

**1 Krizin iyi tarafları da var!****1 Resesyon bütçe hedeflerini zorlayacak****2 Teğet meselesi****3 TÜFE'de beklenen gerileme****3 MB şaşırtıyor****SAYI: 12/08**

- Turkish Yatırım Araştırma Birimi tarafından her ay yayınlanır.
- Baskıya giriş tarihi: 19.12.2008
- 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

**ALLAHTAN KRİZ ÇIKTI**

*Şaka yapmıyorum; gerçekten bu son iktisadi krizin çıkması, çok daha büyük bir iktisadi krizin çıkmasına engel oldu diye düşünüyorum. 2008 yılının ilk altı ayını hatırlayalım. Petrol fiyatları 160 dolara dayanmış,, metal fiyatları tavana vurmuştu. Kıyamet günü kâhinleri, yani iktisatçılar, varil başına fiyatın 250 doları bulacağını söylüyordu. Türkiye yılda 500 milyon varil petrol ürünü tüketiyor. Varili 250 dolara çıkmış olsa, bizim petrol faturası 125 milyar dolara dayanacaktı. 130 milyar dolar ihracat yapan bir ülke için tam bir felaket. Kuşku yok, ekonomide “bir şey değişir; her şey değişir” prensibine göre, petrolün varili 250 dolara çıkarsa, bizim de ihracat gelirlerimiz artacaktı tabii. Ama ne olursa olsun, Türkiye için çok kötü bir ödemeler dengesi tablosu oluşurdu. Ondan sonra gelsin % 70 devalüasyon.*

*Ama esas tehlike o değildi. Çin ve Hindistan gibi “milyar üstü” nüfuslu ülkeler, Amerika ve Avrupa milletleri seviyesinde tüketime ulaşırsa, bu dünya gerçekten 6,5 milyar insan dar gelecekti. Kaba bir hesapla, dünyanın yaklaşık 40-50 yıla yetecek büyüklükteki petrol rezervi 10 yılda bitecek, atmosfere salınan kötü gazlar dört katına çıkacağı için küresel ısınma artacak, Türkiye çöl olacaktı. Haksız değil miyim, iyi ki bu kriz çıktı da insanlık haddini bilir hâle geldi demekte. Dünya’da, ya bu kişi başına milli gelir artması, ya da nüfus artışı duracak. İkisi bir arada sürüp gidemez.*

*Krizsiz yeni bir yıl dilerim.***Sui Generis**

Tuğrul Belli

**IMF İLE ANLAŞMA NEDEN UZUYOR?**

*Türkiye ekonomisi aslında bu krizden önce de yavaş yavaş durgunluğa girme eğilimi içindeydi. Çeyrekler itibarıyla büyüme hızlarına bakıldığında (bkz. s.3) bu trend net olarak görülüyor. Öte yandan, krizle birlikte büyüme beklentileri iyice zayıflamış bulunuyor. 4. çeyrekte yüzde 3-4 kadar küçülmenin gerçekleşmesi kaçınılmaz. Hal böyle iken, para politikasının yanısıra, maliye politikasının da belirli ölçülerde gevşetilmesi gerekiyor. Ancak, Maliye Bakanı Unakıtan bu genişlemeden yana değil. Normal şartlarda, Türkiye gibi bir ülkenin maliyesinin alması istenilen ihtiyatlı tavır da budur zaten. Ancak bugünlerde özel şartların etkisi altındayız. Üstelik Türkiye, ekonomisinin daraldığı durumlarda “otomatik dengeleyici” işlevi gören doğrudan vergi tahsilatı çok az olan bir ülke. Türkiye’de vergi gelirlerinin çok yüksek bir bölümü KDV, ÖTV, damga vergisi vs. gibi sabit vergi ve harçlardan oluşuyor. (Gelir vergisi bile beyannameye dayalı olmadığı için sabit bir vergi gibi.) Bu tip vergiler hem gelir dağılımına menfi etki yapıyor, hem de ekonomik daralma zamanlarında azalmadıkları için otomatik dengeleyici görevi göremiyorlar. Halbuki, örneğin kurumlar vergisi, daralma zamanlarında şirket gelirleri azaldığı için, otomatik olarak azalıyor, az da olsa bir dengeleyici görevi görüyor.*

*Bugünlerde, örneğin, otomotiv gibi ciddi şekilde darbe yemiş bir sektörde yüksek oranlı ama geçici bir vergi indirimi getirmek, hem*

devamı sayfa 4’de

## Bütçe ve Kamu Finansmanı

### Bütçe gelirlerinde gerileme

◆ Tablodan da görüldüğü gibi Kasım ayında bütçe gelirleri geçen yılın Kasımına göre %5.8 oranında gerilemiş durumda. Ekonomideki durgunluğu dikkate aldığımızda bu hiç de şaşırtıcı bir netice değil tabii.

