

1 “Senyoraj” kavgası**1** Kaynak olmadan büyüme de olmaz**2** Sağlık ödemeleri aksatılıyor mu?**3** Cari açığındaki daralma sürüyor**3** Krizde dip noktasını geçtik ama işsizlikte artış devam ediyor

SAYI: 06/09

- Turkish Yatırım Araştırma Birimi tarafından her ay yayınlanır.
- Baskıya giriş tarihi: 18.06.2009
- 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

DOLARA HÜCUM

Bu başlıkta geçen “hücum” kelimesi, bizim Şarlo diye bildiğimiz İngiliz asıllı Amerikalı komedi yıldızı Charlie Chaplin’in (1889–1977) Altına Hücum filmindeki hücumun tam tersi anlamında kullanılmıştır. Yani herkes dolar peşinde koşuyor değil, doları tahtından indirmek istiyor demek istiyorum. Bu doları devirme işinin başını eskiden Fransızlar çekerdi. Şimdi ise cari işlem fazlası olan Çin, Rusya, Brezilya ve cari işlem açığı pek olmayan Hindistan’dır.

Bilindiği gibi para çıkaran devletin, kâğıt veya kayıt para üretmekten doğan bir kazancı vardır. Buna derebeylik zamanından kalma bir alışkanlıkla “Senyörün Hakkı” anlamında “senyoraj” denir. Senyoraj, para üretmenin maliyeti ile üretilen paranın satın alma gücü arasındaki farktır. Dünya’da en çok kullanılan para birimi “ABD Doları”dır. Amerikan Merkez Bankası’nın tedavüle soktuğu dolar miktarı yaklaşık 1,8 trilyon dolayındadır. Bu kadar parayı tedavüle sokmanın maliyeti ise toplamın %1’inden azdır. Hele, hele bu dolarların bir kısmını başka ülkelerin insanları tutuyorsa, o zaman ABD devleti sadece kendi halkına değil, başka milletlere de vergi salmış demektir. Bu da vergi kavramına girmez.

Geçenlerde Moskova’da yukarıda saydığım dört ülkenin temsilcileri “doları tahtından indirme toplantısı” yaptı. Şu senyorajdan biraz da biz yararlanalım demek istediler. Bana göre bu ülkelerin doları tahtından indirme gibi bir

şansları yok. Ama Pasifik ülkeleri ABD ile birlikte yeni bir para birimi yaratabilirlerse hiç olmazsa senyoraja ortak olurlar. Bildiğiniz gibi ben bu paranın adını da koydum: YYOLAR.

Sui Generis

Tuğrul Belli

KAYNAK OLMADAN FAİZ İNDİRİMLERİ ETKİSİZ KALMAYA MAHKUM

Merkez Bankası’nın 16 Haziran’da yaptığı 50 baz puanlık faiz indiriminin ilk defa belirgin bir şekilde yükselme eğilimi içine girmiş olan 2. piyasa faizleri ortamında yapılmış olması ilginç. 22 Haziran valörlü gösterge tahvilin bileşik faizi %12.12 ile MB gecelik faizlerinin bileşiminin %3 kadar üzerindedir. Çok uzun zamandır bu iki faiz arasında böyle bir aralık oluşmamıştı. Görünen şu ki, geline bu noktada MB’nin faiz indirimlerinin piyasa faizlerine etkisi oldukça sınırlı kalmakta.

ASO’da yapmış olduğu sunumda iktisadi faaliyette kısmi bir toparlanma yaşanabileceğini belirten MB Başkanı Yılmaz, bu canlanmanın esas olarak özel tüketim harcamalarındaki artıştan kaynaklanacağını ifade ediyor. Ancak, özel kesimin reel gelirleri azalmaya devam ederken, kamu tasarruf değil net harcama yaparken ve yurtdışı kaynak girişinde bir artış ihtimali söz konusu değil iken, özel tüketim harcamalarında reel artış nasıl sağlanabilir? 1- Tüketici kredilerine gaz vererek. Ancak bankalar şu aşamada doğal olarak kamuyu fonlamayı tercih ediyorlar, ve kolay kolay da bu önceliklerinden vazgeçemezler. Ayrıca zaten gelir düşüşü

devamı sayfa 4’de

Bütçe ve Kamu Finansmanı

SSK ödemeleri geciktiriliyor mu?

