

Temmuz '09

**1** Krizler aynı zamanda fırsat kapısıdır**1** Toparlanma beklemeden uzun sürecek**2** Vergi gelirleri ve oranlarında sürpriz artış**3** Dış ticaret dinamikleri kötüleşebilir**3** Üretim verileri zayıf gelmeye devam ediyor

SAYI: 07/09

- Turkish Yatırım Araştırma Birimi tarafından her ay yayınlanır.
- Baskıya giriş tarihi: 17.07.2009
- Sahibi ve Yazı İşleri Müdürü:  
Turkish Bank A.Ş. adına Tuğrul Belli
- Yazışma Adresi:  
Ekonomik Rapor,  
Turkish Bank A.Ş.,  
Vali Konağı Cad., no:1,  
Nişantaşı, İstanbul 34371
- tel: 212- 373 6373
- e-mail: [rapor@turkishbank.com](mailto: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

### BU KRİZ DE GEÇER YAHU!

Gerek yurt içinden gerek yurt dışından kriz dalgasının gitgide şiddetini kaybettiğine dair sinyaller geliyor. Krizin başladığı ABD’de konut fiyatlarındaki düşme durdu. Bu husus önemlidir. Çünkü kriz, bir bakıma konut fiyatlarının düşmesinden çıkmıştı. Menkul kıymet borsalarında da artışlar var. Bizim İMKB de yılbaşından bu yana maşallah iyi yükseldi. Ancak bu artış, Türkiye’de Amerika’daki kadar önemli değildir. Çünkü bizde hisse senedine yatırım yapanlar halen nüfusun çok küçük bir bölümünü teşkil etmektedir. Zaten çoğunun da tuzu kurudur. Borsa yükseldi diye hemen harcamalarını arttırmazlar.

\*\*\*

Hazır söz menkul kıymetlerin değer artışından açılmışken size borsada para kazanmanın sihirli formülünü anlatayım. Formül kısaca “düşükken al - yüksekte sat”tır. Şimdi diyeceksiniz ki, borsada para kazanmak bu kadar basit olamaz. Mutlaka bu işinde bir şeytanlık vardır. Doğru, formül çok basit ama işin içinde çok zor bir bölüm var. Kimsede borsa düşükken kâğıt alacak, borsa yüksekken de satacak yürek yoktur. Bunu kendi bünyemde sınıdığım için biliyorum. Ben pek yapamadım ama siz bal gibi becerebilirsiniz. Gelelim ikinci kurala. Aklınızdan borsada yatırım yapma fikri hiç geçmezken “şu kâğıt bu fiyata düşse alırım” deyin. Düşünce de düşünmeden alın. Şu fiyata çıkarsa da satarım deyin. Çıkınca da satın. Sonra da geriye dönüp arkanıza hiç bakmayın.

Çünkü “keşke” ömür törpüsüdür.

\*\*\*

Krizden çıkış ve borsada kazanç konusunu peş peşe ele almamın nedeni, en büyük servet kayıplarının ve en büyük servet artışlarının, krizlerle ortaya çıkmasıdır. Krizden önce doğru pozisyon almamış olsam bile, krizin kendisinin bana “bir fırsat kapısı” olduğunu en az beş kere yaşamış olmamdır.

## Sui Generis

Tuğrul Belli

### BU SENE DARALMA %6.5’İ DE GEÇEBİLİR

Gerek Türkiye, gerekse de Dünya’da büyüme ve üretim ile ilgili rakamlar açıklandıkça, toparlanmanın beklenenden çok daha uzun zaman alacağı görülmekte. Şahsen, toparlanmanın önemli bir göstergesinin işsizlik oranındaki artışın durması olduğunu düşünüyorum ki, burada şimdilik bir yeşil filiz yok. Son açıklanan işgücü rakamları işsizliğin artmaya devam ettiğini gösteriyor. Mart ayında işsizlik geçen senenin aynı ayına göre %4.8 artmış iken, Nisan’da bu artış %5.0’e ulaşmış bulunuyor. Tarım-dışı işsizlikteki artış farkı ise %0.4 ile daha da fazla. 2008 tüm sene için %11 olan işsizlik oranının, bu senenin genelinde %15’in üstüne çıkacağı görülmekte.

