

1 Yapısal bozukluğu olan bütçenin patlaması normal

1 Faiz indirimi istenen etkiyi sağlıyor mu?

2 Bütçede ilk 2 ayda sene sonu hedefi aşıldı!

3 6 sene sonra gelen cari fazla

3 Üretim tabanda, işsizlik tavanda

SAYI: 03/09

- Turkish Yatırım Araştırma Birimi tarafından her ay yayınlanır.
- Baskıya giriş tarihi: 19.03.2009
- 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

Kilometre Taşları

Ege Cansen

BÜTÇE AÇIĞI PATLADI!

Kapitalist bir ülkenin ekonomi siyaseti denince iki şey kastedilir. Birincisi Merkez Bankası tarafından uygulanan "para politikası" diğeri de Maliye Bakanlığı tarafından uygulanan "maliye" daha doğrusu fiskal yani vergi politikasıdır. Maliye politikasını uygulayan iki kuruluştan biri "Gelirler İdaresi" diğeri de "Hazine"dir. Amerika'da bunlara IRS (Internal Revenue Service) ve Treasury denir. 2002'den 2008'in sonbaharına kadar Türk ekonomisi önemli bir gelişme gösterdi. İktisat yorumcuları bu başarının iki kahramanı vardır; birincisi Merkez Bankası'dır, ama esas oğlan ikincisi yani Maliye Bakanı'dır dediler. Bu dönemde bütçe açıkları (enflasyon düzeltilmesinden sonra) fazlaya döndü. Bu sayede kamu borçlarının milli gelire oranı %40'ın altına indi. Üstelik hem ekonomi büyüdü, hem de enflasyon düştü. Kısaca bir "devri muvaffakiyet" yaşandı.

Olay derinlemesine analiz edilince bu fiskal başarının vergi gelirlerinin %70'ini oluşturan dolaylı vergilerden, onun da cari açıkla finanse edilen artan ithalat sayesinde elde edildiği anlaşılmıştır. Kamu borçları azalması ise özel kesim dış borçlarının artmasıyla finanse edilmiştir. Küresel kriz yüzünden şimdilik bu oyun bitmiştir. TV program ortağım Mahfi Eğilmez, bu yıl bütçe açıklarının geçen yılın 10 katına çıkacağını hesaplıyor. İcap ederse bir ekonomi bütçe açığı da verebilir. Buna itirazım yok. Ama yine de

şu soruyu sormak gerekir. Bakalım bu başarısızlığın kahramanı kim ilan edilecek?

Sui Generis

Tuğrul Belli

MB'NİN FAİZ İNDİRİMLERİ NEREYE KADAR?

Merkez Bankası son dönemde ekonomik aktiviteyi canlandırmak amacıyla hızlı bir faiz indirimi süreci içine girerek son 4 ayda gecelik borç alma faiz oranını %16.75'den %10.50'ye çekti. Peki, Merkez'in gecelik faizleri düşürme politikası ekonomik aktiviteyi canlandırma bakımından etkili oluyor mu? Parasal gelişmelere bakarak bunu bir ölçüde anlayabiliriz. Merkez Bankası bilançosunun TL yükümlülüklerinden oluşan MB parası son bir sene içinde neredeyse yerinde saymıştır. Buna karşın herkesin bildiği gibi yılın son çeyreğinde ekonomik aktivite %10'a varan oranlarda daralma göstermiştir. Bu durumu parasal olarak ifade edersek bu dönemde paranın devir hızının azaldığını söyleyebiliriz. Aynı durum bu sene de hızlanarak devam etmektedir. Buna karşın parasal tabanın yerinde sayması ise otomatik olarak milli hasılanın gerilemeye devam ettiğini göstermektedir. Yani, kısa vadeli faiz indirimleri ekonomik aktivitede yeterli etkiyi yaratamamıştır.