◆ Faiz-dışı giderlerde ise %14.5 artış dikkate çarpıyor. Özellikle sermaye giderlerindeki %87.8 oranındaki artış dikkat çekici. Alt kalemler incelendiğinde bu artışın

MERKEZİ YÖNETİM BÜTÇESİ	2007 Kasım	2008 Kasım	Artış	Oca-Kas07	Oca-Kas08	Artış
<b>Harcamalar</b>	<b>16,188,610</b>	<b>21,375,116</b>	<b>32.0%</b>	<b>184,402,129</b>	<b>202,030,461</b>	<b>9.6%</b>
<b>1-Faiz Hariç Harcama</b>	<b>13,912,115</b>	<b>15,935,060</b>	<b>14.5%</b>	<b>137,439,605</b>	<b>153,239,755</b>	<b>11.5%</b>
Personel Giderleri	3,744,121	4,287,223	14.5%	40,526,254	45,581,758	12.5%
Sosyal Güv.Kur. Devlet Primi	473,217	519,132	9.7%	5,022,801	5,549,170	10.5%
Mal ve Hizmet Alımları	2,247,961	2,356,429	4.8%	17,555,079	19,184,266	9.3%
Cari Transferler	5,674,089	6,032,262	6.3%	58,435,063	63,395,552	8.5%
Sermaye Giderleri	1,080,850	2,030,153	87.8%	9,590,321	13,181,570	37.4%
Sermaye Transferleri	441,482	340,389	-22.9%	3,147,651	2,615,633	-16.9%
Borç Verme	250,395	369,472	47.6%	3,162,436	3,731,806	18.0%
Yedek Ödenekler	0	0		0		
<b>2-Faiz Harcamaları</b>	<b>2,276,495</b>	<b>5,440,056</b>	<b>139.0%</b>	<b>46,962,524</b>	<b>48,790,706</b>	<b>3.9%</b>
<b>Gelirler</b>	<b>18,749,177</b>	<b>17,989,639</b>	<b>-4.1%</b>	<b>174,687,297</b>	<b>193,758,135</b>	<b>10.9%</b>
<b>1-Genel Bütçe Gelirleri</b>	<b>18,336,112</b>	<b>17,271,374</b>	<b>-5.8%</b>	<b>170,194,008</b>	<b>188,248,193</b>	<b>10.6%</b>
Vergi Gelirleri	16,756,149	15,752,310	-6.0%	140,589,287	156,073,105	11.0%
Teşebbüs ve Mülkiyet Gelirleri	309,726	276,775	-10.6%	7,484,014	6,938,861	-7.3%
Alınan Bağış ve Yardımlar ile Özel Gelir	52,355	68,742	31.3%	1,703,533	781,927	-54.1%
Faizler, Paylar ve Cezalar	1,203,049	1,156,269	-3.9%	14,374,902	15,864,401	10.4%
Sermaye Gelirleri	14,833	12,347	-16.8%	6,042,272	8,286,378	37.1%
Alacaklardan Tahsilat	0	4,931		0	303,521	
<b>2-Özel Bütçeli İdarelerin Gelirleri</b>	<b>325,979</b>	<b>560,279</b>	<b>71.9%</b>	<b>3,005,888</b>	<b>3,854,823</b>	<b>28.2%</b>
<b>3-Düz. ve Den. Kurum. Gelirleri</b>	<b>87,086</b>	<b>157,986</b>	<b>81.4%</b>	<b>1,487,401</b>	<b>1,655,119</b>	<b>11.3%</b>
<b>Bütçe Dengesi</b>	<b>2,560,567</b>	<b>-3,385,477</b>	<b>-232.2%</b>	<b>-9,714,832</b>	<b>-8,272,326</b>	<b>-14.8%</b>
<b>Faiz Dışı Denge</b>	<b>4,837,062</b>	<b>2,054,579</b>	<b>-57.5%</b>	<b>37,247,692</b>	<b>40,518,380</b>	<b>8.8%</b>

ağırlıklı olarak gayrimenkul sermaye üretim giderlerinden (müteahhitlere ödenen paralar) kaynaklandığı görülüyor.