Raporun içinde detaylandırdığımız gibi açıklanan üretim verileri de pek umut vaad eder nitelikte değil. Kapasite kullanımı 2. çeyreğin tamamında ortalama olarak geçen senenin aynı dönemine göre %15 daha düşük gerçekleşti. Mayıs ayı sanayi

devamı sayfa 4’de

. . . . .

# Bütçe ve Kamu Finansmanı

## Vergilerde sürpriz artış

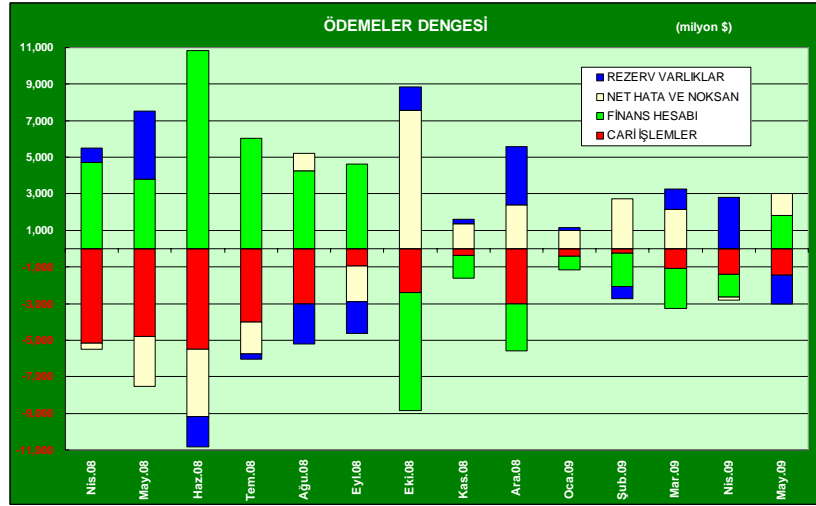
◆ Haziran ayında geçen sene 4 milyar TL fazla veren bütçe 2.5 milyar TL açık verince, medyada bütçe açığının patladığı şeklinde haberler çıktı. Ancak aslında bu açık rakamı beklentilerin oldukça altındaydı. Öyle ki Hazine'nin Haziran başında yayınladığı "İç Borçlanma Stratejisi" raporunda bile açık tahmini 5.8 milyar TL kadardı.

◆ Aslında tablodan da görüldüğü gibi Haziran'da harcamaların

MERKEZİ YÖNETİM BÜTÇESİ	2008 Haziran	2009 Haziran	Artış	2008 Oca-Haz	2009 Oca-Haz	Artış
<b>Harcamalar</b>	<b>14,565,859</b>	<b>17,932,371</b>	<b>23.1%</b>	<b>100,588,532</b>	<b>124,830,776</b>	<b>24.1%</b>
1-Faiz Hariç Harcama	13,423,909	16,809,105	25.2%	79,848,723	97,588,623	22.2%
Personel Giderleri	3,983,843	4,685,801	17.6%	24,506,018	28,468,920	16.2%
Sosyal Güv.Kur. Devlet Primi	485,143	564,296	16.3%	3,052,826	3,446,440	12.9%
Mal ve Hizmet Alımları	1,735,273	1,900,419	9.5%	9,160,912	10,698,808	16.8%
Cari Transferler	4,936,464	7,758,742	57.2%	35,225,506	46,097,195	30.9%
Sermaye Giderleri	1,718,594	1,280,834	-25.5%	4,678,999	4,986,837	6.6%
Sermaye Transferleri	330,365	272,096	-17.6%	1,126,196	1,176,611	4.5%
Borç Verme	234,227	346,917	48.1%	2,098,266	2,713,812	29.3%
2-Faiz Harcamaları	1,141,950	1,123,266	-1.6%	20,739,809	27,242,153	31.4%
<b>Gelirler</b>	<b>18,543,541</b>	<b>15,411,031</b>	<b>-16.9%</b>	<b>102,505,969</b>	<b>101,626,268</b>	<b>-0.9%</b>
1-Genel Bütçe Gelirleri	18,157,277	14,984,950	-17.5%	99,456,251	98,286,792	-1.2%
Vergi Gelirleri	12,691,402	12,850,277	1.3%	82,751,678	79,083,322	-4.4%
Teşebbüs ve Mülkiyet Gelirleri	595,955	460,057	-22.8%	5,035,370	7,312,851	45.2%
Alınan Bağış ve Yardımlar ile Özel Ge	-63,264	89,755	-241.9%	355,694	521,949	46.7%
Faizler, Paylar ve Cezalar	2,874,783	1,558,065	-45.8%	9,171,151	9,799,209	6.8%
Sermaye Gelirleri	1,945,829	19,141	-99.0%	2,029,786	1,397,345	-31.2%
Alacaklardan Tahsilat	112,572	7,655		112,572	172,116	
2-Özel Bütçeli İdarelerin Gelirleri	289,483	308,791	6.7%	1,846,926	2,016,179	9.2%
3-Düz. ve Den. Kurum. Gelirleri	96,781	117,290	21.2%	1,202,792	1,323,297	10.0%
<b>Bütçe Dengesi</b>	<b>3,977,682</b>	<b>-2,521,340</b>	<b>-163.4%</b>	<b>1,917,437</b>	<b>-23,204,508</b>	<b>-1310.2%</b>
Faiz Dışı Denge	5,119,632	-1,398,074	-127.3%	22,657,246	4,037,645	-82.2%

