelişmekte olan ülkelerle ilgili ayrışma (decoupling) tezi de geçerliliğini yitirmeye başladı. Esasen, ayrışma olacağını düşünenler 1) Krizin boyutunun bu derece artacağını, 2) Tüketici talebinin bu derece düşeceğini, 3) ABD yöneticilerinin krizi kontrol altına almakta bu kadar başarısız olacaklarını, 4) Dolar likiditesi ihtiyacı nedeniyle gelişmiş ülke finans kuruluşlarının gelişmekte olan ülkelere bu derecede bir satış baskısı yapacaklarını, 5) İhracatlarındaki daralmanın gelişmekte olan ülkelerin büyümesi üzerinde bu denli etkili olabileceğini hesaplamamışlardı.

Krizin boyutu ile ilgili tahminler her geçen gün daha kötümserleşiyor. IMF Dünya 2009 büyüme tahminlerini %3'den %2.2'ye düşürdü. IMF'ye göre gelişmiş ülkeler önümüzdeki sene %0.8'lik bir ekonomik daralma yaşayacaklar. Gelişmekte olan ülkeler ise %5.1 büyüyecekler. (Şahsen ben gelişmekte olan ülkelerin büyüme hızının daha da gerilemesini bekliyorum.) Finans kuruluşları ise genel olarak daha karamsar. Örneğin, Morgan Stanley önümüzdeki sene küresel büyümenin %1.7'e kadar gerileyeceğini düşünüyor. Nouriel Rou-

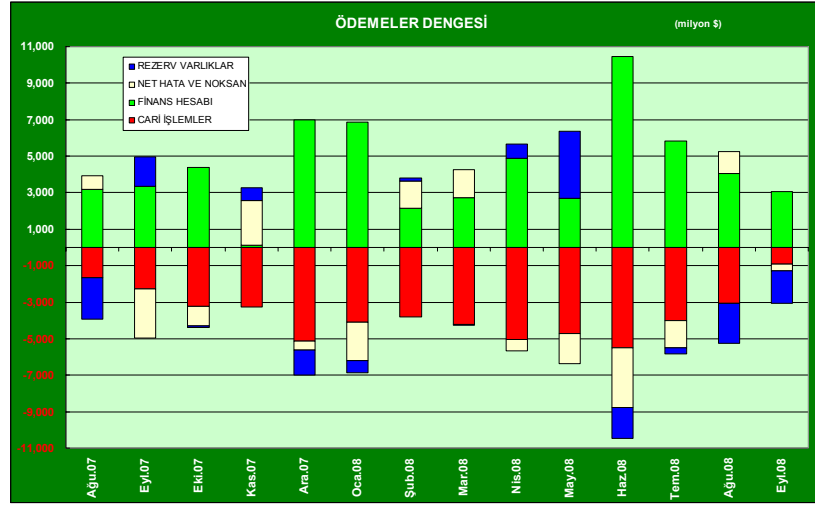
devamı sayfa 4'de

Bütçe ve Kamu Finansmanı

2009 bütçe tasarısı şimdiden kadük

◆ Eylül'de Şeker Bayramı'nın ayın sonuna denk gelmesi nedeniyle bütçe hesaplarında geçişler olmuş, bu nedenle de Maliye bütçe gelişmeleri ile ilgili daha doğru bir resim için Eylül-Ekim aylarının kümülatif rakamlarına bakılması gerektiğini açıklamıştı.

◆ Maalesef, iki aylık kümülatif olarak da baktığımızda, özellikle bütçenin gelir tarafında endişe verici gelişmeler görüyoruz. Gelir, kurumlar ve motorlu taşıt-



reel sektörü ayakta tutmak için yatırım ve transfer harcamalarını

içinde olan devlet tahvili faizlerinin etkisi 2009 bütçesinde daha belirginleşecektir. Bu şartlar altında meclise sunulan ve %4 büyüme hızı, % 20 gelir artışı ve %1.2 bütçe açığı hedefleyen 2009 bütçe tasarısını "fantastik" olarak nitelendirmek durumundayız.

