

- 1 'Bırakın batsınlar' felsefesiyle işler yürümüyor
- 1 25 milyar dolarlık bir ihtiyati stand-by şart
- 2 Hazine Ekim'de borçlanamadı
- 3 İhracat tamamen durdu
- 3 Sanayi üretiminde düşüş

SAYI: 10/08

- Turkish Yatırım Araştırma Birimi tarafından her ay yayınlanır.
- Baskıya giriş tarihi: 14.10.2008
- 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

DEMİRBANK-LEHMAN BROS.

Paul Krugman "The New York Times" gazetesindeki köşesinde, geçen Ekim ayında zora düşen Lehman Brothers adlı yatırım bankasının ABD Hazinesi tarafından kurtarılmamasını eleştiren bir yazı yazmış. Krugman, bu yazısında Lehman'ın batışına seyirci kalarak ABD Hazine Bakanı Paulson büyük hata etmiştir demiş. Bundan sonra Krugman'ın öngördüğü gibi, ortaya bir "güven bunalımı" çıkmış. Ayakta kalan bankaların yöneticileri, kendi nakit pozisyonlarına hanel gelmesin diye bankalar arası işlemlerden kaçınmış. Böylece tek topla 22 kişinin futbol oynaması gibi "dinamik denge" üzerine kurulu ödemeler sistemi kilitlenmiş ve bankacılık kesimi toptan bir krize girmiştir. Bu olay hepimize 2000 yılının Ekim ayında elinde çok miktarda Hazine Bonosu tutan Demirbank'a, Merkez Bankası'nın nakit yardımında bulunmamasını hatırlattı. Bir bakıma o yüzden Türkiye'de gecelik faizler % 7000'lere kadar çıktı. Bu dayanılmaz faizler tüm finansal sistemi çökertti ve 2001 krizi gümbür, gümbür geldi.

13 Ekim'de Krugman, 2008 yılının iktisat dalında Nobel ödülünü aldı. Yazıyı yazdığı esnada bu ödülü aldığı bilinmiyordu. 10 Ekim tarihinde yine aynı gazetede yazdığı yeni makalesinde Krugman, İngiltere'nin finansal kriz karşısında aldığı önlemleri övüyor. Bu önlemin iki bacağı var. Birincisi devletin bankalara doğrudan sermaye koyması, diğeri de bankalararası işlem-

lere kapsamlı bir garanti getirmesidir. Nobel ödülü aldığı için itibarı daha da yükselen Krugman, İngilizlerin takındığı tavır herkese örnek olmalıdır diyor. Buna da "emret başbakanım" diye bir ad takmış.

Sui Generis

Tuğrul Belli

KRİZ KAPİYİ ÇALARKEN BİZ DE IMF'İN KAPISINI ÇALACAKMIYIZ?

