

Aylık Rapor

Mart 2009

AYLIK RAPOR'DA BU AY...

➤ Sanayi üretim endeksindeki sert düşüş birinci çeyrek büyüme oranını olumsuz etkileyecektir...

Türkiye ekonomisinin en temel sektörlerinden biri olan ve GSMH içinde %30 payı bulunan sanayi üretimindeki daralma 2009 yılının ilk çeyreğinde büyümede ciddi bir düşüşe işaret etmektedir. Açıklanan Ocak ayı sanayi üretimi ile birlikte 2009 birinci çeyrek büyüme oranı beklentimizi -%6.0 oranına revize ediyoruz. Yıl sonu büyüme beklentilerimiz ise iyimser senaryo altında %2.5 daralmaya yaşanacağı yönündedir.

➤ Para Politikası Kurulu, 19 Mart tarihindeki toplantısında faizleri 100 baz puan indirdi...

Merkez Bankası'nın hızlı faiz indirim sürecine başladığı 2008 yılı Ekim ayından bu yana borçlanma faiz oranlarını 625 baz puan indirmiş oldu.

➤ Şubat ayında TÜFE %0.34 geriledi.

Şubat ayında enflasyon TÜFE'de %7.73'e; ÜFE'de ise, %6.43'e kadar gerilemiştir.

➤ Ocak ayında cari işlemler açığı 291 milyon dolar fazla verdi

2001 yılında Türkiye'de görülen krizin etkisiyle yükselen Dolar/TL kurunun ihracatı arttırmasıyla cari işlemler dengesinde fazla görülmüştü. Fakat, 2007 yılı Aralık ayında başlayan krizin ise, yurtdışı kaynaklı bir kriz olmasından dolayı azalan dış talep nedeniyle dış ticaret hacminde de ciddi bir azalma görülmesi cari işlemler dengesinde fazla verilmesine neden olmuştur.

➤ Dış ticaret açığı 2009 yılının ilk ayında %75.0 oranında daraldı

2008 yılı Ocak ayında 5.7 milyar dolar olan dış ticaret açığı, 2009 yılının aynı ayında %75.9 azalışla 1.4 milyar dolara düşmüştür. İthalatta görülen azalışın ihracatta görülen azalışın neredeyse iki katı seviyesinde olması, dış ticaret açığındaki söz konusu sert daralmaya neden olmuştur.

➤ Merkezi yönetim bütçesi 2009 yılının Şubat ayında 7.4 milyar TL açık vermiştir

2008 yılının Şubat ayında 1 milyar TL açık veren merkezi yönetim bütçesi, 2009 yılının aynı ayında 7.4 milyar TL açık vermiştir. Böylece, yılın ilk iki ayı itibariyle oluşan bütçe açığı 10.4 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. 2008 yılının Şubat ayında 5.7 milyar TL olan faiz dışı denge ise, 2009 yılının aynı döneminde 2.5 milyar TL olmuştur. Böylece faiz dışı denge 2008 yılının ilk iki ayındadır önceki yılın aynı dönemine göre %68 oranında gerileyerek 3.3 milyar TL olarak gerçekleşirken 47.1 milyar TL olarak belirlenen yıl sonu hedefinin %7'sine ulaşılmıştır.

➤ Merkezi Yönetim Borç Stoku Ocak ayında 391.1 milyar TL olarak gerçekleşmiştir

2009 yılı Ocak ayında Merkezi Yönetim Borç Stoku, bir önceki aya göre 11 milyar TL artarak, 391.1 milyar TL'ye (239.3 milyar dolar) ulaşmıştır. Söz konusu artışın, 4.4 milyar TL'si iç borç stokundaki artıştan, 6.6 milyar TL'si ise dış borç stokundaki artıştan kaynaklanmıştır.

➤ Türk bankacılık sektöründeki nakit rezervlerde %15.30 oranında azalmıştır

Bankacılık sektörünün yurt dışından sağladığı sendikasyon kredileri, Ekim ayından itibaren başladığı düşüşe Ocak ayında da devam ederek Ocak 2009 itibariyle sendikasyon kredileri bir önceki aya göre %4.97 oranında azalarak 10.6 milyar dolara gerilemiştir.