MERKEZİ YÖNETİM BÜTÇESİ	2007 Ekim	2008 Ekim	Artış	Oca-Ekim 07	Oca-Ekim 08	Artış
Harcamalar	14,253,957	15,177,647	6.5%	168,213,519	180,655,345	7.4%
1-Faiz Hariç Harcama	12,339,548	13,164,798	6.7%	123,527,490	137,304,695	11.2%
Personel Giderleri	3,744,446	4,147,381	10.8%	36,782,133	41,294,535	12.3%
Sosyal Güv.Kur. Devlet Primi	456,905	495,624	8.5%	4,549,584	5,030,038	10.6%
Mal ve Hizmet Alımları	1,675,241	1,759,915	5.1%	15,307,118	16,827,837	9.9%
Cari Transferler	5,069,236	4,856,114	-4.2%	52,760,974	57,363,290	8.7%
Sermaye Giderleri	958,439	1,326,364	38.4%	8,509,471	11,151,417	31.0%
Sermaye Transferleri	80,113	222,628	177.9%	2,706,169	2,275,244	-15.9%
Borç Verme	355,168	356,772	0.5%	2,912,041	3,362,334	15.5%
Yedek Odenekler	0	0		0	0	
2-Faiz Harcamaları	1,914,409	2,012,849	5.1%	44,686,029	43,350,650	-3.0%
Gelirler	14,151,542	15,106,822	6.8%	155,938,120	175,768,496	12.7%
1-Genel Bütçe Gelirleri	13,603,373	14,615,755	7.4%	151,857,896	170,976,819	12.6%
Vergi Gelirleri	12,176,442	13,043,732	7.1%	123,833,138	140,320,795	13.3%
Teşebbüs ve Mülkiyet Gelirleri	292,779	298,692	2.0%	7,174,288	6,662,086	-7.1%
Alınan Bağış ve Yardımlar ile Özel Gelir	51,192	67,480	31.8%	1,651,178	713,185	-56.8%
Faizler, Paylar ve Cezalar	1,063,058	1,176,248	10.6%	13,171,853	14,708,132	11.7%
Sermaye Gelirleri	19,902	16,968	-14.7%	6,027,439	8,274,031	37.3%
Alacaklardan Tahsilat	0	12,635		0	298,590	
2-Özel Bütçeli İdarelerin Gelirleri	443,097	431,548	-2.6%	2,679,909	3,294,544	22.9%
3-Düz. ve Den. Kurum. Gelirleri	105,072	59,519	-43.4%	1,400,315	1,497,133	6.9%
Bütçe Dengesi	-102,415	-70,825	-30.8%	-12,275,399	-4,886,849	-60.2%
Faiz Dışı Denge	1,811,994	1,942,024	7.2%	32,410,630	38,463,801	18.7%

lar vergileri ile dahilde alınan KDV'deki azalış oranları sırasıyla %3.3, %2.6, %2.9 ve %13.8. Toplam bütçe gelirlerindeki artış ise sadece %1.2.

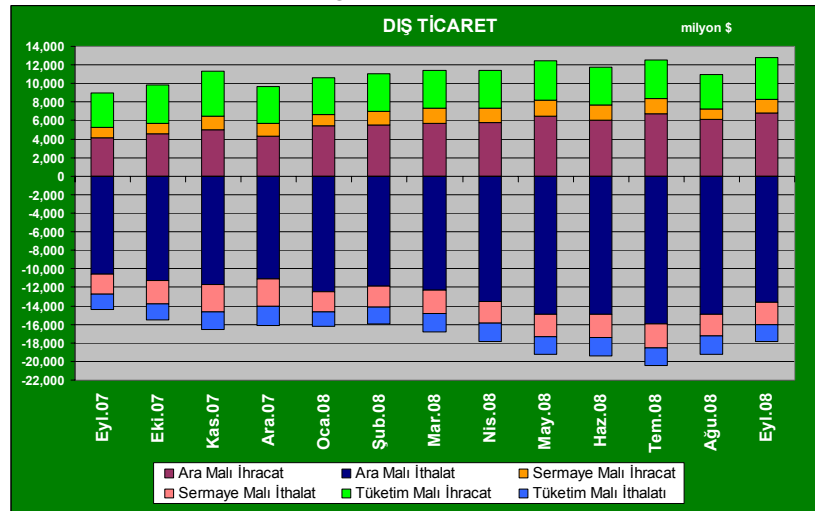
◆ Sadece Ekim'e baktığımızda, bu ay geçen seneye göre bütçe dengesi %31 azalırken, faiz-dışı dengedeki artış %7.2 oldu.

