

- 1 Krizi bitirmek için tüm silahlar kullanılıyor
- 1 Eski büyüme hızları uzun süre görülmeyebilir
- 2 Nisan'da düzelme arzı gelirlerden
- 3 İhracat tahmin edilenden az düştü
- 3 Vergi indirimleri kısmı bir canlılık getirdi

SAYI: 05/09

- Turkish Yatırım Araştırma Birimi tarafından her ay yayınlanır.
- Baskıya giriş tarihi: 15.05.2009
- 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

ZOR OYUNU BOZAR

“Zor oyunu bozar” bir güreş deyimidir. “Zor”un buradaki anlamı kuvvettir. Rakibinin oyununu, karşı bir oyunla bozamayan güreşçinin, düştüğü oyundan kurtulabilmek için elinde kalan tek ve son silah kas gücüdür. Eğer bir güreşçi yeteri kadar adeste gücüne sahipse, rakibinin hemen her oyununu önünde sonunda bozar. Bunun için bir güreşçinin herşeyden önce acıya dayanıklı ve kuvvetli olması gerekir.

Halen içinden geçmekte olduğumuz iktisadi krizle başa çıkmak için, genel ekonomiyi yönlendiren yetkili kurumlar karşı oyun kurmaktan ziyade “zor” kullanmaktadır. Çünkü başlamış ve kendi atalet kuvvetiyle gitgide derinleşen bir krizi durduracak bir “karşı oyun” yoktur. Hiç kimse, hiç bir iktisatçıdan böyle dahiyane bir buluş beklemesin. Bu oyunu, zor bozacaktır. Krize karşı kullanılan esas “zor” faizleri düşürüp, piyasadaki para miktarını artırmaktır. Bütçe açıkları ikincildir. Ben bu zorun krizi çözeceğine inanıyorum. Bütün mesele tatbik edilecek kuvvetin miktarındadır. Krizin kaynağı ABD’de fazlaca zor kullanmadan bu sorun çözülebilir diye düşünüldüğü için, başlangıçta gerekli dozda zor kullanılmadı. Merkez Bankasına ve Bütçe’ye fazla yük binmesin diye, Lehman Bros.’un iflasına göz yumuldu. Uygulanan küçük zorlar yeterli olmadı. Zor oyunu bozamayınca işler çorap söküğü gibi daha kötüye gitti.

Benim gözlemime göre, ABD’de krizi çözmek için uygulanacak

“zor”un miktarı konusunda artık hiç bir sınır kalmadı. FED başkanından tutun da Başkan Obama’ya kadar tüm karar alıcılar tedbirler babında “yettiği kadar” demektedir. Dolayısıyla oyun bozulacaktır. Hatta diyebilirim ki, bozulmuştur. Herhalde krizin şiddeti düşmüştür. Şimdi sıra alınan önlemlerin neticesini beklemeye gelmiştir.

Sui Generis

Tuğrul Belli

KRİZİN ALFABETİK İFADESİ

Bilindiği gibi krizin seyrinin alfabetik olarak ifadesi bugünlerin popüler bir tartışma konusu. Genel olarak kullanılan semboller V, U, L, W ve ters J (yani kannca). Şahsen ben geniş çanaklı bir U’nun hüküm sürecini düşünmekteydim. Ama geldiğimiz konumda geniş ve orta noktasi düşük bir W’dan da bahsetmek mümkün sanırım. Krizin V şeklinde (yani kısa sürede eski düzeylere gelen bir toparlanma hareketi) hareket edeceğini düşünenler ise yanlış içerisindedir. Ya da şöyle ifade edeyim: Eğer V şeklinde bir toparlanma görülürse, 1-2 yıl içerisinde tekrar (ve daha derin) bir kriz yaşama ihtimali çok kuvvetlenmiş olacaktır.

