

1 MB kur takıntısını bırakmalı!

1 Klasik tedbirlerin fazla dışına çıkmaya gerek yok

2 Son ayda bütçe rekor açık verdi

3 KKO tarihinin en düşük seviyesinde

3 MB şaşırtmayı sevdi

SAYI: 01/09

- Turkish Yatırım Araştırma Birimi tarafından her ay yayınlanır.
- Baskıya giriş tarihi: 22.01.2009
- 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

EKONOMİK RAPOR

Kilometre Taşları

Ege Cansen

YERİM DAR, YENİM DAR

Ekonomik kriz, yani fakirleşme süreci kontrolsüz bir şekilde hızlanıyor. Bu tüm dünyada böyle, ama Türkiye’de durum daha kötüleşiyor. Çünkü krizin derinliğini azaltacak, süresini kısaltacak önlemlerin hepsi, “yüksek faiz-düşük kur” politikası yüzünden ekonomide manevra alanı sınırlanan Türkiye’de uygulanmıyor. Dünya’da faizler sıfıra doğru giderken, bizde hâlâ %17’ler düzeyinde. Enflasyon düzeltilmesi yapıp reel faiz hesabı yapıyoruz, hâlâ çok yüksek. Geçmiş yılı hesaplıyoruz, yüksek. Beklenen enflasyona göre düzeltme yapıyoruz, yüksek. Hâlbuki krizi frenlemenin ilk tedbiri, faizleri radikal bir biçimde düşürmektir. Merkez Bankası bunu bilmiyor mu? Biliyor tabii. Yapamıyor. Çünkü döviz kurlarının alıp başını gitmesinden korkuyor. Döviz fiyatı yükselince de enflasyonun patlamasından endişeleniyor. Krizi aşmanın diğer çaresi, borçlanarak kamu harcamalarını arttırmaktır. IMF buna pek izin vermiyor. Kamu borçlarını çevirmekte zorlanırsınız diyor. Peki, ne yapmalı?

Mademki faizi düşürünce enflasyonun, borcunu arttırınca kamu finansmanının zorlanacağını tahmin ediyoruz, öyleyse bu önlemleri almazsak ekonominin başına nasıl bir bela geleceğini kestirmeye çalışalım. Kararı ona göre verelim. Eğer faizleri düşürmeden ve kamu harcamalarını arttırmadan krizin dış dinamiklerle çözüleceğine güveniliyorsa, mesele yok. Ama, yukarıdaki tedbirler alınmadan krizi aşmanın çaresi yok deniyorsa, o

zaman risk almak şarttır. Risk biliniyorsa, yönetilmesi mümkündür. Yönetilemeyen şey, belirsizliktir.

Sui Generis

Tuğrul Belli

HÜKÜMETİ GEREKSİZ TEDBİR PAKETLERİ ALMAYA ZORLAMAYALIM

Bugün ekonomide yaşamakta olduğumuz daralmanın başlıca 2 sebebi var. Birincisi, dünyada müthiş bir para bolluğu ve genişlemenin hüküm sürdüğü 2002-2007 döneminde ağırlıklı olarak döviz kurunu kontrol amaçlı aşırı sıkı bir para politikası izlenmesi nedeniyle içe üretim yapan sektörlerin son derece sıkışmasından kaynaklanan ve milli gelir büyüme rakamlarında son 2 senedir bariz bir şekilde kendini göstermekte olan yapısal problem. İkincisi ise herkesin malumu olduğu üzere özellikle geçen senenin Eylül’ünden itibaren hız kazanan küresel ekonomik kriz ile birlikte gerek Türk finans sektörü ve şirketlerinin finansman imkanlarının son derece daralması, gerekse de dramatik bir şekilde daralan dış pazarlar nedeniyle ihracata yönelik sektörlerin de ciddi bir darboğaza girmiş olmaları.