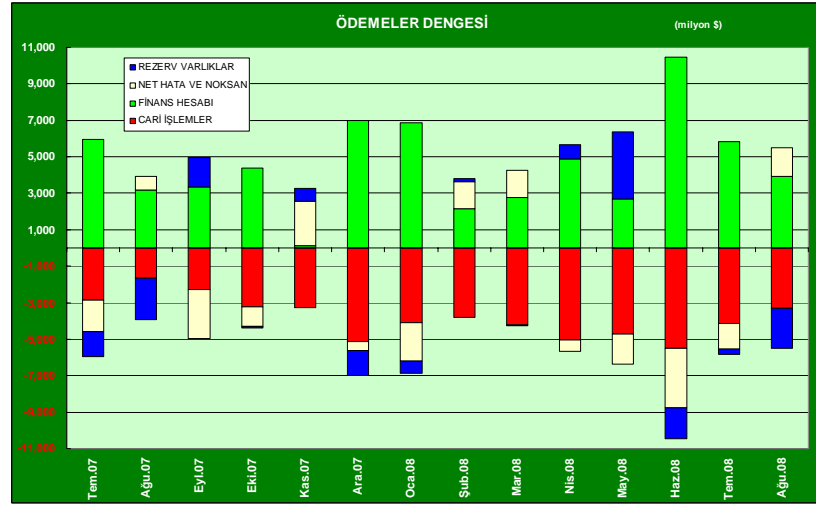
Türkiye son 6 yılda Dünyada aşırı şekilde artmış olan uluslararası fon hareketlerine güvenerek, fazla bir şey yapmadan başkalarının tasarruflarıyla sani bir büyüme ortamını sürdürdü. Bu arada, politika belirleyicileri sürekli olarak artan cari açığı ve özel sektörün aşırı kur riski almasını sadece seyrettiler. Aynı dönemde, Merkez Bankası da artık örtülü kur çapasından başka bir şey olmadığı ortaya çıkan enflasyon programını sürdürmek amacıyla yüksek TL faiz politikasını sürdürdü. Böyle bir politikanın üretici (ve artan tüketici kredileri nedeniyle tüketici) kesimlerde yarattığı maliyet ise göz ardı edildi. Bugün geldiğimiz noktada, henüz krizin ülkemize direkt bir etkisi görülmemiş olmasına rağmen büyüme oranı Türkiye'de istihdamı ve sosyal dengeleri korumak için gerekli olduğu düşünülen %4.5 oranının oldukça altında kalmış durumda. 2. çeyrek büyüme hızının %1.9 gibi beklentilerin oldukça altında gelmiş olmasını bir yana bıraksak bile, şu anda ne senenin geri kalanı, ne de 2009 yılının tamamı için olumlu öngörülerde bulunmak imkansız. Nitekim, Ağustos ayı üretim rakamları toplam sanayi üretiminin %4, imalat sanayinin ise %5.7 oranında daralmış olduğunu gösteriyor.

devamı sayfa 4'de

Bütçe ve Kamu Finansmanı

Hazine Ekim'de borçlanamadı

◆ Şeker Bayramı'nın Eylül ayının sonuna denk gelmesi nedeniyle bütçe hesaplarını geçen senenin aynı ayıyla anlamlı bir karşılaştırmaya tabi tutmak zorlaşmıştır. Maliye Bakanlığı da bir açıklama yaparak bir kısım gelir tahsilatının eylülde ekime, bir kısım giderin ise ekimden eylüle kaymış olması nedeniyle eylül ayı bütçe sonuçlarının tek başına değerlendirilmeyip ekim ayı sonuçları ile beraber değerlendirilmesi gerektiği yönünde bir



alınan KDV'nin %32.4 oranında gerilemiş olması. Ancak, bu ayda neredeyse sene sonu hedefine varılmış olması ilk bakışta olumlu bir gelişme olarak görülse bile KKDF'nin sadece tüketici kredileri üzerinden alındığını hatırladığımızda resesyon ortamında bu kredilerin böyle büyük oranlarda artmakta olmasının çok da müsbet bir gelişme olarak değerlendirilemeyeceğini söyleyebiliriz.

başından beri %40'lara varan artışlar yaşanıyor olması ve ilk 9 ayda neredeyse sene sonu hedefine varılmış olması ilk bakışta olumlu bir gelişme olarak görülse bile KKDF'nin sadece tüketici kredileri üzerinden alındığını hatırladığımızda resesyon ortamında bu kredilerin böyle büyük oranlarda artmakta olmasının çok da müsbet bir gelişme olarak değerlendirilemeyeceğini söyleyebiliriz.

◆ Ağustos sonunda açıklanan Finansman Programı'nda Eylül faiz-dışı nakit açığının TL 5.8 milyar olması öngörülüyordu. Gerçekleşme ise TL 8 milyar oldu. Bu açığın tamamı Hazine'nin kasasından karşılandı.