◆ Mayıs ayında sene başından beri ilk defa faiz-dışı harcamaların kontrol altında olduğu görülüyor. Aylık bazda baktığımızda sermaye giderleri ve mal-hizmet alımlarında gerilemeler dikkat çekici. İlk 4 ayda %33 gibi çok yüksek bir artış göstermiş olan ve ağırlıklı olarak sosyal güvenlik kuruluşları açıklarını kapatan cari transferler kalemindeki artış da sadece % 1.4 olmuş.

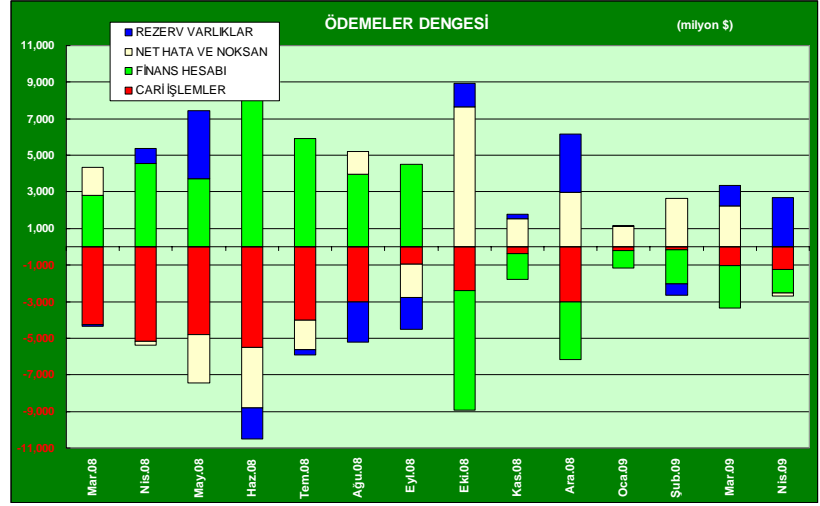
◆ Toplam transferlerin nere-

MERKEZİ YÖNETİM BÜTÇESİ	2008 Mayıs	2009 Mayıs	Artış	2008 Oca-May	2009 Oca-May	Artış
Harcamalar	15,822,827	19,463,744	23.0%	86,022,673	106,898,405	24.3%
1-Faiz Hariç Harcama	14,141,425	14,473,114	2.3%	66,424,814	80,779,518	21.6%
Personel Giderleri	3,995,886	4,584,468	14.7%	20,522,175	23,783,119	15.9%
Sosyal Güv. Kur. Devlet Primi	493,819	555,951	12.6%	2,567,683	2,882,144	12.2%
Mal ve Hizmet Alımları	1,812,957	1,670,505	-7.9%	7,425,639	8,798,389	18.5%
Cari Transferler	6,243,296	6,329,959	1.4%	30,289,042	38,338,453	26.6%
Sermaye Giderleri	1,034,222	776,100	-25.0%	2,960,405	3,706,003	25.2%
Sermaye Transferleri	109,368	137,363	25.6%	795,831	904,515	13.7%
Borç Verme	451,877	418,768	-7.3%	1,864,039	2,366,895	27.0%
2-Faiz Harcamaları	1,681,402	4,990,630	196.8%	19,597,859	26,118,887	33.3%
Gelirler	19,211,799	18,853,945	-1.9%	83,962,428	86,215,237	2.7%
1-Genel Bütçe Gelirleri	18,853,227	18,436,145	-2.2%	81,298,974	83,301,842	2.5%
Vergi Gelirleri	16,902,443	15,275,419	-9.6%	70,060,276	66,233,045	-5.5%
Teşebbüs ve Mülkiyet Gelirleri	652,725	1,056,230	61.8%	4,439,415	6,852,794	54.4%
Alınan Bağış ve Yardımlar ile Özel Ge	77,545	32,397	-58.2%	418,958	432,194	3.2%
Faizler, Paylar ve Cezalar	1,193,481	1,955,212	63.8%	6,296,368	8,241,144	30.9%
Sermaye Gelirleri	27,033	12,951	-52.1%	83,957	1,378,204	1541.6%
Alacaklardan Tahsilat	0	103,936		0	164,461	
2-Özel Bütçeli İdarelerin Gelirleri	274,230	343,113	25.1%	1,557,443	1,707,388	9.6%
3-Düz. ve Den. Kurum. Gelirleri	84,342	74,687	-11.4%	1,106,011	1,206,007	9.0%
Bütçe Dengesi	3,388,972	-609,799	-118.0%	-2,060,245	-20,683,168	903.9%
Faiz Dışı Denge	5,070,374	4,380,831	-13.6%	17,537,614	5,435,719	-69.0%