Mart ayı başında 670 sınırına kadar gerilemiş olan S&P500 endeksinin son 2 ay içinde %35 artış göstererek 910 seviyesine gelmesi küresel krizin dip noktasının geçildiği yorumlarını da beraberinde getirdi. Öte yandan, bu seviyelerin 1997 yılında gelinen seviye olduğunu ve 2007 ortasında görülen en tepe noktaları olan 1500’lerin %40 kadar altında olduğunu hatırlamakta fayda var. Diğer bir ifadeyle, yaşanan ralliye rağmen

devamı sayfa 4’de

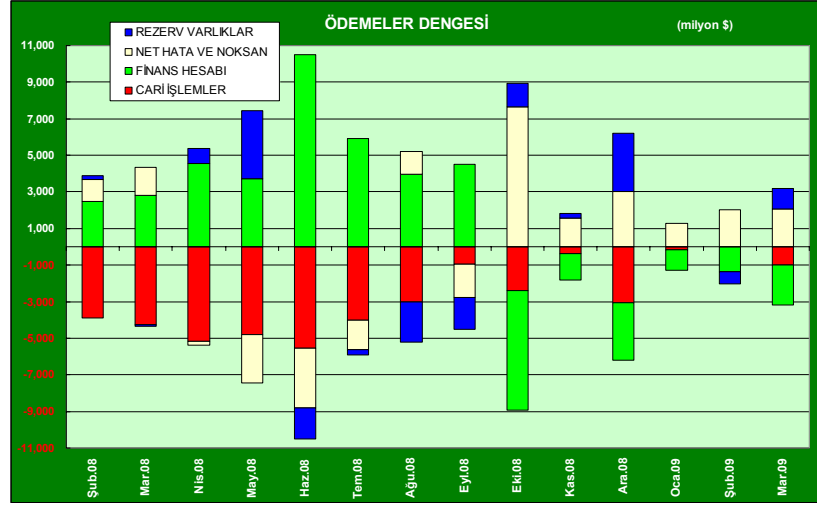
Bütçe ve Kamu Finansmanı

Nisan rakamları yanıtımasın!

◆ Nisan ayında faiz-dışı denge 2.1 milyar TL kadar bir fazla verdi. Her ne kadar bu fazla 2008 Nisan'ındaki 3.1 milyarlık fazlanın altındaysa da, senenin ilk aylarına göre bir düzelme gibi algılanabilir. Ancak, bu ay içinde 2 tane önemli arızı gelirin bütçeye kaydedildiğini hatırlamakta fayda var. Bir tanesi 3G lisanslarından gelen 1.8 milyar TL, diğeri de kamu bankalarından alınan 2.4 milyar TL temettü ödemeleri.

MERKEZİ YÖNETİM BÜTÇESİ	2008 Nisan	2009 Nisan	Artış	2008 Oca-Nis	2009 Oca-Nis	Artış
Harcamalar	18,637,973	21,009,963	12.7%	70,199,846	87,434,661	24.6%
1-Faiz Hariç Harcama	14,472,353	17,971,922	24.2%	52,283,389	66,306,404	26.8%
Personel Giderleri	4,013,661	4,702,039	17.2%	16,526,289	19,198,651	16.2%
Sosyal Güv.Kur. Devlet Primi	488,486	556,771	14.0%	2,073,864	2,326,193	12.2%
Mal ve Hizmet Alımları	1,832,848	2,326,353	26.9%	5,612,682	7,127,884	27.0%
Cari Transferler	6,531,372	7,829,130	19.9%	24,045,746	32,008,494	33.1%
Sermaye Giderleri	995,948	1,820,189	82.8%	1,926,183	2,929,903	52.1%
Sermaye Transferleri	140,464	379,822	170.4%	686,463	767,152	11.8%
Borç Verme	469,574	357,618	-23.8%	1,412,162	1,948,127	38.0%
Yedek Ödenekler	0	0		0	0	
2-Faiz Harcamaları	4,165,620	3,038,041	-27.1%	17,916,457	21,128,257	17.9%
Gelirler	17,562,324	20,063,365	14.2%	64,750,629	67,361,292	4.0%
1-Genel Bütçe Gelirleri	17,116,016	19,430,162	13.5%	62,445,747	64,865,697	3.9%
Vergi Gelirleri	12,902,005	12,813,506	-0.7%	53,157,833	50,957,626	-4.1%
Teşebbüs ve Mülkiyet Gelirleri	2,771,142	4,571,156	65.0%	3,786,690	5,796,564	53.1%
Alınan Bağış ve Yardımlar ile Özel Ge	113,371	40,389	-64.4%	341,413	399,797	17.1%
Faizler, Paylar ve Cezalar	1,310,671	1,963,750	49.8%	5,102,887	6,285,932	23.2%
Sermaye Gelirleri	18,827	22,641	20.3%	56,924	1,365,253	2298.4%
Alacaklardan Tahsilat	0	18,720		0	60,525	
2-Özel Bütçeli İdarelerin Gelirleri	357,223	356,407	-0.2%	1,283,213	1,364,275	6.3%
3-Düz. ve Den. Kurum. Gelirleri	89,085	276,796	210.7%	1,021,669	1,131,320	10.7%
Bütçe Dengesi	-1,075,649	-946,598	-12.0%	-5,449,217	-20,073,369	268.4%
Faiz Dışı Denge	3,089,971	2,091,443	-32.3%	12,467,240	1,054,888	-91.5%