Karşı karşıya kalınan bu konjonktürde maalesef Türkiye’nin ölçülü Keynezyen politikalar izleyerek, para ve maliye politikalarını imkanlar dahilinde maksimum ölçüde gevşetmek dışında yapabileceği fazla bir şey yoktur. Yıllardır izlenen cari açık politikası nedeniyle tasarruf birikimleri çok düşük olan bir ülke olmamız Çin’e benzer güçlü bir ekonomik stimülasyon programı uygulamamızı da engelle-

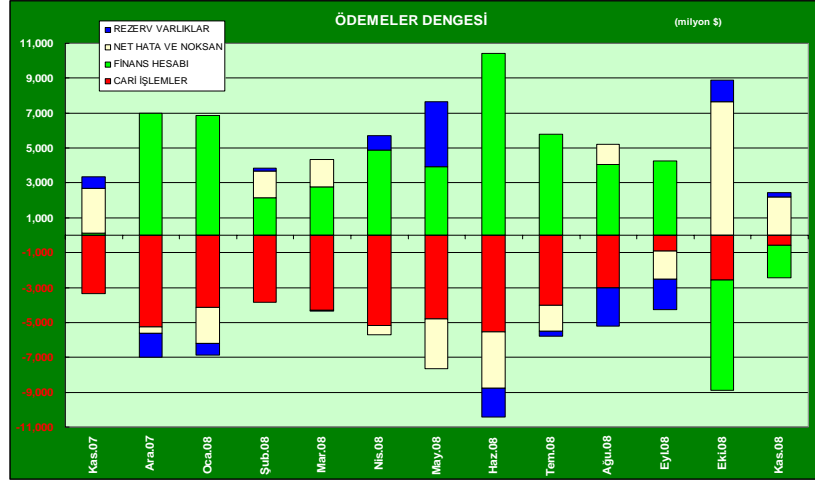
devamı sayfa 4’de

Bütçe ve Kamu Finansmanı

Son ay açık 8.8 milyar TL

◆ Her ne kadar 2008 nihai bütçe açığı 18 milyar TL olan resmi tahminlerin yaklaşık 1 milyar TL altında kalarak başarılı olarak addedilse bile gerçek durum biraz daha farklı.

◆ Aşağıdaki tablodan da görüldüğü gibi Aralık ayında açık geçen senenin aynı ayına göre çok yüksek bir miktarda artmış vaziyette. Detaylara bakıldığında bu durumun ağırlıklı olarak cari



lerinde reel bazda ciddi azalmalar söz konusudur. Halbuki, 2009

2009 bütçesi ister istemez ciddi açık vermeye gebeceği yönündedir. Bu nedenle

◆ Hazinesinin Ocak finansman programına göre 2.4 milyarlık faiz-dışı fazla bekleniyordu. 7.8 milyarlık finansman ihtiyacına karşın, iç borçlanmanın da 5.3 milyar TL olması öngörülmüştü. Ancak iç borçlanma 6.5 milyar TL oldu. Ayrıca rakamlar Hazine'nin Ocak'ta 2 milyarın üzerinde kasa kullanımı gerçekleştirdiğini göstermekte.