daki artış rekor seviyeye ulaşmış durumda. Özellikle cari transferlerdeki %57 oranındaki artış dikkat çekici. Bu kalemin önemli bir bölümünü oluşturan sosyal güvenlik açığı finansmanında görülen artışlar yapılan sosyal güvenlik reformunun aktüeryel dengeyi sağlamakta yetersiz kaldığını gösteriyor.

◆ Bu ayki bütçede sürpriz olan vergi gelirlerinde az da olsa (%1.3) bir artış sağlanmış olması. Detaylara baktığımızda artışın ağırlıklı olarak dahilde ve ithalde alınan KDV ile ÖTV'den kaynaklandığı görülüyor. Bunlar ise otomotive ve diğer bazı sektörler getirilen geçici vergi indirimleri

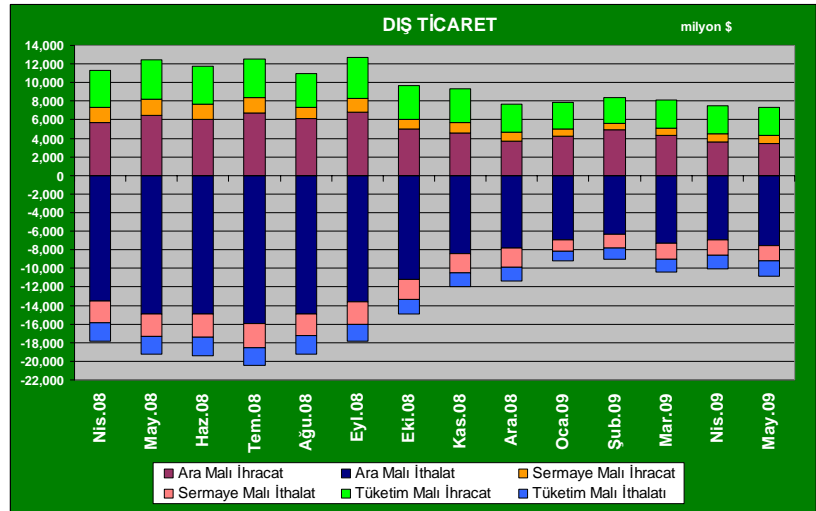


nin bir sonucu. Bu durumun gelecek aylarda devam etmesi söz

azalmalar da görülebilir.

◆ Hükümet, biraz geç de olsa, bütçenin nazik durumunun farkına vararak, akaryakıt ve lüks restoranlardan alınan vergileri artırdı. Böylece sene sonuna kadar 1.5 milyar TL kadar bir ek vergi alınması hedefleniyor. Ancak Hükümetin EPDK'yı bu amaç için kullanmış olması çok doğru bir yaklaşım değildi. (Bilindiği gibi EPDK tavan fiyat uygulamasına geçerek bayi marjlarını kısıtlamıştı.)

◆ Son zamla birlikte, akaryakıt fiyatları üzerindeki vergiler yeni bir rekor kırmış oldu. (90 kuruş civarında olan 95 oktan benzinin üzerine 169 kuruş ÖTV geliyor. Ayrıca bu miktarın üzerinden



KDV de alınmakta.)