◆ İleriki aylarda hızla azalmakta olan ekonomik aktivite nedeniyle bütçe dengesinde kötüleşme kaçınılmaz olacaktır. Her ne kadar ilk 8 aydaki göreceli iyi performans nedeniyle 2008 bütçe hedefleri tutsa bile, 2009 her bakımdan daha zorlu geçecektir. Gelirler azalırken, Hükümetin

artırması gerekecektir. Ayrıca sene ortasından beri artma eğilimi

Ödemeler Dengesi ve Dış Ticaret

◆ Eylül ayı cari açığı sürpriz bir şekilde ciddi bir daralma gösterdi. Esasen, ödemeler dengesi rakamlarından kısa bir süre önce yayınlanan dış ticaret rakamları da ticaret açığında geçen senenin aynı ayına göre %7 kadar bir azalmaya işaret



etmekteydi. (İlk 8 ayda ise ticaret açığı ortalamada %33.5 artmıştı.) Bu gelişmede emtia fiyatlarında görülen hızlı düşüş kadar daralan ekonomik aktivite ve kurdaki artışın da payı olduğu söylenebilir.

◆ Nitekim, emtia fiyatlarıyla doğrudan ilgili olan ara malı ithalatı artış hızı %40'lardan %28'e düşerken, emtia fiyatlarındaki düşüş etkisinin henüz görülmeyeceği tüketim malı ithalat artış hızı da %11'e geriledi.

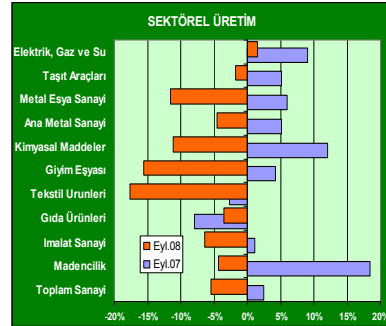
◆ Bu şartlar altında şu anda 47 milyar dolarda bulunan 12 aylık cari açığın 30 milyar doların altına gerilemesi sürpriz olmayacak.

◆ TİM kayıtlarına göre Ekim ayı ihracatı, uzun süreden beri ilk defa %1.87 oranında azalarak \$ 9.5 milyara geriledi. Sektörlere baktığımızda önemli sektörlerden tekstil (%-17) ve otomotivde (%-22) büyük düşüşler olduğunu görüyoruz.

Üretim ve Büyüme

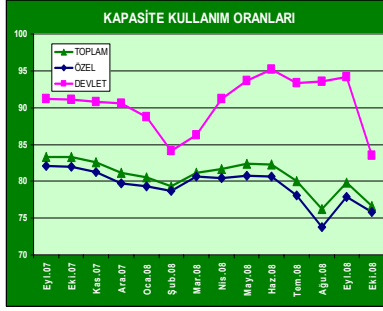
Sanayide hızlanan daralma

◆ Grafikten de görüldüğü gibi Ekim ayında elektrik, gaz ve su dışındaki bütün sektörlerde üretim kaybı yaşandı. Geçen ayki düşüş de %4.1 olmuştu. Ekonomide en son böyle 2 ay peşpeşe üretim düşüşü 2002 yılının başında görülmüştü.



◆ Ekim ayı kapasite kullanım oranlarında da ciddi gerilemeler göze çarpıyor. Kamunun KKO'su %10.7 gibi çok yüksek bir oranda

gerilerken, özel sektördeki gerileme % 2.1.

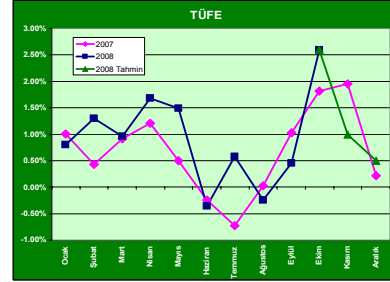


Enflasyon

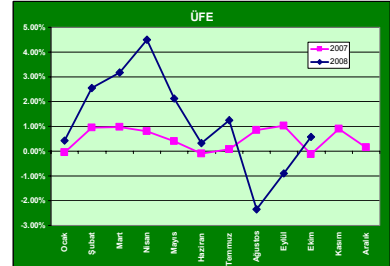
TÜFE sürpriz yaptı

◆ Ekimde TÜFE %2.6, ÜFE %0.57 artış gösterdi. 12 aylık enflasyon TÜFE'de % 11.99'a, ÜFE'de ise % 13.29'a yükseldi.