MERKEZİ YÖNETİM BÜTÇESİ	2007 Aralık	2008 Aralık	Artış	Oca-Ara 07	Oca-Ara 08	Artış
Harcamalar	19,665,554	23,937,010	21.7%	204,067,683	225,967,471	10.7%
1-Faiz Hariç Harcama	17,875,187	22,066,411	23.4%	155,314,792	175,306,166	12.9%
Personel Giderleri	3,042,585	3,242,878	6.6%	43,568,839	48,824,636	12.1%
Sosyal Güv.Kur. Devlet Primi	781,734	852,509	9.1%	5,804,535	6,401,679	10.3%
Mal ve Hizmet Alımları	4,702,842	4,756,281	1.1%	22,257,921	23,940,547	7.6%
Cari Transferler	4,856,795	6,720,046	38.4%	63,291,858	70,115,598	10.8%
Sermaye Giderleri	3,413,159	5,258,945	54.1%	13,003,480	18,440,515	41.8%
Sermaye Transferleri	394,713	556,959	41.1%	3,542,364	3,172,592	-10.4%
Borç Verme	683,359	678,793	-0.7%	3,845,795	4,410,599	14.7%
Yedek Ödenekler	0	0		0		
2-Faiz Harcamaları	1,790,367	1,870,599	4.5%	48,752,891	50,661,305	3.9%
Gelirler	15,672,476	15,140,047	-3.4%	190,359,773	208,898,182	9.7%
1-Genel Bütçe Gelirleri	14,608,645	14,541,852	-0.5%	184,802,653	202,790,045	9.7%
Vergi Gelirleri	12,245,824	12,014,132	-1.9%	152,835,111	168,087,237	10.0%
Teşebbüs ve Mülkiyet Gelirleri	755,088	358,522	-52.5%	8,239,102	7,297,383	-11.4%
Alınan Bağış ve Yardımlar ile Özel Gelir	141,072	87,403	-38.0%	1,844,605	869,330	-52.9%
Faizler, Paylar ve Cezalar	1,331,335	1,162,003	-12.7%	15,706,237	17,026,404	8.4%
Sermaye Gelirleri	37,718	818,621	2070.4%	6,079,990	9,104,999	49.8%
Alacaklardan Tahsilat	97,608	101,171		97,608	404,692	
2-Özel Bütçeli İdarelerin Gelirleri	966,047	513,722	-46.8%	3,971,935	4,368,545	10.0%
3-Düz. ve Den. Kurum. Gelirleri	97,784	84,473	-13.6%	1,585,185	1,739,592	9.7%
Bütçe Dengesi	-3,993,078	-8,796,963	120.3%	-13,707,910	-17,069,289	24.5%
Faiz Dışı Denge	-2,202,711	-6,926,364	214.4%	35,044,981	33,592,016	-4.1%

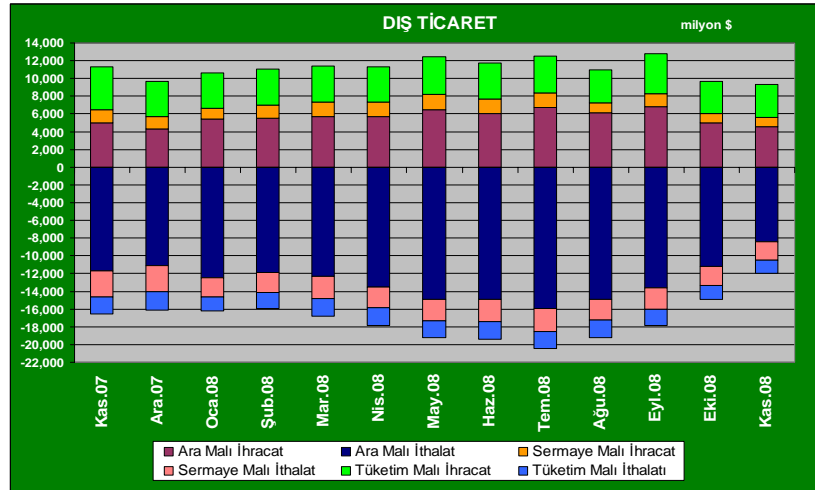
transferler ve sermaye giderleri kalemlerinden kaynaklandığı görülüyor. Bu durum bir ölçüde belediye seçimleri öncesinde kaynak aktarma olarak değerlendirilebilir. Öte yandan, özellikle özel sektör aktivitesi azalırken, kamunun harcamalarını artırması da istenen bir durum açıkçası.

◆ Asıl dikkatli takip edilmesi gereken ise gelirler tarafı olmalı. Aralık'ta önemli bütçe gelir kalemlerinden gelir vergisinde %3.2 artış, dahilde alınan KDV'de %2.4 artış, özel tüketim vergisinde %6.8 azalış ve ithalde alınan KDV'de %14.8 azalış dikkat çekmektedir. Diğer bir ifadeyle önemli tüm gelir kalem-

bütçesinde gelirlerin %19 artacağı varsayılmıştır. Ancak, artık genel konsensüs ekonomideki daralmanın 2009 yılında artarak devam

Ödemeler Dengesi ve Dış Ticaret

◆ Dış ticaretteki daralma hızlanarak devam ediyor. Grafikten de görüldüğü gibi özellikle ithalat



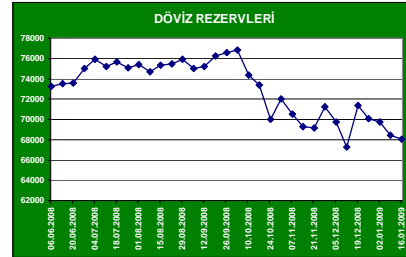
ihracattan da hızlı gerilemekte. Petrol ve emtia fiyatlarındaki gerilemenin ve ekonomik aktivitedeki daralmanın bu gelişmede önemli payı var.