◆ İlk 3 ayda %5 gerileme göstermiş olan vergi gelirlerindeki azalma bu ay %0.7'e gerilemiş durumda. Dahilde alınan KDV'nin %51 artması nedeniyle oluşan bu toparlanmada 3G lisanslarından alınan 316 milyon TL KDV de etkili olmuştur. Ancak bu miktar dikkate alınmadığında bile, KDV artış oranı geçen seneye göre %29 olmaktadır. Dahilde alınan KDV'de görülen bu artışın nedenleri; uygulamaya konulan vergi indirimlerinin sonucu ortaya çıkan ekonomik canlanma ile ithalatın azalmasına bağlı olarak ithalatta ödenip dahilde alınan

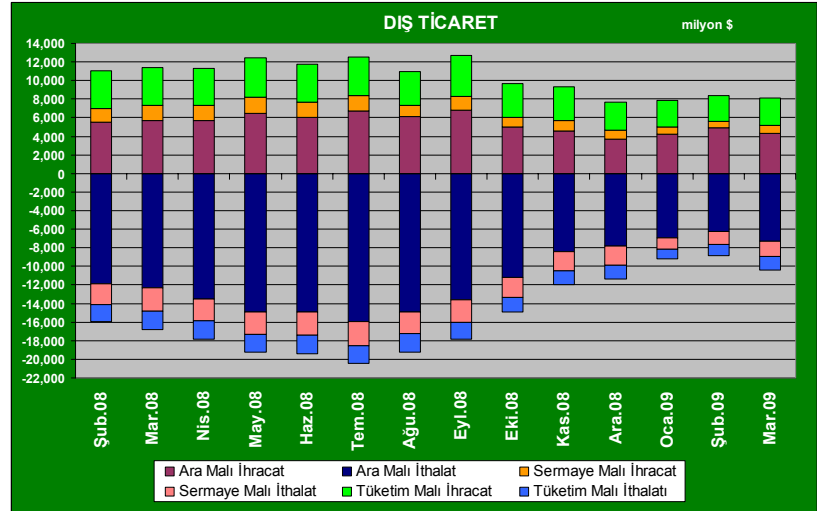


KDV'den mahsup edilen KDV tutarının azalması olarak

red ve iadelerin etkisiyle geçen yılın aynı ayına göre Kurumlar Vergisi %297, tapu harçlarındaki indirim nedeniyle Harçlar % 18 ve ithalatın azalmasına paralel olarak da ithalde Alınan KDV % 35 oranında azalma göstermiştir.

◆ Bir ölçüde kaçınılmaz olan gelirlerdeki azalmadan daha çok bu ay da %24 artış gösteren faiz-dışı harcamalar dikkat çekici boyutlara ulaşmış durumda. Henüz, bu sene rekor mahsül beklenen tarımda destekleme alımlarının devreye girmemiş olduğu dikakte alındığında sene içinde harcamaların kontrolünün çok zor olacağı görülmekte.

◆ Bu şartlar altında Mayıs ayında 15.3 milyar TL iç



borçlanma hedefleyen Hazine'nin daha ilk haftada 16.6 milyar TL borçlanması şaşırtıcı değildir.

◆ Öte yandan, her ne kadar iç borçlanmada nominal faizler düşmekte ise de, 12 aylık enflasyon beklentileri dikkate alındığında borç stoğunun üzerindeki faiz yükü artmakta. 2008 sonunda % 6.4 olan reel faiz yükü Mart sonunda %10.7'e çıkmış durumda.