MERKEZİ YÖNETİM BÜTÇESİ	2007 Eylül	2008 Eylül	Artış	Oca-Eyl 07	Oca-Eyl 08	Artış
Harcamalar	18,141,945	23,214,516	28.0%	153,959,562	165,477,698	7.5%
1-Faiz Haric Harcama	12,349,288	18,192,676	47.3%	111,187,942	124,139,897	11.6%
Personel Giderleri	3,873,323	4,884,243	26.1%	33,037,687	37,147,154	12.4%
Sosyal Güv.Kur. Devlet Primi	471,709	507,224	7.5%	4,092,679	4,534,414	10.8%
Mal ve Hizmet Alımları	1,442,392	1,917,930	33.0%	13,631,877	15,067,922	10.5%
Cari Transferler	5,322,211	8,174,108	53.6%	47,691,738	52,507,176	10.1%
Sermaye Giderleri	784,647	2,050,101	161.3%	7,551,032	9,825,053	30.1%
Sermaye Transferleri	204,182	239,287	17.2%	2,626,056	2,052,616	-21.8%
Borç Verme	250,824	419,783	67.4%	2,556,873	3,005,562	17.5%
Yedek Ödenekler	0	0		0		
2-Faiz Harcamaları	5,792,657	5,021,840	-13.3%	42,771,620	41,337,801	-3.4%
Gelirler	14,395,988	13,788,288	-4.2%	141,786,578	160,661,674	13.3%
1-Genel Bütçe Gelirleri	13,993,408	13,362,407	-4.5%	138,254,523	156,361,064	13.1%
Vergi Gelirleri	12,334,606	11,827,389	-4.1%	111,656,696	127,277,063	14.0%
Teşebbüs ve Mülkiyet Gelirleri	280,745	307,051	9.4%	6,881,509	6,363,394	-7.5%
Alınan Bağış ve Yardımlar ile Özel Geli	34,399	85,805	149.4%	1,599,986	645,705	-59.6%
Faizler, Paylar ve Cezalar	1,327,843	951,252	-28.4%	12,108,795	13,531,884	11.8%
Sermaye Gelirleri	15,815	184,220	1064.8%	6,007,537	8,257,063	37.4%
Alacaklardan Tahsilat	0	6,690		0	285,955	
2-Özel Bütçeli İdarelerin Öz Gelirleri	287,479	354,904	23.5%	2,236,812	2,862,996	28.0%
3-Düzen. ve Denet. Kurumların Gelirleri	115,101	70,977	-38.3%	1,295,243	1,437,614	11.0%
Bütçe Dengesi	-3,745,957	-9,426,228	151.6%	-12,172,984	-4,816,024	-60.4%
Faiz Dışı Denge	2,046,700	-4,404,388	-315.2%	30,598,636	36,521,777	19.4%

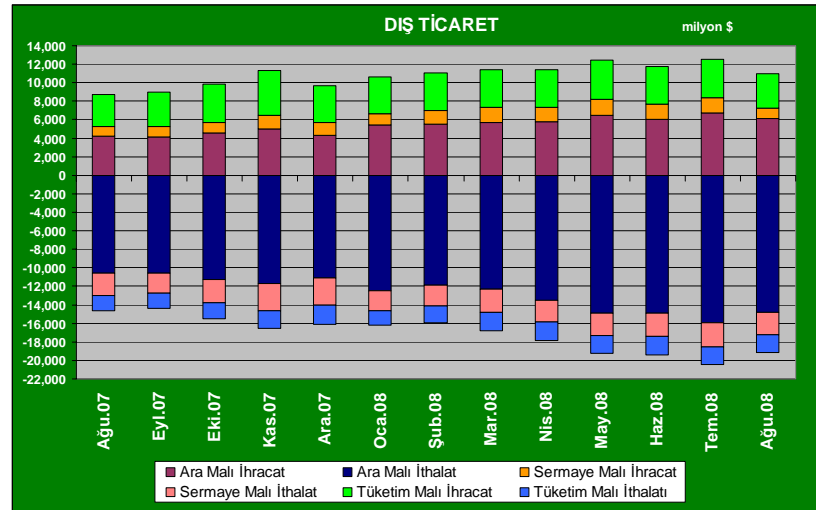
açıklama yapmıştır.

◆ Özellikle ekim ayına avans edilmiş olma ihtimali düşük olan cari transferler ve sermaye giderleri kalemlerindeki artışların çok yüksek boyutta olduğu görülmekte. (Sırasıyla %53.6 ve %161.3). Görülen o ki, sosyal güvenlikte yapılan kısıtlı reformun bütçeye olumlu bir katkı yapması şimdilik söz konusu değil. Aksine sosyal güvenlik kuruluşlarına yapılan transferlerde ciddi bir reel artış söz konusu.