◆ Böylece dış ticaret açığı da 2005 Şubat'ından beri en düşük seviyesine gelmiş bulunuyor.

◆ Ticaret açığına paralel olarak cari açık da dramatik bir azalma göstererek 559 milyon dolara geriledi. Bu gelişme 2009 yılında döviz kurları üzerinde cari açık kaynaklı baskının beklenenden az olacağını göstermekte.

◆ Kasım'da ödemeler dengesinin finans hesabı çıkışlarında bir azalma olduğu göze çarpıyor. Öte yandan, ÖD hesaplamalarında ciddi bazı hatalar olduğu konusunda bazı görüşler de var. Nitekim, örneğin Ekim ayında "net hata ve noksan" kaleminin 7.5 milyar dolar olması gerçekten de oldukça anormal bir durum. MB'nin bu duruma bir an önce açıklık getirmesi gerekiyor.

◆ TİM kayıtlarına göre Aralık ihracatı geçen yılın aynı ayına göre %25 gerileyerek \$ 7.1 milyar oldu. En yüksek oranlı azalışlar otomotiv ve kimyevi maddeler sektörlerinde görüldü. 2008 toplam ihracatı ise \$ 127.5 milyar olarak gerçekleşti. Bu rakam geçen seneye göre %20.3'lük bir artışı ifade ediyor. Ancak euro'nun değerlenmenin ve mal fiyatlarındaki artışların etkisini çıkardıktan sonraki hesaplama 2008'deki gerçek ihracat artışının %8 civarında olduğunu gösteriyor.



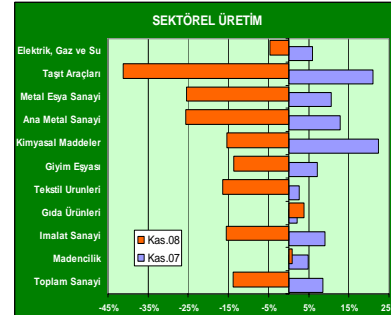
◆ Her ne kadar döviz rezerv kompozisyonunu açıklamıyorsa da, rezerv ve parite hareketlerine bakarak MB'nin rezervlerinde euro'nun payının %40'lara yakın olduğu söylenebilir. Tabii, bu durumda doların euro'ya karşı değer kazanması rezervlerin dolar bazında azalmasına yol açıyor.

Üretim ve Büyüme

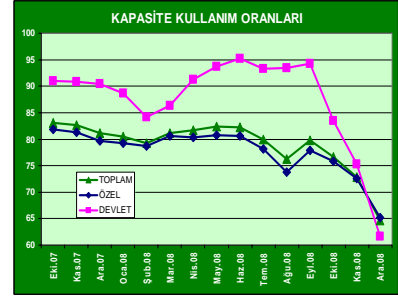
KKO rekor düşük seviyede

◆ Kasım ayında toplam sanayiye görülen %13.8 oranındaki daralma artık bir sürpriz değil.

◆ Sektörler itibarıyla bakıldığında en büyük daralmanın otomotiv sektöründe olduğu görülmekte. OSD'nin son rakamları bu sektördeki daralmanın maalesef hızlanarak devam ettiğini gösteriyor. Otomotivde Aralık'ta üretimdeki gerileme %62, ihracattaki gerileme ise %50 oldu. Öte yandan, son 10 yılda yerli üretimin yerli satış içindeki payı %65'den %30'a gerilediği için, bu sektörde örneğin Fransa benzeri iç talebi artırarak bir canlanma yaratmak da imkansız gibi. (2008'de satılan yerli araba sayısı 100 binin altında. Bu rakam 10 sene önce bile 205 bin idi.)