Ödemeler Dengesi ve Dış Ticaret

İhracat aslında çok da düşmedi

◆ Geçen sene Mart'ta 4.3 milyar dolar olan cari açık bu Mart'ta 1 milyar doların altına gerilemiş durumda. Yılın son çeyreğinde ekonomide göreceli bir toparlanma olsa bile açığın çok düşük seviyelerde kalacağı görülüyor.

◆ Ekim ayından beri finans hesabındaki çıkışlar "net hata ve noksan"dan girişlerle karşılanmış durumda. Söz konusu dönemde 15.8 milyar dolar çıkış olurken, kaynağı belli olmayan 17.6 milyar dolarlık giriş gerçekleşmiş.

◆ Daha önce Şubat 2001 krizi sonrası, 5 ayda finans hesabından 12.5 milyar dolar çıkış olmuş, ancak bu çıkış net hata ile karşılanmamış, MB rezervlerinden karşılanmıştı.

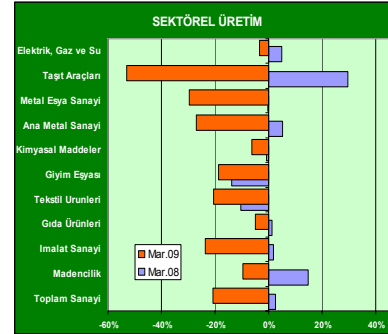
◆ Dünyada emtia fiyatlarının yüksek miktarda gerilemiş olması ve çapraz döviz kurlarındaki hareketler nedeniyle, dış ticaret rakamları yanıltıcı olabiliyor. Örneğin, dolar bazında bakıldığında Mart ayında ithalatımız %38, ihracatımız ise %28 azalmış görünüyor. Ancak dış ticareti miktar bazında incelediğimizde ithalatın %22, ihracatın ise sadece %7 civarında gerilemiş olduğunu görüyoruz. Yani, dış ticaret açığında görülen daralma sadece iç

talebin düşmesi nedeniyle yatırım mallarında görülen azalmadan değil, ihracat azalışının göreceli olarak düşük kalmasından da kaynaklanıyor. Tabii, ihracat için kullanılan bir kısım hammadde ve ara malın yerli üretime kayması da dengeyi düzeltici etki yapıyor.

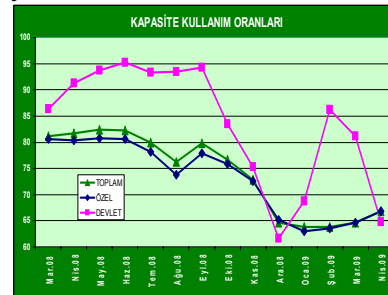
Üretim ve Büyüme

ÖTV indirimi etkili oldu

◆ Mart ayında toplam sanayi üretimindeki düşüş %20.9 oldu. Düşüşün Şubat'ta %23.9 olması, daralmada dip noktasının bulunduğu izlenimini veriyor.



◆ Otomotiv üretimi %53 gerileme ile gene rekoru elinde bulunduruyor. Ancak Otomotiv Sanayicileri Derneği'ne göre vergi indirimlerinin de etkisiyle Nisan'da otomobil üretimi sayısında Mart'a göre %31'lik bir artış söz konusu. Her ne kadar geçen Nisan'a göre üretim %26 kadar düşüğe de, sektörde göreceli bir toparlanma olduğu yadsınmaz.



◆ ÖTV indirimi her ne kadar ithalata da etki yapsa da, Nisan'da yerli üretim otomobil ve hafif

ticaride 17000 adet artarken, ithalat miktarı 8000 adet azalmış durumda. Kısacası, beklendiği gibi yerli üreticiler daha hızlı tepki vermiş.

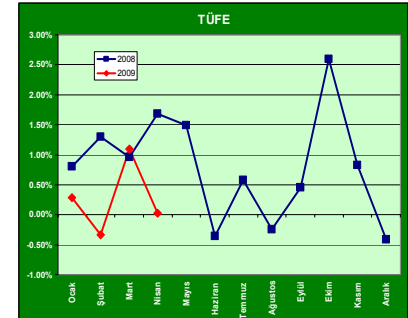
◆ Göreceli düzelme Nisan ayı özel sektör kapasite rakamlarına da yansımış durumda.