◆ Gelirlere baktığımızda en dikkat çekici gelişme dahilte

bir etkisi var.

◆ KKDF tahsilatında ise sene



◆ Ekim'de TL 5.9 milyar faiz-dışı fazla ve TL 6.4 milyar iç borçlanma hedefleniyordu. (Ancak yapılan ihalelerde faizler yükselmesine rağmen sadece TL 2.3 milyarlık tahvil satılabildi.)

Ödemeler Dengesi ve Dış Ticaret

İhracat tamamen durdu!

◆ Ağustos ayında dış ticaretteki daralmanın ilk emareleri de görülmeye başlandı. Kağıt üstünde ihracatımız geçen seneye göre %26 oranında artmış gözükse de, detaylara girince durumun öyle olmadığı gözüküyor. İhracat miktar endeksinde göre artış sadece %0.7. Halbuki Ocak-Temmuz arasında ortalama aylık ihracat miktar artışımız %14 olmuştu. (Aynı hesapla ithalatımızın artışı da % 0.1.)

◆ Cari açık Ağustos'ta geçen yılın aynı ayına göre %102 artarak \$ 3.3 milyara yükseldi. Son 12 ayın açığı da \$ 48.7 milyar oldu. Her ne kadar bu aylık açık miktarı kendi başına değerlendirildiğinde çok da fazla gibi gözükmeseyse de 2006 yılına kadar Ağustos ayında turizm gelirlerinin de yoğun olması nedeniyle cari fazla verildiğini de göz önüne almak gerekiyor.

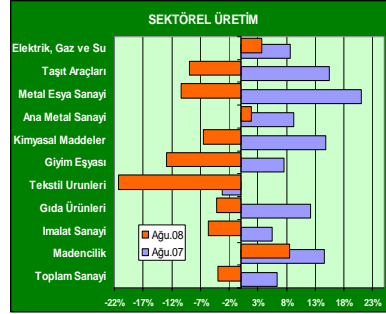
◆ TİM kayıtlarına göre Ekim ayı ihracatı, geçen yılın aynı ayına göre %36.4 artışla, 12.2 milyar dolar olarak gerçekleşti. Geçen aylarda olduğu gibi en çok artış %162 ile demir-çelik sektöründe. Ancak, bu üründe fiyatların son dönemde çok hızlı bir azalma göstermesi ile birlikte önümüzdeki aylarda bir gerileme görülebilir. Öte yandan, pozisyonlarını "hedge" edememiş demir-çelik üreticilerinin zarar etmesi bile gündeme gelebilir.

Üretim ve Büyüme

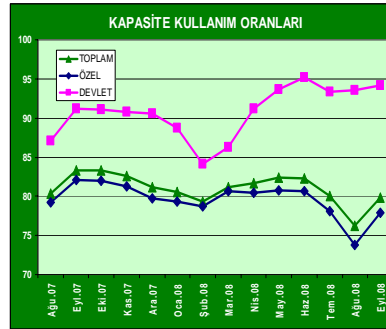
Sanayide %4'lük küçülme

◆ Geçtiğimiz raporlarda büyüme trendinde zayıflama olduğunu belirtmiştik. Nihayetinde Ağustos ayı itibarıyla toplam sanayide %4.0, imalat sanayinde ise %5.7'lik bir küçülme gerçekleşmiş bulunuyor.

◆ Grafikten de görüldüğü gibi çok az bir büyüme gösteren metal ana sanayi dışında bütün imalat sanayi alt sektörleri küçülme içinde. Böyle geniş çaplı bir daralma 2001 kriz döneminden beri görülmemiştir.



◆ Kapasite kullanım oranları da Eylül'de Ağustos'a göre biraz yükselme gösterse bile %80.2 ile geçen senenin Ağustos ayına göre 3.5 puan aşağıda.