deyse %60'ını oluşturan Sosyal Güvenlik Kurumu'na yapılan ödemelerde aylık bazda böyle keskin bir azalma olması bu durumu daha yakından incelemeyi gerektiriyor.

◆ SGK'nun son yıllardaki performansına baktığımızda, Devlet'in her sene bu kuruma artan miktarlarda kaynak transferi yapmakta olduğunu görüyoruz. Geçen sene kurumun bütçeden aldığı yardım 35 milyar TL olmuş. Bu sene bütçelenen 46.7 milyar TL. Ancak ilk 4 ay gelişmelerine bakınca açığın 50 milyar TL'nin üstüne çıkacağı görülüyor.

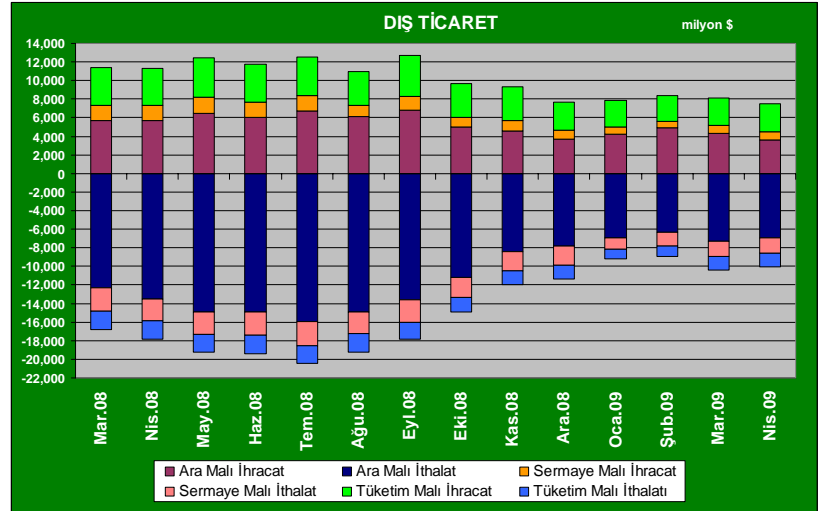
◆ Mayıs'ta SSK'ya düşük ödeme yapmak demek, SSK'nın



borçlu bulunduğu sağlık kuruluşları ve ilaç üreticilerine ödemeleri

◆ İthalde alınan KDV, motorlu taşıtlardan alınan ÖTV ve gelir vergisi tevkifatlarında yüksek oranlı düşüşler devam ediyor. Kurumlar vergisinde %9.5 artış söz konusu. Ancak bu artışın tamamı ilk çeyrekte çok yüksek kar açıklayan bankalardan kaynaklanmakta. Dahilde alınan KDV'deki %7.8'lik artış ise iç talepte az da olsa bir kıpırdanma sinyali olabilir.

◆ Bütün bu gelişmelerin sonucunda 2008 Mayıs'ında 3.4 milyar TL fazla veren bütçe, bu Mayısta 0.7 milyar TL açık vermiş bulunuyor. Geçen sene ilk 5 ayda sadece 2 milyar TL açık veren bütçenin bu seneki kümülatif açığı ise 20.7 milyar TL'ye ulaş-



mış durumda.