◆ Aşağıdaki grafikte de görülen KKO'daki son 3 aydaki azalma korku verici. Her ne kadar Aralık'taki bayram tatili nedeniyle rakamlar olduğundan da düşük çıkmışsa da bu bir teselli olamaz.

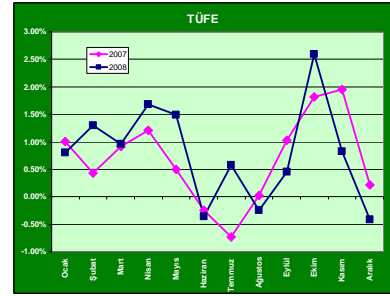


◆ Durumun vehametini ortaya koymak açısından %64.7 olan Aralık KKO'sunun bu istatistiğin hesaplanmaya başladığı 1991 yılından beri en düşük seviye olduğunu belirtelim. 2001'de bile en düşük seviye 68.5 olmuştu.

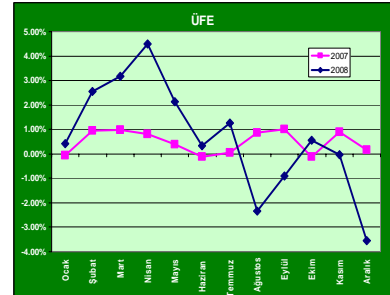
Enflasyon

ÜFE'de yüksek oranlı düşüş

◆ Aralıkta TÜFE %0.41, ÜFE ise %3.54 oranında azalma gösterdi. Böylece 2008 yılı enflasyonu TÜFE'de %10.06, ÜFE'de ise %8.11 oldu.



◆ Bu ay TÜFE alt kalemleri arasında en yüksek oranlı azalışlar giyim (%3.92) ve ulaşırmada (%2.51) görüldü.



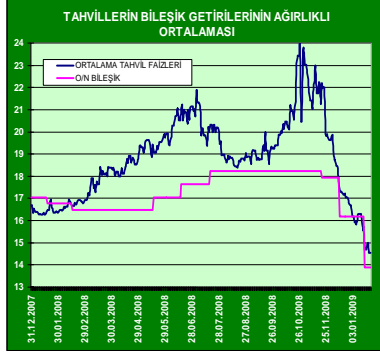
◆ 2008'in ilk 5 ayında %1-1.5 seviyesinde seyreden TÜFE'nin bu sene ortalamada %0.5 civarında seyretmesi bile Mayıs

sonunda enflasyonu %6 seviyelerine kadar geriletebilir.

Faizler

MB'den bir sürpriz daha

- ◆ Aralıktaki %1.25'lik azaltmanın sonrasında MB faizleri Ocak'



SUI GENERIS—s1'den devam

mektedir. Ancak, TL faizlerin hızla düşürülmesi mutlaka ki içe üretim yapan sektörleri bir ölçüde rahatlatacaktır. Bütçe açığının daha fazla genişletilme imkanı ise aslında oldukça azdır. Şöyle ki, eğer 2009'da bütçe giderleri Meclis'ten geçtiği şekilde gerçekleşirse, açık zaten milli hasılanın %5'i boyutuna çıkmış olacaktır ki, bunun üzerindeki bir açığın finanse edilmesi çok zorlaşacak, ve hatta politika faizleri düşürülürken bono faizleri ve dolayısıyla piyasa faizlerinde yükselme yaşanma olasılığı artabilecektir. (Bunu kamunun özel sektörü dışlama etkisi olarak görebiliriz.)