◆ Bu ay TÜFE alt kalemleri arasında en yüksek oranlı artışlar giyim (%8.46), gıda (%3.91) ve konutta (%3.79) gerçekleşti.



◆ Özellikle TÜFE'deki artış oldukça sürpriz bir gelişmeydi. Ancak ileriye doğru baktığımızda doğalgaz zamları ve kurlardaki artışa rağmen, ekonomik aktivitedeki hızlı daralmanın enflasyon oranlarında düşüşü beraberinde getirmesi daha olası gözüküyor.



◆ İşlenmiş gıda yıllık enflasyonu beklendiği gibi belirgin bir düşüş gösterirken, işlenmemiş

gıda fiyatlarındaki düzeltme devam etti. Uluslararası petrol fiyatlarındaki düşüşler akaryakıt fiyatları kanalıyla enflasyonu olumlu etkilerken, katı yakıt fiyatlarındaki artışlar enerji grubunun yıllık enflasyonundaki gerilemeyi sınırlamakta.

Faizler

◆ Son dönemde iyice kendini hissettirmeye başlayan para sıkışıklığı ile birlikte piyasa faizlerinde de ciddi artışlar var.

◆ Merkez ise sürpriz bir kararla gecelik faiz oranlarını 50 baz puan indirdi. Piyasa IMF ile bir standby anlaşması yapılmadan böyle bir kararın çıkmasını beklemiyordu.



◆ Merkez'in kararının arkasında şu gerekçelerden biri olabilir: 1- Ekonomik aktivitede piyasanın beklendiğinin de üzerinde bir daralma öngörüsü, 2- IMF ile işlerin bir şekilde halloldüğünün teyidinin alınmış olması, 3- Yabancı çıkışlarının çoğunun gerçekleşmiş olması, 4- Olmasa bile çıkışların gecelik faiz oranlarıyla durdurulmayacağına anlaşılması, 5- TL para büyüklüğünde aşırı bir daralma meydana gelmesi, 6- Hepsi birden.

Parasal Göstergeler

◆ Ekim'de parasal göstergelerde enteresan gelişmeler göze çarpıyor. Öncelikle DTH'larda dolar bazında ciddi bir azalma dikkat çekiyor.

◆ İstatistiklerde 12 milyar dolar gibi gözükün bu azalmanın yaklaşık 4 milyar dolar kadarı euronun dolar karşısında değer kaybetmesi nedeniyle bu hesaplar da dolar bazında azalma olmasından kaynaklanıyor. Bu parite etkisini çıkardıktan sonraki gerçek azalma ise \$ 8 milyar kadar.

◆ Bu gelişmeyle ilgili olarak genel izahat Türk yatırımcılarının dolar kurunun 1.70'lere çıkması ile birlikte bir kısım döviz mevduatını bozduğu şeklinde. Ancak böyle bir durumda TL mevduat hesaplarında da aynı miktarlara yakın bir artış görülmesi gerekir. Halbuki aynı dö-

SUI GENERIS—s1'den devam

bini, ya da nam-ı diğer Dr. Doom'a göre ise ABD toplamda %4'lük bir küçülme ile karşı karşıya. Bunun ötesinde, krizin orta vadeli (18-24 ay) bir U formasyonundan uzun süreli bir L formasyonuna geçme riskinin her geçen gün artmakta olduğunu iddia ediyor Roubini.

Krizin uzaması ve derinleşmesinin hiç şüphesiz önemli sebeplerinden biri ABD'li kamu yöneticilerinin kifayetsizliği oldu. Mutlaka ki, Bush idaresi altında ehil bir yönetici aramak biraz fazla iyimser bir bakış açısı olurdu. Hadi Bernanke'nin krizi göremeyerek iş başına geldiği ilk dönemde faizleri artırmaya devam etmesini bir kenara bırakalım. Ancak, Goldman Sachs'in eski tepe yöneticisi ve ABD Hazine Bakanı Paulson'un hata üstüne hata yapması affedilebilir gibi değil doğrusu. Paulson'un hataları arasında Bear Stearns'ü batırmasının hemen akabinde diğer yatırım bankalarına yardım yapmak, söz konusu bankanın hâlâ içinde ne olduğu bilinmeyen 29 milyar dolarlık portföyünü devralarak şeffaflıktan uzaklaşma sinyalleri vermek, Lehman bankasını batırarak eş zamanlı olarak yatırım fonları ve