➤ ABD, küresel finansal krizin kaynağı finansal kesimi düzelterek en uygun planı aramaktadır.

ABD'de bankacılık kesimine ilişkin gelişmeler uzunca bir süre gündemdeki yerini koruyacaktır. Küresel finansal krizin merkezinde bulunan ABD'deki bankacılık kesiminin sorunlu varlıklardan temizlenmesi, küresel piyasalarda sisteme olan güvenin yeniden sağlanmasında yüksek öneme sahiptir. 2009 yılının ilk yarısında ise büyüme için en kötünün görülmüş olabileceği düşünülmekle birlikte, resesyonun 36 ay sürebileceği ve düşüşün tipik 'U' şekli yerine daha şiddetli olan "W" ya da 'L' şeklinde olabileceği kaydedilmektedir.

➤ Euro Bölgesi'nde açıklanan veriler büyümeye ilişkin kaygıları arttırmaya devam ediyor

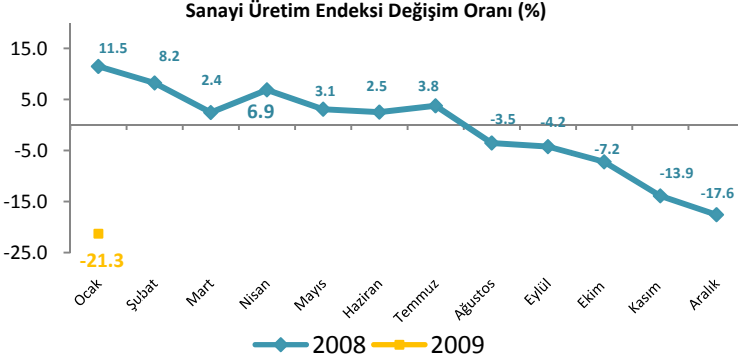
Küresel krizin en olumsuz etkilediği ekonomilerden biri olan Euro Bölgesi'nde 2008 yılı dördüncü çeyrek büyüme verisi %1.5 daralma olarak açıklanırken, açıklanan bu son veri ile birlikte Euro Bölgesi'nde son on üç yılın en keskin daralması yaşanmıştır. Yıllık bazda ise daralma %1.3 olarak açıklanmıştır. Ekonomideki daralmaya bağlı olarak işsizlik oranlarında da artışlar yaşanırken, Euro Bölgesi'nde Ocak ayında işsizlik oranının %8.2'ye yükseldiği görülmüştür.

➤ Çin ekonomiyi canlandırmak için iç talebi artıracak önlemler aramaktadır.

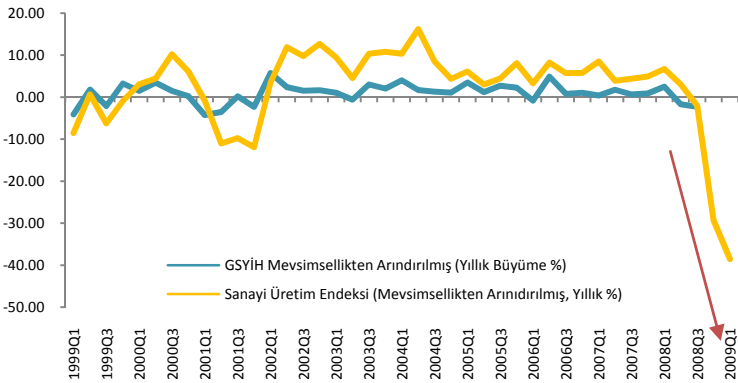
Kısa vadede ekonomiyi canlandırma paketlerinin geçici etkisi görülse de, orta ve uzun vadede ekonomik büyümenin küresel ekonomideki toparlanmaya bağlı olacağı düşünülmektedir. Bu nedenle Dünya Bankası, Çin'in 2009 yılı büyüme beklentisini %6.5 seviyesine çekmiştir. Bu arada, Çin ABD'nin yüksek dış borcundan kaygı duymaya başlamıştır. Çin'in, ABD'den varlıklarının değerinin korunmasına ilişkin taahüt istemesi de bu amaca dayanmaktadır.