Olaya kredi talebi tarafında baktığımızda, esasen ticari kredilerde artış olmamasını da doğal karşılamak gerekir. Bugünkü ekonomik ortamda üreticilerin yeni yatırım harcamalarına yönelmesi zaten beklenemez. Şirketler kesiminden kredi talebi ağırlıklı olarak firma borçlarının yeniden yapılandırılmasına yönelik olarak

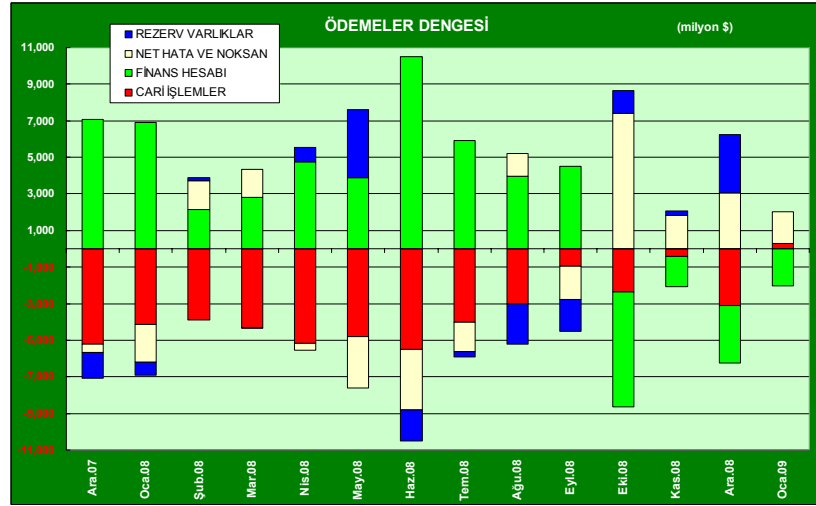
devamı sayfa 4'de

Bütçe ve Kamu Finansmanı

2 ayda 14 milyar TL açık

◆ Her ne kadar Şubat ayının resmi bütçe rakamları açıklanmadıysa da, Hazine'nin nakit dengesi gerçekleştirmeleri tablosu gelişmeler hakkında oldukça fikir vermekte.

◆ 13.9 milyar TL ilk 2 ayın nakit açığı dudak uçuklatıcı boyutlarda. Şubat ayının nakit gelirleri geçen seneye göre %23 oranında gerilemiş durumda. Her ne kadar ayın son gününün haftasonuna gelmesi dolayısıyla 3 milyar TL



◆ Mart ayı iç borçlanma açısından sakin bir ay. Bu ay sadece

Ödemeler Dengesi ve Dış Ticaret

Cari denge fazlaya geçti

◆ Ocak ayında ihracat ile ilgili tek sevindirici gelişme toplam ihracatın önceki ayın az da olsa üzerinde gerçekleşmiş olması. Aralıkta ihracat \$7.7 milyar gerçekleşirken Ocak'ta \$7.9 milyar oldu. Her ne kadar TİM verilerine göre şubatta ihracatta \$6.9 milyara bir gerileme kaydedilmişse de, Şubatın kısa bir ay olması ve euro/dolar paritesinde önemli bir gerileme olmasının da bu düşüşte etkisi olduğu söylenebilir.