◆ Dolaylı vergilerin daha da artırılmış olması, zaten son derece çarpık bir görüntü veren Türkiye'nin vergi politikasını daha da bozuk bir hale getirmiş bulunuyor.

◆ Hazine Temmuz'da 5.5 milyar faiz-dışı açık bekliyor. (Geçen Temmuzda bütçe 4 milyar TL faiz-dışı fazla vermişti.)

## Ödemeler Dengesi ve Dış Ticaret

**Dış ticaret dinamikleri kötüleşebilir.**

◆ Mayıs'ta cari açık beklendiği gibi daralmaya devam etti. Açık geçen Mayıs'a göre \$3.3 milyar azalarak \$1.5 milyar oldu.

◆ Geçen ay ilk defa eksiye düşen Net Hata ve Noksan rakamı da tekrar artı vermeye başladı. Son 8 aydaki kümülatif kaynağı belli olmayan para girişi de \$ 18.3 milyara ulaşmış bulunuyor.

◆ Mayıs'ta artıya geçmiş bulunan finans hesabının piyasa gelişmelerini dikkate aldığımızda Haziran ve Temmuz aylarında da fazla vermeye devam ettiğini söyleyebiliriz.

◆ Mayıs ayında dış ticaretle ilgili tatsız bir gelişme ihracat miktar endeksinde görülen keskin düşüş oldu. Bu ay, ithalatımız miktar bazında geçtiğimiz aylarla yaklaşık aynı oranlarda azalırken %23 kadar), ilk 4 ay ortalaması %10 kadar olan ihracatımızdaki azalma %24'e çıktı. Görünen o ki, gelişmiş ülke piyasaları daha uzun bir süre Türkiye'nin büyümesine ivme sağlayamayacak.

◆ Öte yandan, Haziran ayı ithalden alınan KDV rakamları ithalatta ciddi bir artış olduğunu gösteriyor.

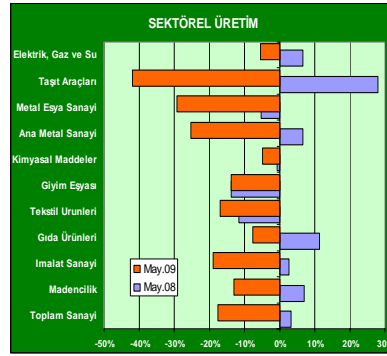
◆ TİM verilerine göre Haziran'da ihracatımız %32.8 gerile-

yerek 8.1 milyar oldu. Geçen Haziran'da ihracat 12.1 milyar dolar olmuştu.

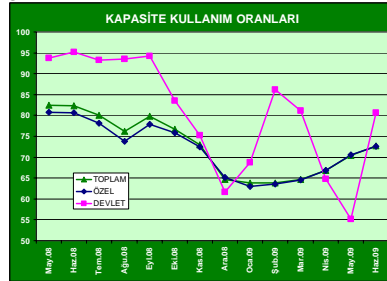
## Üretim ve Büyüme

**Toparlanma sinyalleri çok zayıf**

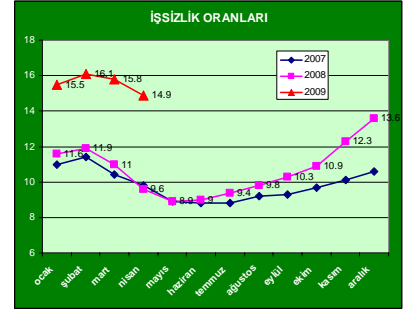
◆ Mayıs ayında toplam sanayi üretimindeki düşüş %17.5 ile bekenin oldukça üzerinde geldi. Her ne kadar üretimde dip noktası %23.9 daralma ile Şubat ayı ise de, baz etkisi dikkate alındığında bu ayki küçülme hiç de az değil (Büyüme 2008 Şubat'ında %8.4, Mayıs'ta ise %3.3 idi.)



◆ Kapasite kullanımında ise Haziran'da geçen aya göre %2.3'lük bir artış var. Ancak KKO geçen senenin aynı ayına göre hala %11 düşük.