Sanayi üretim endeksindeki sert düşüş birinci çeyrek büyüme oranını olumsuz etkileyecektir...

Türkiye ekonomisinin en temel sektörlerinden biri olan ve GSMH içinde %30 payı bulunan sanayi üretimindeki daralma 2009 yılının ilk çeyreğinde büyümede ciddi bir düşüşe işaret etmektedir. Açıklanan Ocak ayı sanayi üretimi ile birlikte 2009 birinci çeyrek büyüme oranı beklentimizi -%6.0 oranına revize ediyoruz. Yıl sonu büyüme beklentilerimiz ise iyimser senaryo altında %2.5 daralmaya yaşanacağı yönündedir.



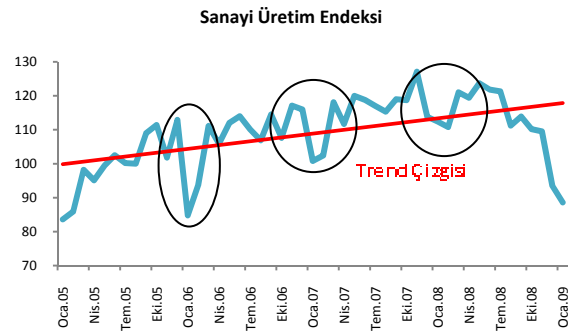
%21.3 daralması, neredeyse tüm sektörlerde yaşanan üretim düşüşünden kaynaklanmaktadır. Özellikle Otomotiv Sektöründe görülen küçülmenin etkisiyle taşıt araçları sektöründe ciddi bir daralma görülmektedir. Bir önceki yıl Ocak ayında %40'dan fazla büyüme kaydeden söz konusu sektörün 2009 yılı Ocak ayında %60 gibi ciddi bir oranda gerilemesi sektördeki küçülmenin yüksek boyutlara ulaştığını göstermektedir. Üretim önemli ölçüde azaldığı bir diğer sektör ise, petrol fiyatlarında görülen düşüşten etkilenerek %29.4 oranında küçülen petrol ürünleri sektörü olmuştur. Bunun yanında Aralık ayında %10.7 oranında gerileyen tekstil sektörü küçülmeye devam ederek 2009 yılının ilk ayında bir önceki yılın aynı ayına göre %28.3 oranında küçülmüştür. Artış gösteren sektörlerin başında %1'lik sınırlı artış ile gıda sektörü bulunurken, bu sektörü tütün ürünleri, kömür madenciliği ve doğalgaz çıkarımı izlemiştir.



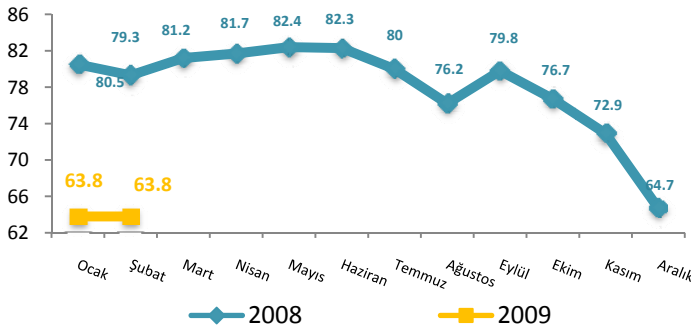
Piyasalarda merak edilen diğer bir soru ise sanayi üretiminde Kasım ayından itibaren yaşanan düşüşün ne zaman sona ereceği yönündedir. Sanayi üretiminde yaşanacak düzeltme dip seviyelerden sonra bir miktar sınırlı toparlanma, ardından artış yönünde olabilir, çünkü üreticilerin üretim miktarlarını arttırmaları zaman alacaktır. Diğer bir ifadeyle sanayi üretimindeki hareketin "U" şeklinde olması beklenebilir. Yandaki şekil incelendiğinde, sanayi üretiminde hala dip seviyelerin görülmediği yorumu yapılabilmektedir. Diğer yandan, New York üniversitesi profesörü Roubini gibi deneyimli iktisatçılardan bazılarının küresel krizin "L" şeklinde bir seyir izleyeceği yönünde beklenti açıklamaları, Türkiye'nin de aynı şiddette krizden etkilenebileceği ve üreticilerin daha da zor durumda kalabileceği olasılığının göz ardı edilmemesi gerektiğini göstermektedir. Bunun yanında, Türk Lirasının Dolar ve Eurodan oluşan döviz sepetine karşı değer kaybetmesi, ithalatın zayıflamasına neden olurken, diğer ülkelerin de krizden etkilenmesinin ihracatımızı azalması, sanayi üretim endeksinin 2009 yılı boyunca gerilemeye devam etmesine neden olabilir.