◆ Genel bütçe dengesi de geçen Kasımda 2.6 milyar TL fazla verirken, bu Kasımda 3.4 milyar açık vermiş durumda. Finansman ise iç borçlanma ve kasa kullanımıyla sağlanmış.

◆ Aralık'ta Hazine 3.2 milyar faiz-dışı açıkla birlikte toplam 12.2 milyarlık finansman gerçekleştirecek. 16 Aralık ihalesinde 3.2 milyarlık bono ihracı gerçekleştirdi. Demek bu ay kasadan en az 9 milyar para çıkacak. Aralık başında kamunun TL mevduatı

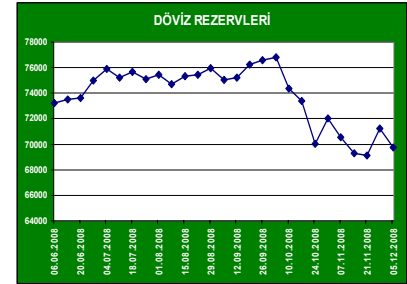
4.4 milyar TL civarında olduğuna göre, Hazine'nin bu ay ciddi miktarda döviz bozması gerekiyor. Bu durumda MB'nin rezervlerinde azalma söz konusu olacaktır. (Son veriler Aralık'ın ilk haftasında Hazine'nin \$4.2 milyar harcadığını göstermekte. Bunun \$ 1.5 milyarı döviz borcu ödemesi)

## Ödemeler Dengesi ve Dış Ticaret

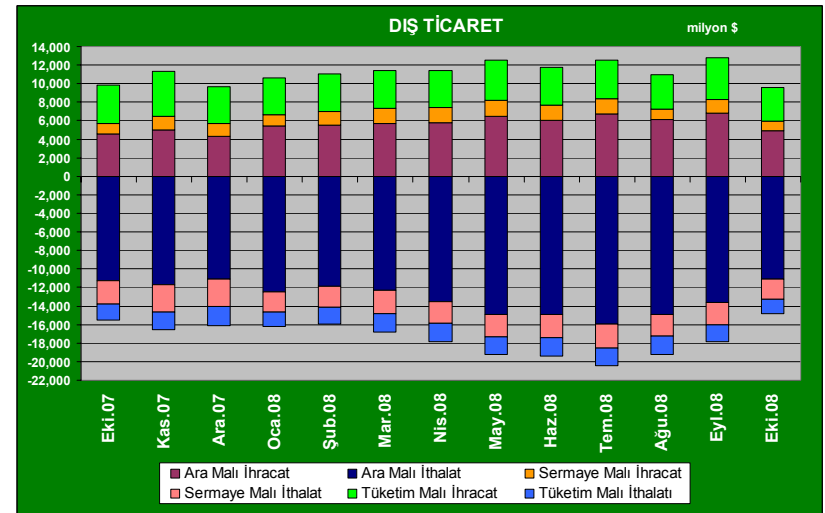
◆ Ekim'de hem ihracatta, hem de ithalatta ciddi oranlı düşüşler yaşandı. Düşüşlerin hammadde, ara malı ve tüketim malları

◆ Düşüş oranları her ne kadar geçen senenin aynı ayına göre çok yüksek olmasa da (ithalatta %5, ihracatta %3), trendi göstermesi bakımından kıyaslama yapılması gereken bu senenin Eylül ayına göre çok yüksek (ithalatta %17, ihracatta %25).

◆ TİM verilerine göre düşüş Kasım ayında da hızlanarak devam etmekte. İhracat %22 düşüşle \$ 8.7 milyar olarak gerçekleşti. Hızlı düşüş gösteren önemli sektörler otomotiv, tekstil, demir-çelik ve elektronik oldu.