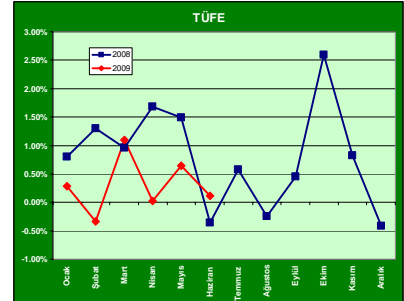
◆ İşsizlik oranında ise Nisan'da mevsimsel etkilerle 0.9 puanlık bir azalma söz konusu. Ancak, işsizlik aslında geçen senenin aynı ayına göre %5 kadar artmış vaziyette. (Grafikte artış %5.3 gibi ancak TÜİK geçen sene rakamlarını nüfusa göre düzelterek %9.9 olarak açıkladı. Bu nedenle 2 dönem arasında net bir kıyaslama yapmak daha da zorlaştı.)



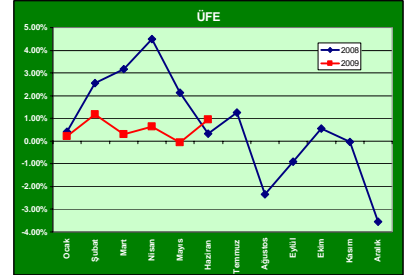
◆ Neticede, bütün işaretler, dip geçilmiş olsa bile ekonomideki toparlanmanın oldukça yavaş olacağını göstermekte.

## Enflasyon

◆ Haziran'da TÜFE %0.11, ÜFE ise %0.94 arttı. Son 12 aylık enflasyon TÜFE'de %5.73, ÜFE'de ise %-1.86 oldu.



◆ Bu ay enflasyon üzerinde en çok etkiyi %0.35 ile ulaştırma sektörü yaptı. En çok fiyat düşüş etkisi ise %0.44 ile gıdadan geldi.

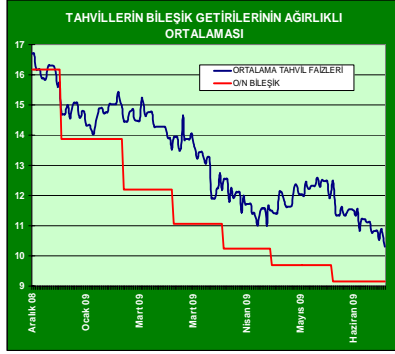


◆ Piyasada daha yüksek çıkması beklenen enflasyonun düşük gelmesi ekonomideki zayıf dışı teyit eden diğer bir gelişme.

## Faizler

◆ 17 Temmuz'da faizleri 50 baz puan daha indiren Merkez Bankası

bu sefer sürpriz yapmadı çünkü faiz indirimine gideceğinin sinyallerini piyasaya önceden hissettirmişti. Zaten, bizim de diğer sayfalarda raporladığımız reel ekonomi ile ilgili gelişmeleri dikkate alan bir Merkez Bankası'nın (kurlar üzerinde bir baskı olmadığını da dikkate alarak) faiz indirimine gitmesi son derece normal.



## SUI GENERIS—s1'den devam

üretim endeksi de geçen senenin Mayıs'ına göre %17.4 gerileme gösterdi. Her ne kadar bu rakamlar geçtiğimiz aylardan göreceli olarak daha iyi (!) ise de, yeterli bir ivmeden söz etmek imkansız. Yılın 2. çeyreğinde tarımsal üretimde bir miktar artış, ticari faaliyette ise azalış oranında bir düşüş görülecekse de, bu veriler 2. çeyrek küçülmesinin %8'in altında olmaya çağını gösteriyor. Böylece ilk yarı yılda iki haneli bir küçülme oranı göreceğiz.

2009 ve sonrasındaki büyüme trendlerine küresel ekonomi perspektifinden baktığımızda da görünüm hiç parlak değil. Türkiye ekonomisinin performansı özellikle Avrupa Birliği ile Gümrük Birliği'nin tesis edilmesi sonrasında artan dış ticaret hacmi ve yabancı kaynak akımları nedeniyle gelişmiş ülke ekonomileri ile gittikçe daha çok artan bir korelasyon göstermekte. Özellikle, aynı dönemde toplam iç tasarruf oranının artmamış (aksine azalmış) olması nedeniyle kendi iç dinamikleriyle

◆ İndirimle birlikte yayınlanan para kurulu raporunda MB faiz indirimlerine devam edeceğini net bir şekilde belirtti. Bu duruş, Ağustos ayındaki yüklü bono ihraçlarına talep çekmek açısından da önemli.