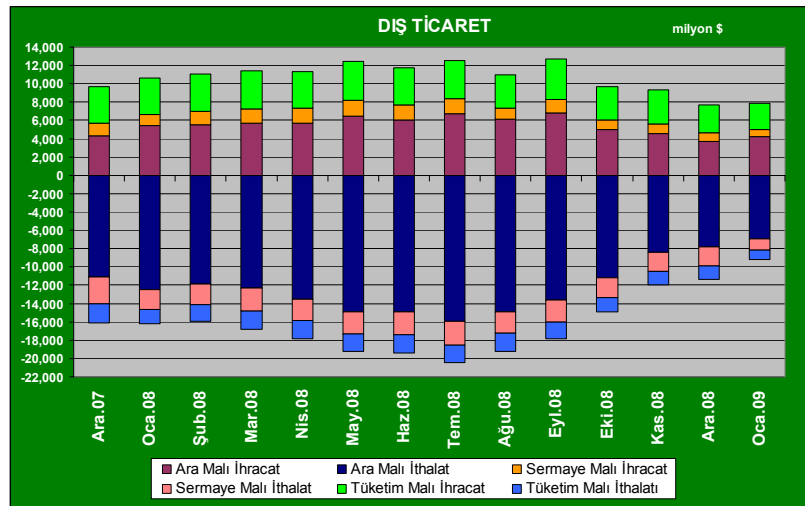
◆ Öte yandan, Temmuz ayın-

2009 YILI HAZİNE NAKİT GERÇEKLEŞMELERİ (Milyon TL)			
	Oca-Şub09	Şub/Feb	artış
1. GELİRLER	29,625.5	33,801.2	-12.4%
2. GİDERLER	44,825.8	33,055.4	35.6%
FAİZ DIŞI GİDERLER	31,225.7	24,316.5	28.4%
FAİZ ÖDEMELERİ	13,600.2	8,738.9	55.6%
3. FAİZ DIŞI DENGE	-1,600.2	9,484.7	-116.9%
4. ÖZELLEŞ. ve FON GELİRLERİ	1,290.0	0.0	
5. NAKİT DENGESİ (1+4-2)	-13,910.3	745.7	
6. FİNANSMAN	13,910.3	-745.7	
7. BORÇLANMA (NET)	13,387.1	3,781.1	254.1%
DİŞ BORÇLANMA (NET)	1,270.8	-1,584.2	-180.2%
Kullanım	2,352.7	1,218.2	93.1%
Ödeme	1,082.0	2,802.4	-61.4%
İÇ BORÇLANMA (NET)	12,116.3	5,365.3	125.8%
Kullanım	30,154.5	10,696.5	181.9%
Ödeme	18,038.2	5,331.2	238.4%
8. ÖZELLEŞTİRME GELİRİ	0.0	51.9	
9. TMSF'DEN AKTARIMLAR	63.0	0.0	
10. BORÇ GERİ DÖNÜŞLERİ	102.3	36.6	179.4%
11. BANKA KULLANIMI	358.0	-4,615.3	-107.8%
12. KUR FARKLARI	597.6	261.2	128.8%
13. KASA/BANKA NET	-239.6	-4,876.5	-95.1%

kadar vergi geliri Mart'a sarkmışsa da, bu gelir ilave edildiğinde bile gelirlerin nominal bazda gerilediği görülüyor.

◆ Faiz-dışı giderler de bir başka problem arz ediyor. İlk 2 aydaki artışı %28.4 gibi oldukça yüksek bir oran.

◆ Bu gelişmeleri sadece bir fikir oluşturması amacıyla tüm seneye taşırsak, 2009 bütçe açığı 88.5 milyar TL, faiz dışı açık ise 31 milyar TL olmaktadır. Tabii, milli hasılanın %9'una ulaşan böyle bir açığın oluşması fiilen imkansızdır.



dan beri ithalatta görülen kademeli düşüş neredeyse hız kazanarak devam etmekte. Böylece dış ticaret açığı da Kasım 2003'den beri en düşük seviyesine gerilemiş durumda.

◆ Dış ticaret açığındaki daralma ile birlikte cari açık da uzun yıllardan sonra az da olsa (\$291 milyon) fazla vermiş bulunuyor. Paradoksal olarak cari dengenin fazlaya geçmiş olması yılan hikayesine dönen IMF anlaşmasının miktarını oldukça kısıtlayabilir.

◆ Son 4 aydır finans hesabından çıkışlar devam ederken, ilginç bir şekilde neredeyse aynı miktarda "net hata ve noksan" kaleminde artışlar meydana gelmekte. Öyle ki, son 4 ayda finans çıkışları toplamı \$13.2 milyar, net hata girişleri ise \$14 milyar. Bu esrarengiz fon girişlerinin kaynağını Devlet Bakanı Sn. Şimşek'in IMF'nin mükelleflerin gelir kaynaklarını sorgulamaya yönelik tedbirleri konusunda "bu tedbirleri almamız durumunda net hata girişleri azalır" mealindeki cevabında aramak gerekiyor.