◆ Grafikten de görüldüğü gibi 03/10 ve 21/11 tarihleri arasında MB rezervlerinde ciddi bir kayıp var. Ancak bu kayıp ÖD finansmanı baskısından çok bu dönemde euro'nun çok ciddi değer kaybı yaşamış olmasından kaynaklanıyor. Aralık'ın ilk haftasındaki kayıp ise munzam karşılıkların düşürülmesi ve Hazinesinin döviz satmasından kaynaklanıyor.

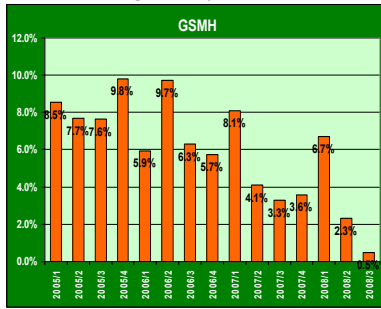


## Üretim ve Büyüme

### Teğet dokunmaya başladı!

◆ 2008'in 3. çeyrek büyüme oranı %0.5 olarak açıklandı. Aynı zamanda 2. çeyrek büyüme oranı da %1.9'dan %2.3'e revize edildi

◆ Açıkçası 3. çeyrekte global krizin etkileri henüz piyasalara tam olarak yansımamıştı. Kriz herkesin bildiği gibi Lehman Brothers'ın batmasından sonra derinleşti. Ancak Türkiye ekonomisinin aslında 2 seneden beri yavaşlama eğilimi içine girdiği (2007 ve 2008'in 1 çeyrek artışlarına rağmen) grafikten de bariz bir şekilde görülüyor.

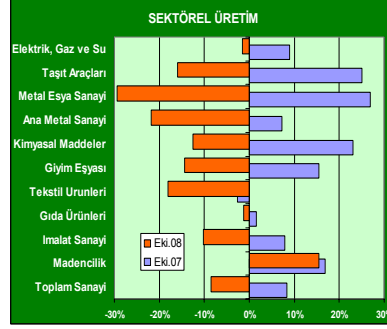


◆ İmalat, inşaat ve ticaret sırasıyla %1,1, %4,3 ve %1,8 küçülme gösteren sektörler oldu. Esasen 3. çeyrekte toplam büyümenin eksi çıkmasını önleyen tarım ve mali sektör oldu. (Tabii, hizmet ettiği sektörler küçülürken bankacılık sektörünün büyüme göstermiş olması biraz saçma. Şüphesiz ki, 4. çeyrekte bu sektörde de ciddi küçülme görülecektir.)

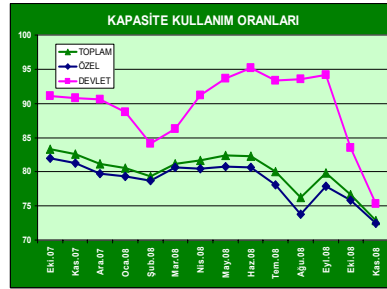
◆ Harcamalar tarafına baktığımızda devletin harcama ve yatırımlarının eksi büyümeyi önlediği görülüyor (sırasıyla %7.7 ve %22.2). Özel sektörün harcamaları sadece %0.3 kadar artarken yatırımları ise %10 daraldı.

◆ Ekonomik küçülme hızlanarak devam ediyor. Ekim ayında sanayi üretimi %8.5 geriledi. Grafikten de görüldüğü

gibi Ekim ayında madencilik dışındaki bütün sektörlerde üretim kaybı yaşandı.



◆ Kasım KKO'su önceki aya göre %3.8 daha gerileyerek %72.9 oldu. Böylece son çeyrekte yüksek oranlı bir daralma yaşanması kesinleşmiş oldu.

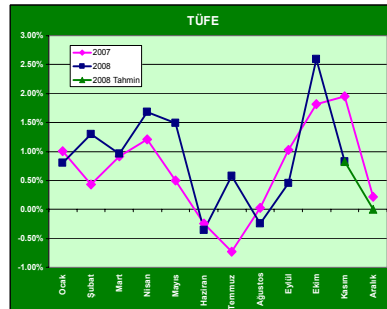


◆ Bu senenin 1. çeyreğinde göreceli olarak yüksek bir büyüme yaşanması nedeniyle şimdiden küresel kriz sakinleşse bile, eksi büyüme hızı görülme ihtimali de çok yüksek.