## Parasal Göstergeler

◆ Görüldüğü gibi tüm faiz indirimlerine rağmen parasal

PARASAL GÖSTERGELER	1	2	3	4	5
(milyon YTL)	26.06.2009	29.05.2009	26.12.2008	1/2	1/3
Dolaşımdaki Para	32,253	31,393	30,568	2.7%	5.5%
Vadesiz Mevduatlar	29,726	28,587	27,106	4.0%	9.7%
M1	61,979	59,979	57,675	3.3%	7.5%
Vadeli Mevduatlar	226,631	220,392	224,186	2.8%	1.1%
M2	288,610	280,371	281,861	2.9%	2.4%
DTH	135,464	136,776	127,823	-1.0%	6.0%
DTH (milyar\$)	87.5	87.5	84.8	0.0%	3.2%
M2Y	424,074	417,148	409,683	1.7%	3.5%
Mevduat Bankaları Kredileri	262,427	263,849	267,667	-0.5%	-2.0%
Açık Piyasa İşlemleri	-12,716	-17,677	-2,836	-28.1%	348.4%
Kamu Menkul Kıymetleri	197,449	195,238	169,559	1.1%	16.4%
Dolarizasyon (DTH/M2Y)	31.9%	32.8%	31.2%	-2.6%	2.4%

büyüme imkanı da son derece kısıtlı olan Türkiye'nin istatistiksel olarak milli hasıla büyümesinin gelişmiş ülkeler ile korelasyonu özellikle 2001 yılında yaşanan finansal krizin baz etkisinin sonlandığı 2002 yılı sonundan itibaren daha da artmış bulunuyor. Gelişmiş ülke grupları itibarıyla baktığımızda Türkiye'nin en çok duyarlı olduğu grubun doğal olarak Avrupa Birliği ülkeleri olduğu görülüyor. Türkiye pozitif büyüme dönemlerinde AB ülkelerinin ortalama performansının daha üstünde, negatif büyüme dönemlerinde ise daha altında bir performans gösteriyor. Örneğin, 2009 yılının 1. çeyreğinde, AB ekonomileri %2.4'lük bir daralma gösterirken, Türkiye'nin daralması tahminen %4.2 oldu. (Burada bazı okuyucular Türkiye'nin ilk çeyrek daralmasının %13.8 olduğunu ifade edeceklerdir. Ancak, tüm gelişmiş ekonomilerde büyüme rakamları bir önceki çeyreğe göre hesaplanıyor. Türkiye'de ise hesaplama önceki yılın aynı

göstergelerde sene başına göre çok cüzi miktarda artış söz konusu.

◆ Mevduat bankaları kredilerinde ise aylık bazda nominal olarak bile bir azalma söz konusu.

◆ Bir aydan beri MB gecelik repo dışında 90 günlük repo ile de piyasayı fonlamakta. Ancak bu yöntem kredilerde canlanma değil de, kısa vadeli tahvil ihraçlarına talep yaratmakta.

çeyreğine göre yapılmakta. Bu, tabii, daha kolay bir yöntem. Önceki çeyreğe göre büyüme hesaplaması için verilerin mevsimsellikten arındırılması gerekiyor. OECD ise Türkiye için tahmini bir hesaplama kullanıyor. Ümit ederim, TÜİK yakın zamanda bu eksikliği giderir.)

Kısacası, Türkiye ilk çeyrekte AB'den 1.8 puan daha kötü bir performans göstermiş bulunuyor. IMF'nin 8 Temmuz'da yenilediği tahminlerine göre AB'nin 2009 yılı büyüme hızının %4.7 olması beklenmekte (Önceki tahmin %4.0 idi). Daha önemlisi IMF Avrupa bölgesinde son çeyrekte bile pozitif bir büyüme öngörüyor. Oldukça kaba bir analiz olacak ama Türkiye'nin ilk çeyrekte olduğu gibi toplamda da AB'ye göre aynı miktarda daha fazla daralacağını öngörürsek tüm sene için %6.5'lik bir daralma oranına ulaşıyoruz. Bu iyimser bir tahmin bile kalabilir.