◆ Öte yandan, işsizlik oranı %16.1'e yükselmiş durumda. Her ne kadar artış hızında bir yavaşlama görülse de kısa vadede işsizlik oranında bir gerileme beklemek gerçekçi olmayacaktır.

	2008	2009
Kurumsal olmayan nüfus (000)	69 416	70 236
15 ve daha yukarı yaştaki nüfus (000)	50 500	51 360
İşgücü (000)	22 541	23 582
İstihdam (000)	19 864	19 779
İşsiz (000)	2 677	3 802
İşgücüne katılma oranı (%)	44,6	45,9
İstihdam oranı (%)	39,3	38,5
İşsizlik oranı (%)	11,9	16,1
Tarım dışı işsizlik oranı (%)	14,2	19,8
Genç nüfusta işsizlik oranı (%)	21,5	28,6
İşgücüne dahil olmayanlar (000)	27 959	27 778

Enflasyon

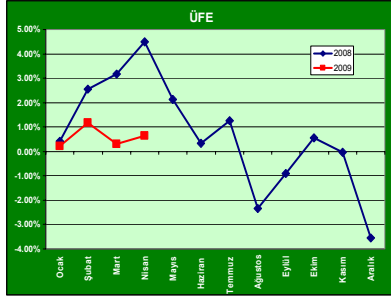
◆ Nisan'da TÜFE %0.02, ÜFE ise %0.65 arttı. Son 12 aylık enflasyon TÜFE'de %6.13, ÜFE'de ise %-0.35 oldu.



◆ Bu ay enflasyon üzerinde en çok etkiyi %0.8 ile giyim sektörü yaptı. Diğer bütün harcama gruplarının etkisi eksi veya sıfıra yakın bir düzeyde oldu. Bu durumda vergi indirimlerinin etkisi de söz konusu.

◆ Grafikten de görüldüğü gibi 12 aylık enflasyon Mayıs'ta da gerileyerek %5 seviyelerine gerileyebilir. Ancak sonrasında, piyasalardaki göreceli düzelme ile bir-

likte bir miktar artış görülebilir.



Faizler

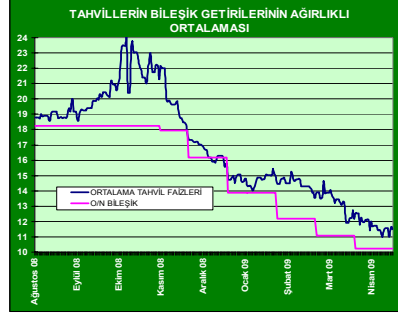
◆ Merkez Bankası politika faizlerini 50 baz puan daha indirerek %9.25'e çekti.

◆ Haziran'da 25-50 baz puanlık bir indirim sonrasında, MB'nin enflasyon gelişmelerine göre pozisyon alması beklenebilir.

SUI GENERIS—s1'den devam

ABD borsalarında yatırımı olan tasarruf sahiplerinin son 2 senede servetlerinin %40 azalmış olduğu gerçeği değişmiyor. Bu servet sahipleri sadece zengin kesimler değil, çeşitli yatırım ve emeklilik fonları vasıtasıyla yatırımları olan orta sınıflar da. Zaten artan işsizlik, düşen konut fiyatları ve azalan tüketici kredileri imkanları nedeniyle alım gücünde ciddi bir erozyon oluşmuş olan ve sadece ABD değil, bir ölçüde Dünya ekonomisinin de lokomotifini olan bu orta sınıfların eski gücüne kavuşması oldukça uzun bir zaman alacak. 2007 yılının sonunda Amerikan hanehalkının borçluluk oranı senelik gelirlerinin %133'üne ulaşmıştı. Öte yandan, sadece 2003-2006 arasında konutlarını teminat göstererek 2 trilyon dolar daha tüketici kredisi kullanan Amerikalıların ev fiyatlarındaki gerileme ile birlikte servetleri de 11 trilyon dolar kadar gerilemiş bulunuyor. Yapılan hesaplamalara göre bu menfi servet etkisi tüketimi %2 kadar azaltacak. Diğer bir ifadeyle, ABD ekonomisinin son 20 yıldaki ana büyüme motoru olan tüketim