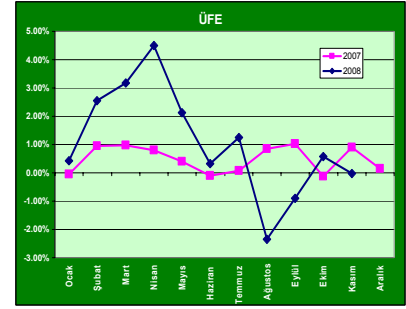
## Enflasyon

### TÜFE'de beklenen gerileme

◆ Kasımda TÜFE %0.83 artarken, ÜFE %0.03 oranında geriledi. 12 aylık enflasyon TÜFE'de %10.76'a, ÜFE'de ise %12.25 oldu.



◆ Bu ay TÜFE alt kalemleri arasında en yüksek oranlı artışlar giyim (%2.63) ve konutta (%3.79) görüldü.

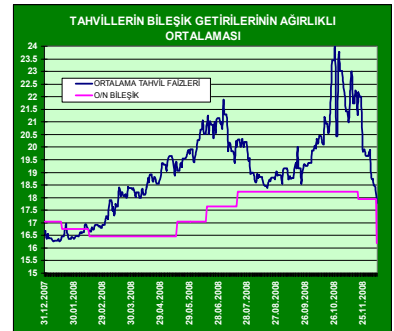


◆ Enflasyondaki düşüş trendi devam edecektir. Açıkçası MB'nin enflasyonla ilgili öncü göstergelerde ciddi bir düşüş eğilimini görmeden Aralık ortasında agresif sayılabilecek bir faiz indirimine gitmiş olması çok düşük bir olasılık.

## Faizler

### MB'den yüksek oranlı indirim

◆ MB bazıları tarafından sürpriz olarak nitelendirilen bir kararla gecelik faizleri %1.25 puan düşürdü. Açıkçası piyasayı iyi takip edenler açısından bu karar hiç de sürpriz değil aslında.



◆ Bu kararda şu faktörler etkili oldu: 1- Ekonomik daralmanın beklenenin üzerinde seyretmesi, 2- Enflasyonda düşüş eğiliminin devam etmesi, 3- Bankalara ucuz marjinal kaynak sağlayarak sene sonuna düşük bono faiz oranlarıyla girilmesi, 4- Bunlar yapılırken bonoda yüksek mon-

tanlı yabancı çıkışı olmayacağını öngörülmesi. (Halihazırda yabancıların elinde 24.5 milyar TL kadar bono var. 3 ay önce bu miktar 32 milyarın üstündeydi.) Ne de olsa hepsi Noel tatilinde!

◆ Her ne kadar MB bir süredir piyasaya net fon sağlayıcı olarak faizler üzerindeki kontrolünü artırmış ise de faiz indirimi ve parasal genişlemenin kredilere yansımaları şimdilik oldukça kısıtlı kalacaktır. Gerek bankaların ekonominin gidişatı hakkındaki çekinceleri, gerekse de verilen fonların vadesinin çok kısa oluşu (1 haftalık) bunu engellemekte.

### SUI GENERIS—s1'den devam

sektörün satışlarını artırarak yedek parça üreticisinden bayisine kadar her kesimde az da olsa bir rahatlama sağlayacak, hem oran düşmüş olmasına rağmen satış miktarı artacağı için vergi gelirlerindeki net düşüş de çok az olacak(tı). Ayrıca üzerinden daimi olarak alınan çeşitli vergi ve harçlar, ve harcadıkları akaryakıt üzerinden alınan vergiler nedeniyle otomobillerin mekanik bir vergi mükellefi olduklarını da unutmamak gerekir. Ancak Hükümet geçmişteki gıda ve turizmdeki KDV indirimlerini de bahane ederek her türlü vergi indirimine karşı bir tutum içerisinde.