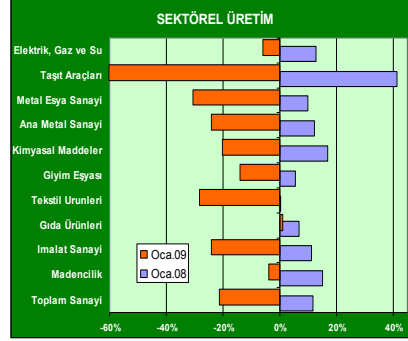
Üretim ve Büyüme

Son çeyrekte 550 bin yeni işsiz

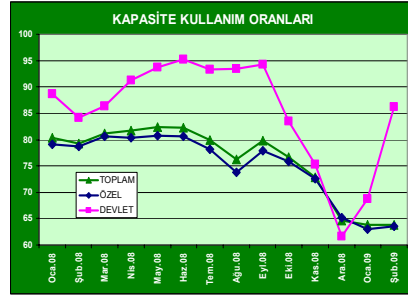
◆ Türkiye'nin toplam sanayi üretimi Ocak'ta %21.3 daralma gösterdi. Öte yandan aynı dönemde Dünya'daki bütün diğer ekonomilerde de benzer düşüşler söz konusu. Tayvan, Japonya ve G.Kore gibi ülkelerde daralma oranları %25'in üzerinde. Öte yandan, yaşanmakta olan krizin baş sorumlusu olarak görülen ABD'deki daralmanın ise %10 ile sanayi ülkeleri arasında en az seviyede kalmış olması da ilginç bir gelişme.

◆ Ocak'ta en yüksek oranlı düşüş ihracatı sıfırlanmış olan otomotiv sanayinde meydana

geldi. Gıda sektörü üretimini artırabilen tek sektör oldu. İhracatta da göreceli olarak daha iyi bir performans gösteren bu sektörün ilk 2 aydaki ihracat payı %10.8'den %15.2'ye çıktı.



◆ Şubat'ta kapasite kullanım oranının önceki ayla aynı düzeyde kalmış olması üretim düşüşünde taban noktasına ulaşıldığını göstermektedir.



◆ Aslında Türkiye'nin kronik problemi olan işsizlik son krizde işten çıkarmaların başlaması ile birlikte gündemin baş sırasına oturmuş gözüküyor.

	2007	2008
Kurumsal olmayan sivil nüfus	69 246	70 005
15 ve daha yukarı yaştaki nüfus	49 575	50 339
İşgücü	22 879	24 009
İstihdam	20 443	20 736
İşsiz	2 436	3 274
İşgücüne katılma oranı (%)	46,2	47,7
İstihdam oranı (%)	41,2	41,2
İşsizlik oranı (%)	10,6	13,6
Tarım dışı işsizlik oranı (%)	13,0	17,3
Genç nüfusta işsizlik oranı ⁽¹⁾ (%)	20,6	25,7
İşgücüne dahil olmayanlar	26 696	26 330

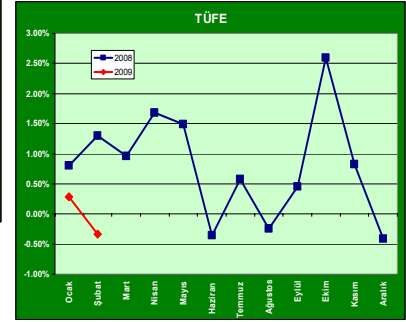
◆ Tabloda 2007-2008 Aralık dönemi işgücü istatistikleri yer alıyor. İki dönem arasında işsizlik oranı 3 puan artarak %13.6'ya yükselmiş bulunuyor. Öte yandan iki dönemde toplam istihdamı

toplam nüfusa oranlarsak oranın %29.5 ile değişmediğini görüyoruz. Farkı yaratan daha önceki dönemde iş aramayan nüfusun da iş aramaya başlamış olması ve toplam işgücüne dahil edilmesi.