Sanayi üretimi, Ocak ayında yıllık bazda %21.3 gerileyerek, tarihinin en yüksek düşüşünü gerçekleştirmiştir. Daha önceki önemli kriz dönemlerinden olan 1994 yılının Temmuz ayında %16.3 gerileyen sanayi üretiminin, deprem felaketinin yaşandığı 1999 yılı Ağustos ayında %10.2, 2001 Kasım ayında %14.1 gerilemiş olması, yaşanmakta olan global ekonomik krizin boyutlarını ve Türkiye üzerindeki etkilerini yansıtmaktadır. Geçen senenin aynı döneminde %11.7 yıllık artış gösteren sanayi üretiminin bu yıl Ocak ayında

Sanayi üretim endeksi mevsimsellikten arındırılmış şekilde incelendiğinde, yaşanan sert düşüşün mevsimsel etkilerden kaynaklanmadığı görülmektedir. Geçmiş yıllarda Ocak ayı Sanayi Üretim Endekslerinde mevsimsel olarak yüksek seviyelerin görülmesinin aksine, 2009 yılı Ocak ayında yaşanan düşüş, Sanayi Üretim Endeksi'nde önümüzdeki günlerde düşüşlerin devam edebileceğini yansıtmaktadır. Bu durumda, 2001 kriziyle karşılaştırıldığında, 2008 krizinin daha derin olması beklenebilir.

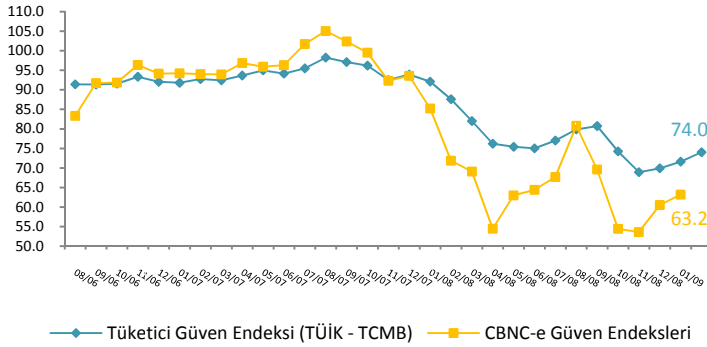


Kapasite Kullanım Oranı (%)



olmasına rağmen, sanayi sektöründe toparlanmadan bahsetmek için yeterli değildir. Endeks sektörel bazda incelendiğinde ise otomotiv sektöründeki kapasite kullanım oranı %89.9'dan %47.5'e gerilemiştir. İhracata dayalı diğer sektörlerden tekstil %66.5 ve radyo-TV üretiminde %70.5 ile yıllık bazda sert düşüşler yaşanmıştır. Ana metal sanayi, makine teçhizat, petrol ürünleri gibi ekonomi açısından önem arz eden sektörlerde görülen kapasite kullanım oranındaki yıllık düşüşler de, ekonomik aktiviteye ilişkin olumsuz sinyal vermeye devam etmektedir. Kapasite kullanım oranı ile birlikte değerlendirildiğinde, Şubat ayı sanayi üretim endeksi beklentimiz -%20 düzeyinde sert bir gerileme yönündedir.