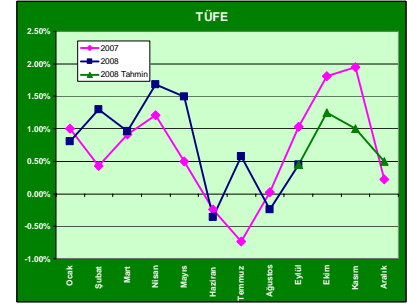


Enflasyon

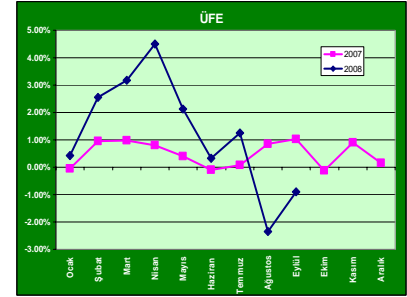
Enflasyon beklentilerin altında

◆ Eylülde TÜFE %0.45 artış gösterirken, ÜFE %0.90 azaldı. 12 aylık enflasyon TÜFE'de % 11.13'e, ÜFE'de ise % 12.49'a geriledi.

◆ Bu ay TÜFE alt kalemleri arasında en yüksek oranlı artışlar eğitim (%2.24) ve haberleşmede (%1.37) gerçekleşti.



◆ Enerji, işlenmemiş gıda ürünleri, alkollü içecekler ve tütün ürünleri ile altını dışlayan H endeksinin yıllık artış oranı %10.50; bu endeksten işlenmiş gıdanın dışlanması ile elde edilen I endeksinin yıllık artış oranı ise %7.34 oldu.



◆ 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

◆ Global risklerdeki artış ile birlikte hem döviz fiyatlarında hem de faizlerde belirgin bir hareketlenme yaşanıyor. Bu şartlar altında ekonomik aktivitede daralma olmasına karşın MB'nin faiz indirimine gitme ihtimali

oldukça azalmış bulunuyor.



SUI GENERIS—s1'den devam

2006 Ocak'ında baz etkisinden kaynaklanan daralmayı dikkate almazsak, böyle bir daralma 2002 Şubat'ından beri görülmemiştir. Kısacası biz bu finansal krize zayıf bir ekonomik ortamda yakalanmış bulunuyoruz.

Türkiye'nin yabancı kaynaklara bağımlılığı ise halen devam ediyor. Evet, daralan büyüme ve düşen emtia fiyatları ithalat faturamızı bir miktar geri çekecektir. Son 12 ay itibarıyla 47 milyar dolar seviyesinde olan cari açığımızın 30 milyar dolar seviyelerine kadar bile gerilemesi mümkündür. Ancak, bilindiği gibi cari açık denklemin sadece bir parçası. Bunun karşısında yurtdışı finansman bacağı var. Türkiye'nin bu senenin kalanında ve gelecek senenin de tamamında net taze yabancı kaynak girişi sağlaması çok düşük bir ihtimal olarak gözüküyor. Özellikle, yurtdışındaki krizin yatırım fonları ve hedge fonlar düzeyine sığramış olması, bu fonlardaki yatırımcıların satışa yönelmesi, bizim gibi gelişmekte olan piyasalar da dahil üzere, tüm Dünya piyasalarında ciddi bir gerilemeye sebep olmuş durumda. Ayrıca, kaldıraçlı spekülasyon işlemlerinin dizginlenmesi ile birlikte son yılların favori oyunu olan ve kısaca düşük faizli para ile borçlanıp yüksek faiz getiren paraya yatırım yapma şeklinde özetlenebilecek "carry-trade" oyunu da son bulmakta. Açıkçası bu trendlerin kısa sürede