AKP hükümetinin iktidarı süresince en başarılı icraatlerinden biri bütçe disipliniyi korumak oldu. Bu duruma şans da yardım etti doğrusu. (Giren sıcak para nedeniyle cari açık sorunu yaşamadan ithalat ve özellikle yüksek fiyatlı akaryakıt üzerinden aldığı vergiler müthiş arttı mesela.) Vergi toplama konusunda da geçmiş hükümetlere göre daha iyi bir performans gösterdiler şüphesiz. 2008 bütçesinde de bunu görmek mümkün. Ancak, dış kaynağın kesildiği ve ekonominin hızla daralmaya başladığı bugünlerde işleri çok daha zor.

2009 bütçesinin 262.1 milyar TL

PARASAL GÖSTERGELER (milyon YTL)	1 05.12.2008	2 07.11.2008	3 28.12.2007	4 1/2	5 1/3
Dolaşımdaki Para	35,332	30,954	26,164	14.1%	35.0%
Vadesiz Mevduatlar	27,999	26,230	26,654	6.7%	5.0%
M1	63,330	57,184	52,818	10.7%	19.9%
Vadeli Mevduatlar	220,764	213,857	171,072	3.2%	29.0%
M2	284,094	271,041	223,889	4.8%	26.9%
DTH	124,578	123,151	104,196	1.2%	19.6%
DTH (milyar\$)	79.6	80.8	89.0	-1.5%	-10.5%
M2Y	408,672	394,192	328,086	3.7%	24.6%
Mevduat Bankaları Kredileri	268,660	270,869	214,830	-0.8%	25.1%
Açık Piyasa İşlemleri	-2,217	-4,311	4,369	-48.6%	AD
Kamu Menkul Kıymetleri	170,069	165,701	145,831	2.6%	16.6%
Dolarizasyon (DTH/M2Y)	30.5%	31.2%	31.8%	-2.4%	-4.0%

## Parasal Göstergeler

◆ DTH'lardaki azalma hız kaybetmiş görünürken, vadeli mevduatlarda belirgin bir artış söz konusu. Öte yandan banka kredilerinde geçen ay görülen reel

olarak bütçelenen giderleri aynen korunarak gelirleri üzerinde 2008 bütçesinin tahmini nihai sonucu baz alınarak aşağıdaki gibi bazı gerçekçi düzeltmeler yapınca durumun vehameti daha belirginleşiyor.

1-Toplam ithalatın 2008'e göre TL bazında %10 kadar düşeceğini öngörerek ithalattan alınan vergilerin o miktarda azaltılması (Gelirler 3 milyar azalarak 27 milyar TL oldu).

2-Akaryakıt üzerinden alınan vergilerde bu sene 1.3 kur ve 90 dolar ortalamadan 25 milyar TL bir gelir toplandığını varsayarak önümüzdeki sene 1.5 kur ve 60 dolar ortalamadan 19 milyar TL bir gelir elde edileceği sonucuna varsayılması. (6 milyar TL azalma)

3-Geri kalan vergilerle diğer gelirlerin tamamının %7.5 deflatör + %2 tahmini senelik büyüme oranı kadar artırılması. (145 x 1.095 = 159 milyar YTL)

Bu varsayımlar sonucunda 2009 için toplam gelirler 27+19+159=205 milyar TL oldu. 2009 bütçesinde öngörülen rakam ise 249 milyar. Arada 44 milyar gibi bir fark var. Böylece, 2009 bütçe açığı Hükümetin hedefi olan 13.5 milyar yerine, 57.5 milyar TL oldu. Bütçe açığının milli hasılaya

bazdaki azalmadan sonra bu ay nominal bazda da azalma var.

oranı da takriben %5.4. Faiz-dışı denge bile 4.5 milyar eksidede.

Resme böyle bakınca Hükümetin neden her türlü vergi indirimine karşı olduğu ve neden IMF ile bir türlü anlaşamadığı daha net ortaya çıkıyor. Çünkü aslında Bütçe belki de gereğinden fazla bile açık durumda. IMF büyük ihtimalle Hükümeti ya bazı giderleri kısımaya, ya da yeni gelir kalemleri yaratmaya zorluyor. Ancak işsizliğin (Kasım ayında gelir vergisi tahsilatının gerilemiş olması işsizliğin ciddi boyutta artmakta olduğunun öncü bir göstergesi) ve ticari problemlerin hızla artmakta olduğu (ve seçimlerin de yaklaşmakta olduğu) böyle bir dönemde bunların yapılması fiilen imkansız.