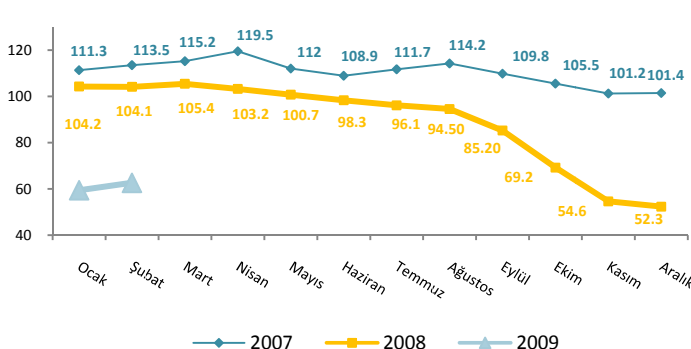
Tüketici Güven Endeksleri



açısından önemli bir öncül olmakla birlikte, mevcut değerlerinin tarihsel olarak en düşük seviyelerde seyretmesi dikkat çekmektedir. Diğer yandan hükümetin açıkladığı dördüncü teşvik planının iç talebi canlandırabilmesi için (ekonomik aktivitede toparlanma başlatabilmesi) için geleceğe dönük beklentilerdeki seyir dikkatle takip edilmedi.

CBNC-e Tüketim Endeksi ise Ocak ayında bir önceki aya göre %10.33 gerileyerek 143.34 düzeyine inmiştir. Bir önceki yılın Ocak ayına göre düşüş ise %4.32 olmuştur. Mevsimsel olarak düzeltilmiş seri bir önceki aya göre %1.37 artış kaydederken, bir önceki yıla göre %7.38 gerilemiştir. Sektörel bazda bakıldığında artış gösteren tek sektör giyim sektörü olurken, Ocak ayında indirim ve kampanyaların çok yüksek oranlara ulaşması bu artışta etkili olmuştur. Buna karşın, öncü sektörlerden ev eşyası ve otomobil sektörlerinde bir önceki aya göre düşüş gözlenirken, konut sektöründe büyük bir değişiklik yaşanmamıştır. İç talebin seyri konusunda önemli bir öncül gösterge olan tüketim endeksinde Ocak ayında geçmiş yıllara göre daha sınırlı bir artış yaşanmış olması olumlu bir gelişme iken önümüzdeki aylarda endekste ki toparlanmanın devam edip etmeyeceği önemlidir. Diğer yandan Tüketim endeksinin tarihsel olarak en düşük seviyeleri civarında olması iç talep üzerinde risk oluşturmaya devam etmektedir.

Reel Kesim Güven Endeksi

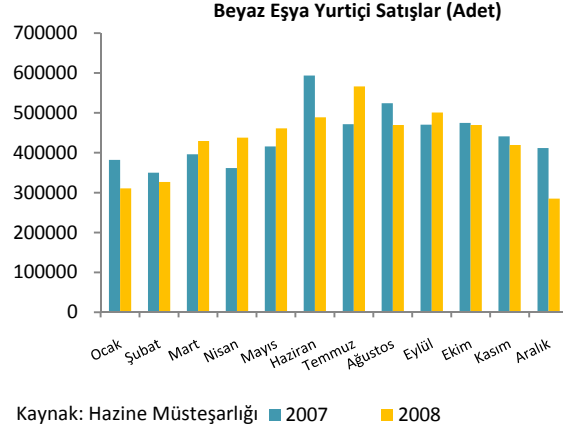
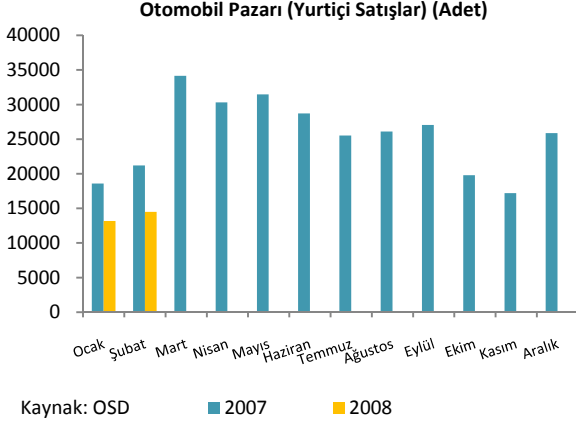