◆ Mayıs ayında ihalelerden kasasına 6 milyar TL ek para koyan Hazine bu ay 4.8 milyar faiz-dışı açık bekliyor. (Geçen Haziranda bütçe 5.1 milyar TL faiz-dışı fazla vermişti.)

Ödemeler Dengesi ve Dış Ticaret

Cari açığı daraltma sürüyor

◆ Cari işlemler Nisan'da 1.2 milyar dolarla senenin en yüksek açığını verdi. Ancak, geçen senenin aynı ayına göre açığı azaltma 4 milyar dolara yakın. İlk 4 ayda sadece 2.7 milyar dolar olan açığın sene sonunda 10 milyar doların altında kalması muhtemel gözüküyor.

◆ Bu ay, Ekim'den beri kümülatif olarak 18.2 milyar dolar fazla veren Net Hata ve Noksan'da ilk defa az da olsa bir açık dikkat çekiyor. Bununla beraber Finans hesabından net çıkışların da oldukça azalmış olduğu görülüyor.

◆ Emtia fiyatlarındaki keskin hareketler ve çapraz kurlardaki değişimler nedeniyle ihracat miktar endeksiyle değerlendirmek daha doğru. Nisan'da toplam ihracatımız miktar olarak %13 gerilemiş durumda. Tarım ürünleri dışında bütün kategorilerde azalmalar görülüyor.

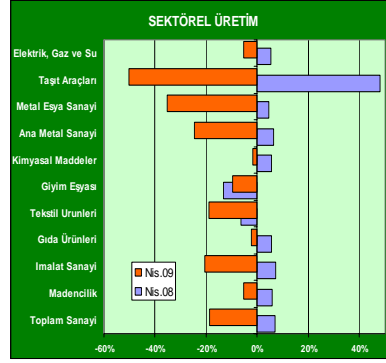
◆ TİM verilerine göre Mayıs'ta değer olarak ihracatımızdaki gerileme %40'a ulaşmış durumda. Geçen sene Mayıs'ta ihracat hacmimiz 12.2 milyar dolar iken, bu sene sadece 7.7 milyar dolar.

Üretim ve Büyüme

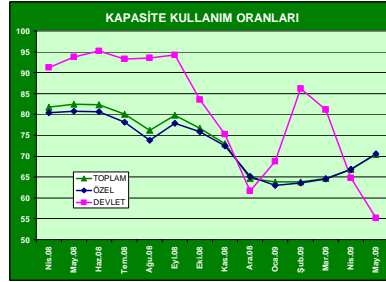
Krizde dip noktasını geçtik

◆ Nisan'da toplam sanayi üretimindeki düşüş %18.5 oldu. Son 2 aydır düşüş oranında az da olsa bir gerileme göze çarpıyor. Mayıs'ta (baz etkisi de dikkate

alındığında) düşüş %10'lar civarında kalabilir.



◆ Mayıs ayında %70.4 ile 6 aydan sonra ilk defa 70 seviyesinin üstüne çıkan kapasite kullanım oranı da büyüme de göreceli bir toparlanma olduğunu teyit eder nitelikte. Büyük ihtimalle hem KKO, hem de üretim endeksi olarak en düşük değerleri gördüğümüz Şubat ayının krizin dip noktası olduğu söylenebilir.

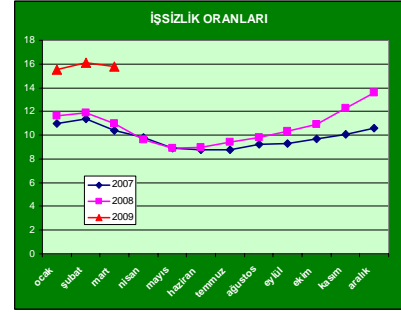


◆ Otomotiv Sanayicileri Derneği rakamları bu sektörde vergi indirimleriyle başlayan göreceli toparlanmanın devam ettiğini gösteriyor. Ancak Mayıs'ta önceki aya göre %15 kadar artış gösteren sektör üretimi geçen senenin aynı ayına göre hala %30 düşük.