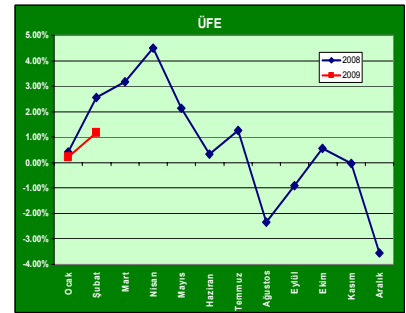
◆ Öte yandan, çok tartışılan bir başka konu da işgücüne dahil edilmeyen nüfus olmaktadır. İş aramayıp çalışmaya hazır nüfus Aralık 2007'de 1.75 milyon iken, Aralık 2008'de 2.3 milyona yükselmiş bulunmaktadır. Bu nüfusun işsizlere ilave edilmesi ile birlikte %21.2 gibi Türkiye için daha gerçekçi bir işsizlik oranı ortaya çıkmaktadır.

Enflasyon

◆ Şubat'ta TÜFE %0.34 azalırken, ÜFE %1.17 arttı. Son 12 aylık enflasyon TÜFE'de %7.73, ÜFE'de ise %6.43 oldu.



◆ Bu ay TÜFE alt kalemleri arasında en yüksek oranlı azalışlar giyim (%5.58) ve haberleşme-

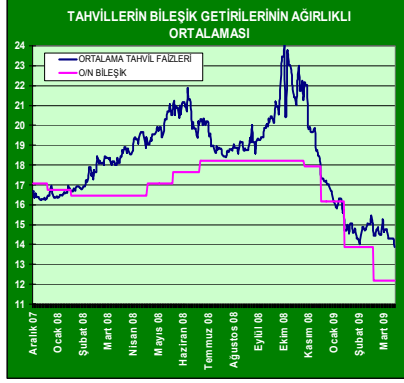


de (%1.0) görüldü.

◆ MB önümüzdeki dönemde işlenmemiş gıda fiyatlarındaki artıştan dolayı enflasyonda bir miktar artış olacağını düşünmek-

te. Öte yandan, araba alımlarındaki ÖTV'nin azaltılmasının enflasyona %0.7 puan kadar ekisi yönde bir etkisi olması bekleniyor. Ancak bu etki Nisan'dan önce belirginleşmeyecektir.

Faizler



◆ Merkez Bankası politika faizlerini 100 baz puan daha indirerek %10.50'ye çekti.

SUI GENERIS—s1'den devam

gelmektedir. Böyle bir talep karşısında bankaların isteksiz davranmaları da normal. (Bu noktada kredi garanti fonu gibi oluşumların esasen amaçları dışında, KOBİ'lere işletme sermayesi sağlamaya yönelik olarak işlerlik kazandırılması düşünülüyor.) Bugünkü konjonktürde tüketici kredilerinde artış sağlamak da bankalar açısından oldukça riskli olabilir. Zaten bu segmentte takipteki alacakların ciddi oranda artması söz konusudur. Buna bir de yeni batıkların eklenmesi bankacılık bilançolarını ciddi şekilde bozacaktır. (Ayrıca enflasyondaki hızlı düşüş dikkate alındığında tüketici kredilerinin reel faizinin henüz yeteri kadar düştüğü de söylenemez.)