Sanayi üretimine dair bir diğer gösterge olan Şubat kapasite kullanım oranı bir önceki aya göre değişmeyerek 63.80 düzeyinde gerçekleşmiştir. Böylece kapasite kullanım oranı geçen senenin aynı ayına göre %15.5 gerilemiştir. 2009 Şubat ayında, işyerlerinin, tam kapasite ile çalışmamasının nedenleri arasında talep yetersizliği ilk sırada yer alırken, mali imkansızlıklar ve ham madde eksikliği talep yetersizliğini takip eden nedenler arasında yer almıştır. İmalat sanayi sektörü kapasite kullanım oranında düşüş beklentilerine rağmen aylık bazda değişim yaşanmamış olması olumlu bir gelişme

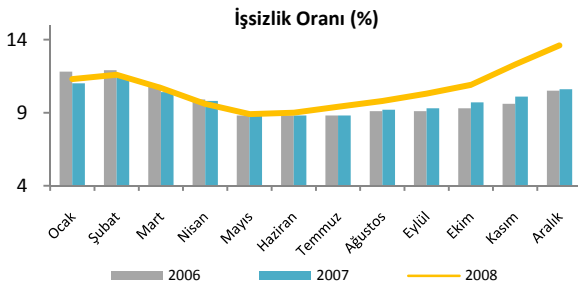
CNBC-e Tüketici Güven Endeksi Ocak ayında ve Tüketici Güven Endeksi (TÜİK-TCMB) Şubat ayında bir önceki aya göre artış kaydetmiştir. Böylece uzun bir süredir düşüş gösteren tüketici güven endeksi son üç ayda üst üste artış kaydetmiştir. Tüketici güven endeksindeki artış, tüketicilerin mevcut ve gelecek dönem satın alma gücü, gelecek dönem genel ekonomik durum, gelecek dönem iş bulma olanakları ve mevcut dönemin dayanıklı tüketim malı satın almak için uygunluğuna dair değerlendirmelerinin iyileşmesinden kaynaklanmaktadır. Endekslerdeki hareketin devam edip etmeyeceği iç talebin seyri

Ocak ayının ardından Şubat ayında da toparlanmaya devam eden reel kesim güven endeksi ekonomik istikrar açısından olumlu bir görünüm sergilemektedir. Fakat Şubat ayında bir önceki aya göre 3.2 puan artarak 62.6 seviyesine yükselen endeks hala 100 eşik değerinin çok altında yer almaktadır. Detaylara baktığımızda katılımcıların genel gidişat, önümüzdeki üç aydaki üretim hacmi ve ihracat siparişleri, mevcut stoklar ve sabit sermaye yatırım harcamasına yönelik beklentilerindeki iyileşmenin güven endeksinin

yukarı çektiği görülmektedir. Küresel kriz nedeniyle reel kesim güveninin yurt dışı piyasalarda da bozulduğu görülürken, önümüzdeki günlerde global finans krizi ile ilgili gelişmelerin endeks üzerinde etkili olmaya devam etmesi beklenmektedir. Reel sektör güveninde yaşanan bu dip seviyeler küresel krizin derinleştiği ve etkilerinin Türkiye’de daha net hissedildiğini göstermektedir. Diğer yandan mevsimsel toparlanmanın etkisiyle Mart ayı reel kesim güven endeksine dair beklentimiz 63.3 ile sınırlı bir artış yaşanacağı yönündedir.