PARASAL GÖSTERGELER	1	2	3	4	5
(milyon YTL)	01.05.2009	03.04.2009	26.12.2008	1/2	1/3
Dolaşımdaki Para	31,560	31,685	30,568	-0.4%	3.2%
Vadesiz Mevduatlar	27,281	26,426	27,106	3.2%	0.6%
M1	58,841	58,111	57,675	1.3%	2.0%
Vadeli Mevduatlar	218,630	220,082	224,186	-0.7%	-2.5%
M2	277,471	278,193	281,861	-0.3%	-1.6%
DTH	133,869	134,429	127,823	-0.4%	4.7%
DTH (milyar\$)	83.8	83.4	84.8	0.6%	-1.1%
M2Y	411,341	412,621	409,683	-0.3%	0.4%
Mevduat Bankaları Kredileri	260,495	257,893	267,667	1.0%	-2.7%
Açık Piyasa İşlemleri	-5,518	-717	-2,836	669.9%	AD
Kamu Menkul Kıymetleri	189,363	183,122	169,559	3.4%	11.7%
Dolarizasyon (DTH/M2Y)	32.5%	32.6%	31.2%	-0.1%	4.3%



Parasal Göstergeler

◆ TL vadeli mevduatlarda neredeyse kredilere paralel bir azalma söz konusu. Bankalar gibi şahıslar da kısmen yatırımlarını kamu kağıtlarına yönlendirmekte.

harcamalarının daha uzunca bir süreye yayılacağı gözüküyor. Bu şartlar altında, ABD büyümesini ancak ihracat ve yatırım harcamalarındaki artış yoluyla sağlayabilir ki, Dünya'nın geri kalanının durumu dikkate alındığında, bunun da kısa sürede gerçekleşeceği bir beklenti olamayacağı görülmüyor.

Öte yandan, bugün için, borsalardaki göreceli toparlanma dışında, ekonomilerin krizi aşmakta olduğu şeklinde yorumlanan diğer gelişmelerin de çok pozitif işaretler verdiğini düşünmüyorum. Örneğin, emtia piyasalarında görülen toparlanmanın ekonomik temellerden mi, yoksa bu piyasaların son dönemlerde popüler bir alternatif yaratmış olması dolayısıyla spekülasyonlardan mi kaynaklandığı belirsiz. Hatta, bu durumun devam etmesi durumunda, tüketiciler reel ücretleri azalırken daha yüksek gıda ve enerji fiyatlarıyla karşı karşıya kalarak çok daha kötü bir sürecin içine de düşebilirler.

Doların değerinin azalması ise ABD ihracatına ivme yapacak bir gelişme olarak görülebilir. Ancak, açıkçası ABD'nin mal ihracatında rekabetçi avantajını

uzun süredir kaybetmiş olduğunu ve ancak dolardaki düşüşün çok yüksek boyutlu olması durumunda bir avantaj yaratabileceğini düşünüyorum. Halbuki, doların güçlü kalması hem ABD finansal piyasalarını güçlü tutacağı, hem de AB'nin toparlanma sürecini hızlandıracağı için, aslında Dünya ekonomisi için daha tercih edilebilir olmaktadır.

ABD Hazine bono faizlerinde görülen artış ise enflasyon beklentilerinde artışa işaret eden, borsalardaki çıkışı boğabilecek ve tüm Dünyada borçlanma maliyetlerini artıracak olumsuz bir gelişme olarak görülmelidir.

Bütün bu gelişmeler ABD finans sektöründe 90'lar Japonya'sına benzer uzun vadeye yayılan tedbirlerin tercih edilmekte olduğu olgusuyla birlikte değerlendirildiğinde, orta vadede Dünya ekonomisinin 2000'li yıllara göre çok daha düşük bir büyüme patikasında yol alacağı barizdir. Bu şartlar altında gerek dış ticaret, gerekse de yabancı sermaye akımları yönünden Dünya ekonomisi ile eklemlenmiş bulunan bir Türkiye'nin ise farklı bir performans göstermesini beklemek gerçekçi olmayacaktır.