Dış konjonktürden kaynaklanan sorunlarla ilgili ise açıkçası lokomotif ülkelerin toparlanmasını beklemek dışında yapılabilecek tek şey şartlarımıza uygun bir IMF anlaşmasını kısa sürede devreye sokabilmektir. IMF genelde fon kullanımını MB döviz rezervleri kanalıyla cari açığın finanse edilmesi ile kısıtlı tutar. Ancak, yapılabilirse alman fonların bir kısmının 2009 yılında 13.3 milyar dolar dış borç faiz ve anapara ödemesi olan Hazine'ye doğrudan verilmesi çok faydalı olacaktır. Örneğin toplamda 20

PARASAL GÖSTERGELER (milyon YTL)	1 09.01.2009	2 05.12.2008	3 28.12.2007	4 1/2	5 1/3
Dolaşımdaki Para	30,050	35,332	26,164	-14.9%	14.9%
Vadesiz Mevduatlar	24,896	27,999	26,654	-11.1%	-6.6%
M1	54,946	63,330	52,818	-13.2%	4.0%
Vadeli Mevduatlar	225,924	220,764	171,072	2.3%	32.1%
M2	280,870	284,094	223,889	-1.1%	25.5%
DTH	128,781	124,578	104,196	3.4%	23.6%
DTH (milyar\$)	83.3	79.6	89.0	4.6%	-6.4%
M2Y	409,651	408,672	328,086	0.2%	24.9%
Mevduat Bankaları Kredileri	264,116	268,660	214,830	-1.7%	22.9%
Açık Piyasa İşlemleri	245	-2,217	4,369	-111.1%	AD
Kamu Menkul Kıymetleri	167,550	170,069	145,831	-1.5%	14.9%
Dolarizasyon (DTH/M2Y)	31.4%	30.5%	31.8%	3.1%	-1.0%

ta da %2 gibi oldukça yüksek sayılabilecek bir oranda düşürdü.

- ◆ Grafikten de görüldüğü gibi MB son faiz kararlarında oldukça pro-aktif davranarak, piyasa faizlerinin de düşmesini sağlıyor. Her ne kadar bazı yorumcular fazla düşüşün kurlar üzerinde menfi tesir edeceğini belirtsele

de, gerek ekonomideki keskin daralma ve deflasyon olgusu, gerekse de sıcak para çıkışlarında bir artış görülmemesi bu tezleri tamamen çürütmekte.

milyar dolarlık bir IMF paketinin fırsatçıların şahsi çıkarlarına 10 milyar dolarının Hazine'ye uygun taleplerde bulunmaları kullandırılması piyasa için dışında hiç bir amaca hizmet oldukça rahatlatıcı olacaktır. Öte etmemektedir. Bizatihi, önerilen yandan, vadesi 1-2 yıl civarında tedbirlerin pek çoğu gereksiz ve olmasında düşünülen bir stand-by orta vadede yarardan çok zarar anlaşmasında, böyle bir miktarın getirebilecek önerilerdir. Türkiye' Hazine'ye kullandırılması da pek nin özel şartları nedeniyle (dolaylı Hükümetin bu konuda ısrarcı içinde çok yüksek payı olması ve olması doğru bir yaklaşımdır. bazılarının oranının fahiş sevi-Bazılarının iddia ettiği gibi yelerde olması) bazı kritik sektör-fonların doğrudan özel sektöre lere kısa süreli ve geçici olarak kullanımı ise bence bahis konusu dolaylı vergilerin düşürülmesi bile olamaz. Ayrıca, 2001 yılında şeklindeki vergisel tedbiri bir olduğu gibi IMF ile yapılacak bir kenara koyarsak, medyada yer anlaşmanın yabancı yatırımcılara bulan diğer tedbir önerileri ile pozitif bir sinyal vererek, Türkiye'nin ekonomik durumu hiç Türkiye'ye tekrar özel sektör örtüşmemekte.

“Bizim problemlerimiz bir değil, paket açıkladı. Bu paket de iki değil, 10 tanedir, zaten tedbir ağırlıklı olarak altyapı ile ilgili alınmakta geç kalınmıştır, güven bütçe harcamalarının artırılma-tesis etmek için çok kapsamlı ve sindan oluşuyor. Biz, zaten hali-çok boyutlu önlemler almamız hazırda bütçe açığımızı bu sene gerekir” gibi ifadeler, kamu-ister istemez bu oranın oldukça oyunda sanki her şeyi düzelterek üzerinde artırmış olacağız. Şah-sihirli bir formül varmış da sen, başka bir tedbir almayı da uygulanmıyormuş gibi gereksiz oldukça gereksiz bulurum doğ-beklentilerin oluşması ve bazı rusu!