Para politikasını belirlerken MB'nin dikkate alması gereken başka bir konu da kamu dengesi olmaktadır. Nitekim, Şubat ayı Para Kurulu tutanaklarında "yıl genelinde kamu harcamalarının bütçe hedefleri doğrultusunda

PARASAL GÖSTERGELER (milyon YTL)	1 06.03.2009	2 06.02.2009	3 26.12.2008	4 1/2	5 1/3
Dolaşımdaki Para	31,773	29,622	30,568	7.3%	3.9%
Vadesiz Mevduatlar	27,534	25,909	27,106	6.3%	1.6%
M1	59,307	55,531	57,675	6.8%	2.8%
Vadeli Mevduatlar	225,649	225,095	224,186	0.2%	0.7%
M2	284,956	280,626	281,861	1.5%	1.1%
DTH	134,377	131,410	127,823	2.3%	5.1%
DTH (milyar\$)	77.6	80.5	84.8	-3.6%	-8.5%
M2Y	419,333	412,036	409,683	1.8%	2.4%
Mevduat Bankaları Kredileri	260,943	261,059	267,667	0.0%	-2.5%
Açık Piyasa İşlemleri	-1,838	-7,338	-2,836	-74.9%	AD
Kamu Menkul Kıymetleri	187,687	183,563	169,559	2.2%	10.7%
Dolarizasyon (DTH/M2Y)	32.0%	31.9%	31.2%	0.5%	2.7%

◆ Ancak bu indirimlerin ekonomik aktiviteye etkisi sınırlı kalmaya devam ediyor.

Parasal Göstergeler

◆ Tablodan da görüldüğü gibi faiz indirimlerine rağmen parasal büyüklüklerde sene başına göre kayda değer bir değişiklik gözle çarpmamaktadır.

◆ Aksine mevduat bankaları kredilerinde sene başına göre %2.5 oranında bir gerileme söz konusudur.

seyredeceği, vergi gelirlerinin ise iktisadi faaliyetteki daralmanın gerektirdiği oranda yavaşlayacağı öngörülmektedir" şeklinde bir ifade yer almaktadır. Ancak, maalesef, buradaki gelişmeler MB'nin beklentilerinin çok daha ötesinde bir kötüleşmeye işaret etmektedir. İlk 2 aydaki bütçe nakit açığı 13.9 milyar TL gibi dudak uçaklatıcı bir boyuta ulaşmıştır. Mart ayı gelişmeleri de bu ay nakit açığının 6 milyar TL'nin altında olmayacağını göstermektedir. Bu menfi durum orta ve uzun vadeli faizlerin istenen oranlarda düşmesini önlemektedir.

Faiz indirimlerinin diğer bir etkisi de kurlar üzerinde olmaktadır. Bazı yorumcular gerek yurtdışından net fon akışının sağlanması, gerekse de yurtiçi tasarruflarda TL'den dövize kaymaların önüne geçilmesi bakımından döviz kurunun stabil olmasının şart olduğunu ve bunu sağlamak için de TL faizlerinin yüksek tutulması gerektiğini

◆ Öte yandan, kamu açıklarının artmasıyla birlikte kamu menkul kıymetlerinde de artış söz konusudur. 2 ay gibi kısa bir sürede %10.7'lik artış dikkat çekicidir.

◆ Dolarizasyon ise maalesef yüksek düzeylerini korumaya devam etmektedir.

savunmaktadır. "Yüksek faiz – düşük kur" olarak adlandırılan bu politikanın bugünkü konjonktürde ısrarcı bir şekilde devam ettirilmesi yanlış olacaktır. Öte yandan, yüksek oranda dolarize döviz kuru seviyesini hiç dikkate almadan hareket etmek de imkansızdır.

Sonuçta, enflasyon ve iç talep gelişmeleri faiz indirimini destekler nitelikte, döviz kuru ve kamu dengesi gelişmeleri ise indirime ara verilmesini destekler niteliktedir. Merkez Mart ayında da 100 baz puanlık indirim yaparak iç talebin zayıf olduğu ve enflasyonun genel düşüş eğilimine devam ettiği düşüncesinde olduğunu ve TL üzerindeki olası baskılardan korkmadığını göstermiştir. Ancak, orta vadede, piyasaya yeteri derecede yansımayan bir faiz politikasını sürdürmek de çok anlamlı olmayacaktır.