PARASAL GÖSTERGELER (milyon YTL)	1 31.10.2008	2 26.09.2008	3 28.12.2007	4 1/2	5 1/3
Dolaşımdaki Para	30,705	32,067	26,164	-4.2%	17.4%
Vadesiz Mevduatlar	26,042	29,827	26,654	-12.7%	-2.3%
M1	56,747	61,894	52,818	-8.3%	7.4%
Vadeli Mevduatlar	212,300	200,215	171,072	6.0%	24.1%
M2	269,047	262,109	223,889	2.6%	20.2%
DTH	120,411	114,016	104,196	5.6%	15.6%
DTH (milyar\$)	80.5	92.6	89.0	-13.1%	-9.6%
M2Y	389,458	376,126	328,086	3.5%	18.7%
Mevduat Bankaları Kredileri	273,814	272,373	214,830	0.5%	27.5%
Açık Piyasa İşlemleri	-10,885	-2,577	4,369	322.4%	AD
Kamu Menkul Kıymetleri	166,116	156,027	145,831	6.5%	13.9%
Dolarizasyon (DTH/M2Y)	30.9%	30.3%	31.8%	2.0%	-2.6%

nemde M2'deki artış TL 7 milyar (ortalama kurdan yaklaşık \$ 4.5 milyar kadar). Kısaca \$ 3.5 milyar kadar bir para kayıp. Bunların bir kısmı efektif olarak yastık altına giren, diğer bir kısmı da şirketlerin ticari döviz mevduatlarından yurtdışına transfer ettikleri paralar olabilir.

◆ 11 milyar YTL'ye yaklaşan açık piyasa işlemleri MB'nin piyasaya giderek daha fazla likidite desteği vermekte olduğunun bir göstergesi.

◆ Uzun zamandan sonra ilk defa banka kredilerinde de reel bazda bir azalma göze çarpıyor.

finansman bonusu piyasalarını, ve hedge fonları ve menkul değer aracılığını da darboğaza sürüklemek, 700 milyar dolarlık toksik varlık satın alma programı kapanı TARP'ı doğru dürüst bir yapı tasarlamadan Meclisten geçirmek sonrasında TARP'ın kullanım amacını tamamen değiştirerek finans kuruluşlarının zayıflayan sermayelerine iştirak için kullanmaya niyetlenmek sayılabilir. Paulson kendisini "piyasa şartları değiştiği için ben de planları değiştirmek zorunda kalıyorum" şeklinde savunuyor. Ancak, bu yaklaşım köklü, radikal ve iddialı bir program kurgulayarak piyasanın önüne geçmesini ve olayların gidişatına yön vermesini de engelliyor. Kısacası kendisi piyasanın esiri oldu.

Reel sektördeki daralma ile birlikte Dünya'da ciddi bir res- deflasyon (daralma ile birlikte fiyat genel seviyesinin gerilemesi) riski de belirdi. Deflasyon, enflasyon kadar, hatta belki de ondan fazla çekinilmesi gereken bir olgu. Deflasyonist bir ortamda faizleri ne kadar düşürürseniz düşürün, gene de reel bazda yüksek kalmaya devam ediyorlar ve ister istemez tüketicileri harcamamaya teşvik eden bir

durum oluşuyor. Japonya'nın 15 senedir yaşadıkları buna benzer bir durumdu. Para politikasının tamamen etkisizleştiği likidite kurtulmak için ABD'nin maliye politikasını aşırı bir şekilde gevşetmekten ve Dünyada dolara olan talebin devam etmesi için dua etmekten başka bir şans yok denilen ve bugünkü kriz balonunu ile yaşayan ABD'nin ne kadar yanlış gibi gözükse de, bugün için bu iktisadi yapıyı sürdürmeye devam etmek dışında bir seçeneği de yok. Tek şans da doların Dünya'nın birincil rezerv parası olarak kabul görmeye devam etmesi. Ancak, her ne kadar hâlâ Dünya ülkelerinin rezervleri ağırlıklı olarak dolarda dursa da, açıkçası bu durumun bir garantisi de yok. Son dönemde doların diğer paralar karşısında güçlenmesine bakarak bu durumun dolara olan teveccühden kaynaklandığını düşünmek ise yanlış olur. Şu anda dolar teknik sebeplerden güçlü duruyor. Orta vadede ciddi şekilde değer kaybetmesi oldukça yüksek bir olasılık.