◆ Her ne kadar son işsizlik rakamları geçen aya göre az da olsa bir gerileme (%16.1'den %15.8'e) göstermekte ise de bu yanıltıcı olabilir. İstihdam oldukça mevsimsellik arz eden bir sektör. Örneğin Bahar aylarıyla birlikte tarım ve inşaat istihdam artıyor, kış aylarında ise azalıyor.

◆ Aşağıdaki grafik son 3 senenin aylar itibarıyla işsizlik

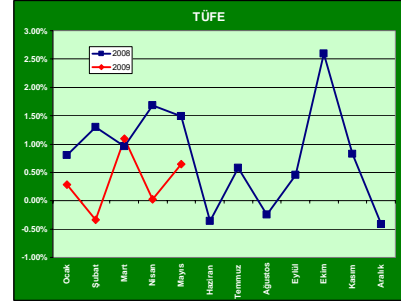
oranlarını gösteriyor. Görüldüğü gibi Mart'ta bir azalma var ancak bu azalma önceki senelerdeki azalma kadar değil.



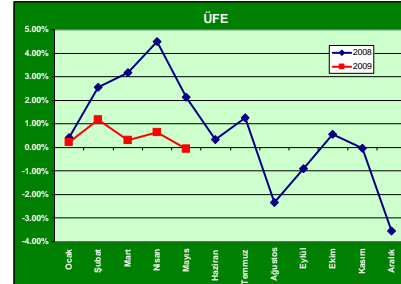
◆ Üretimde bir toparlanma olsa bile, maalesef işsizlikteki artışın çok daha kalıcı olacağı görülüyor.

Enflasyon

◆ Mayıs'ta TÜFE %0.64 artarken, ÜFE %0.05 azaldı. Son 12 aylık enflasyon TÜFE'de %5.24, ÜFE'de ise % -2.46 oldu.



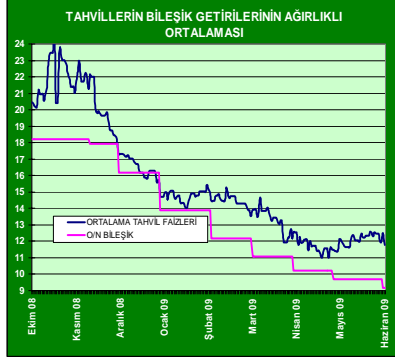
◆ Bu ay enflasyon üzerinde en çok etkiyi gene %0.83 ile giyim sektörü yaptı.



◆ Vergi indirimleri Mayıs enflasyonunda azalmasında etkili oldu. Aynı şekilde 15 Haziran sonrasında indirimlerin tedrici olarak azaltılmasıyla, Haziran ve Temmuz aylarında enflasyonun %0.5 kadar artması bekleniyor.

Faizler

◆ Merkez Bankası sürpriz yapmaya devam ediyor. Piyasa 25 baz puanlık bir indirim beklerken MB 16 Haziran'da 50 baz puanlık bir indirim yaptı. Ayrıca yayınlanan kurul kararında indirimlerin devam edeceği yönünde bir ibare de yer almakta.



SUI GENERIS—s1'den devam

yaşamakta olan kesimleri yüksek reel faizlerden daha fazla borçlanmaya teşvik etmek ne kadar etik, çok tartışılır doğrusu. 2- Sisteme dışarıdan ek kaynak girişi sağlayarak. Varlık barışının uzatılmasının arkasındaki sebep bu. Ancak, buradan gelecek kaynağın çok sınırlı olacağı muhakkak. Diğer alternatif ise İMF ama bakalım Hükümet daha ne kadar ayak sürümeye devam edecek. 3- Miktersal genişleme (para basmanın kibarcası). Bu enflasyon eğilimleri de dikkate alındığında çok riskli bir yöntem ama MB'nin başlamayı planladığı 3 ay vadeli repolar aslında bunu amaçlıyor.