PARASAL GÖSTERGELER	1	2	3	4	5
(milyon YTL)	26.09.2008	29.08.2008	28.12.2007	1/2	1/3
Dolaşımdaki Para	32,067	27,856	26,164	15.1%	22.6%
Vadesiz Mevduatlar	29,827	25,748	26,654	15.8%	11.9%
M1	61,894	53,604	52,818	15.5%	17.2%
Vadeli Mevduatlar	200,215	193,731	171,072	3.3%	17.0%
M2	262,109	247,335	223,889	6.0%	17.1%
DTH	114,016	113,408	104,196	0.5%	9.4%
DTH (milyar\$)	92.6	96.0	89.0	-3.5%	4.0%
M2Y	376,126	360,743	328,086	4.3%	14.6%
Mevduat Bankaları Kredileri	272,373	262,903	214,830	3.6%	26.8%
Açık Piyasa İşlemleri	-2,577	-4,127	4,369	-37.6%	AD
Kamu Menkul Kıymetleri	156,027	152,266	145,831	2.5%	7.0%
Dolarizasyon (DTH/M2Y)	30.3%	31.4%	31.8%	-3.6%	-4.6%

terse dönmesini de beklemiyorum. para çıkışını hızlandırmak gibi bir etkisi bile olabilir.)

Türkiye'nin finansman kaynaklarına tek tek baktığımızda kısılan küresel finansman imkanlarına paralel olarak doğrudan yatırımlarda bir duraklama olması kaçınılmaz gözüküyor. Portföy yatırımlarının durumu malum. En hareketli görüyoruz. Ancak, Türkiye'ye bir alıcı kitlesi olan her piyasadaki ciddi bir satış baskısı olmaya üzere reel sektörün \$ 130 milyar dolar civarında borcu var. Bankaların borçlanmalarına gelirsek, Avrupa bankalarının da ciddi krizine girilmesiyle birlikte borçlanmaların ve sendikasyonların yenilenmesinde fiyattan bağımsız olarak bazı sorunlar çıkabilir. Yeni taze kaynak girişi sağlayacak borçlanmaları ise bir süre için unutulabilir. Son olarak özel sektörün borçlanmasına bakarsak, burada da net kaynak girişi öngörmek için fazlasıyla iyimser olmak lazım. Kamu ve bankaların gelen tüm borçlarını yenileyeceğini varsayarsak bile özel sektörün bir yıl içinde ödemesi gereken 25 milyar dolar kadar kısa vadeli borcu olduğunu görüyoruz. Sonuçta karşımızda yaklaşık 30 + 25 = 55 milyar dolarlık bir açık ve artık faiz artırmak gibi bir politika opsiyonu kalmamış bir Merkez Bankası var (İç ekonomik aktivitenin hiç bir faiz artırımını tolere edemeyecek kadar zayıf bir durumda olmasını bir kenara koysak bile, bugünkü global konjonktürde faiz artırımının Türkiye'ye değil yabancı kaynak çekmek, Türkiye'nin algılanan risklerini artırarak

Bu şartlar altında ne olabilir? İlk akla gelenlerden biri tabii ki kurlarda bir düzeltme yaşanması ki zaten son günlerde (farklı nedenlerden de olsa) böyle bir hareketi görüyoruz. Ancak, Türkiye'ye bir alıcı kitlesi olan her piyasadaki ciddi bir satış baskısı olmaya üzere reel sektörün \$ 130 milyar dolar civarında borcu var. Yüksek oranlı bir devaluasyonun enflasyon üzerindeki menfi etkisini bir kenara bıraksak bile bu borçlar üzerindeki etkisi çok ciddi bir krize neden olabilir. Sırf bu nedenle bile kurların aşırı derecede artmasının önüne geçilmesi gerekiyor.

Türkiye'nin bu krizden yara almadan kurtulması için ya döviz rezervlerimizin \$ 150 milyar gibi bizi uzun süre rahatlatıcak bir seviyede olması, ya da cari açığımızın çok düşük düzeylerde olması gerekiyordu. Ancak bizde ikisi de yok. Bu şartlar altında, maalesef bizi bu bulduğumuz tatsız ekonomik duruma getirmekte yadsınamayacak katkısı olan IMF ile 25 milyar dolardan daha az olmayan ihtiyati bir stand-by anlaşmasının vakit geçirmeden imzalanması gerekiyor. (Halbuki, bu anlaşma bugün krizin patladığı ortamda değil de stand-by'nin bittiği Mayıs ayında yapılmış olsaydı risk algılaması bakımından çok daha iyi olacaktı.)