MB kanadından yapılan konuyla ilgili açıklamada "Piyasadaki likidite sıkışıklığının bir süredir devam etmesine karşın, uzun vadeli likidite gelişmelerine ilişkin belirsizlikler sürmekte, mevcut likidite koşullarının kalıcı olup olmayacağı konusunda net bir öngörüde bulunulamamaktadır. Bu nedenle, teknik faiz indiriminin zamanlaması daha sonra belirlenecektir. Ancak,

PARASAL GÖSTERGELER (milyon YTL)	1 05.06.2009	2 08.05.2009	3 26.12.2008	4 1/2	5 1/3
Dolaşımdaki Para	32,015	31,761	30,568	0.8%	4.7%
Vadesiz Mevduatlar	28,188	27,063	27,106	4.2%	4.0%
M1	60,204	58,824	57,675	2.3%	4.4%
Vadeli Mevduatlar	221,072	219,665	224,186	0.6%	-1.4%
M2	281,276	278,489	281,861	1.0%	-0.2%
DTH	134,032	131,233	127,823	2.1%	4.9%
DTH (milyar\$)	87.4	85.2	84.8	2.5%	3.1%
M2Y	415,308	409,722	409,683	1.4%	1.4%
Mevduat Bankaları Kredileri	257,427	258,052	267,667	-0.2%	-3.8%
Açık Piyasa İşlemleri	-12,629	-10,214	-2,836	23.6%	345.3%
Kamu Menkul Kıymetleri	195,524	193,348	169,559	1.1%	15.3%
Dolarizasyon (DTH/M2Y)	32.3%	32.0%	31.2%	0.8%	3.4%

Parasal Göstergeler

◆ MB'nin Kasım'dan beri gerçekleştirdiği 8 puanlık faiz indirimine karşın parasal değerlerde herhangi bir genişleme görülmemektedir. Hatta, sene başından beri M2'de az da olsa nominal bazda bir gerileme bile söz konusudur.

◆ Aynı paralelde banka kredilerindeki azalış da devam etmekte

mevcut veriler baz alınarak yapılan tahminlere göre, piyasadaki likidite sıkışıklığının en azından önümüzdeki üç - dört aylık süreçte zaman zaman artarak devam edeceği öngörülmektedir." deniyor. Açıkçası, sorun likidite falan değil. Açıklamada yer alan "uzun vadeli repo ihaleleri yapısal likidite ihtiyacının giderilmesi amacıyla kullanılacaktır" ifadesi de doğruyu yansıtmıyor. Bankaların gerek YP, gerekse de toplam likidite rasyoları yasal sınırların çok üstünde ve rekor oranlarda. Sorun kaynak sorunu ve bir çözüm de para arzını artırmak. Haftalık repo ihaleleri bu sorunun çözümünde fazla bir işe yaramadı çünkü açıkçası hiçbir bankacı bugün olup da haftaya olup olmayacağı belli olmayan kısa vadeli bir kaynağı uzun vadeli bir plasmaya sevk etmez, etmedi de. Alınan paranın çoğu tekrar MB'na geri yatırıldı. Vadenin 3 aya çıkarılması ne kadar etkili olur, bilmiyorum.

MB'nin faiz kararı son enflasyon gelişmeleri dikkate alındığında

tedir.

◆ Son dönemde açık piyasa işlemleri kanalıyla MB piyasaya ortalamada 10 milyar TL'nin üzerinde bir para vermektedir.

◆ Kamu menkul kıymetlerindeki artış bütçe açığındaki artışa paralel olarak artmaktadır. İlk 5 aydaki açık 21 milyar TL, bono portföyündeki artış ise 26 milyar TL'dir.

da çok tutarlı gözüküyor. Her ne kadar çekirdek enflasyon verileri bir artışa işaret etmese de, emtia fiyatlarında görülen beklenmedik artışlar, ÖTV düzeltilmesinin önümüzdeki 2 ay enflasyona yapacağı %0.5'lik etki, ve geçtiğimiz sene bu aylarda enflasyonun düşük çıkmış olmasının yaratacağı baz etkisi gibi nedenlerle TÜFE'de artış kaçınılmaz gibi duruyor. Bu şartlara bir de bütçe açığındaki önlenemez artışı eklediğimizde (sene başından beri kamu borcu 26 milyar TL arttı) nominal ve reel faizlerde düşüş beklemek hiç gerçekçi değil.