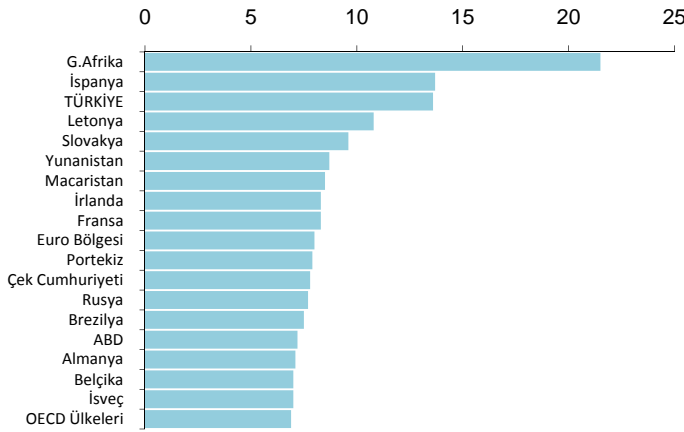
Otomobil satışlarının birinci çeyrekte hızlı bir şekilde düştüğü görülmektedir. Bir önceki yıla göre otomobil satışlarında Şubat ayında %30 düşüş yaşanırken, sektördeki daralma hem sanayi üretimi, hem yurt içi talep hem de pek çok iş gücüne sahip olması açısından işsizlik oranı üzerinde risk oluşturmaktadır. Diğer yandan otomobil ihracatımızın %90'ının gerçekleştiği Avrupa Pazarındaki daralma sonucu, 2008 yılı Ağustos döneminde başlayan sipariş iptalleriyle azalmaya başlayan otomobil ihracatı, 2009 yılı Ocak-Şubat döneminde de gerilemeye devam etmiştir. Bu dönemde otomobil ihracatı ise %56,4 oranında azalmıştır. Üretimimizin %80'inin ihraç edilmesi nedeni ile iç pazardaki talep azalışına ek olarak ihracatta da keskinleşmeye başlayan daralma, 2009 yılının ilk iki aylık döneminde de devam etmiş ve toplam araç üretiminin %63, otomobil üretiminin ise %55,8 oranında azalmasına neden olmuştur. Söz konusu gelişmeler sanayi üretim endeksi üzerindeki riskleri arttırmaktadır. İç talepteki hareketliliği yansıtan Beyaz Eşya yurtiçi satışları ise Aralık ayında geçen yıla göre %30 oranında sert bir gerileme yaşamıştır. Dolayısıyla iç talepteki yavaşlama beklentileri tüm bu göstergelerle artmışken, büyümeye negatif yönde katkı sağlaması kaçınılmaz görünmektedir. Diğer yandan hükümetin açıkladığı dördüncü teşvik paketiyle otomotiv ve beyaz eşya sektörlerindeki ÖTV indirimi, söz konusu sektörlerin stokları eritmesi açısından çok önemli bir fırsat olarak görülmektedir. İç talebi canlandıracak bir adım olarak görülen vergi indirimlerinin önümüzdeki dönemde otomotiv ve beyaz eşya satışlarının artmasına neden olması beklenmektedir.



Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) verilerine göre işsizlik oranı Kasım-Aralık-Ocak döneminde geçen yılın aynı dönemine göre 3.0 puanlık artış ile %13.6 seviyesinde gerçekleşerek tarihinin en yüksek seviyesine ulaşmıştır. Küresel krizle birlikte yükseliş trendine giren işsizlik oranı yanında tarımdışı işsizlik oranı da, 2007 yılı Aralık ayına göre, 4.3 puan artarak %17.3 seviyesine yükselmiştir. Böylece Türkiye genelinde işsiz sayısı geçen yılın aynı dönemine göre 838 bin kişi artarak 3 milyon 274 bin kişiye yükselmiştir. Kentsel yerlerde işsizlik oranı 3.2 puanlık artışla %15.4, kırsal

yerlerde ise 2.6 puanlık artışla %10.7 olarak açıklanmıştır. Aralık 2008 döneminde genç nüfusta işsizlik oranı ise %25.7 olarak hesaplanmıştır. İşsizlik verileri ayrıntılı bir şekilde incelendiğinde, işgücüne katılım oranının 1.5 puan artış göstermesine rağmen işsizlik oranının 3 puan birden artması, işsizlikteki artışın sadece işgücüne katılımın artmasından kaynaklanmadığını göstermektedir. Tarım dışı istihdama bakıldığında ise, tarım dışı istihdamdaki artışın azalarak devam ettiği görülmektedir. Önümüzdeki dönemde, ekonomik aktivitedeki daralma doğrultusunda, işgücü piyasasındaki olumsuz seyrin devam etmesi mümkün olabilir. Özellikle kış aylarında mevsimsel yaşanan artışların da etkisiyle işsizlik oranının %15'lere kadar yükselmesi beklenebilir.

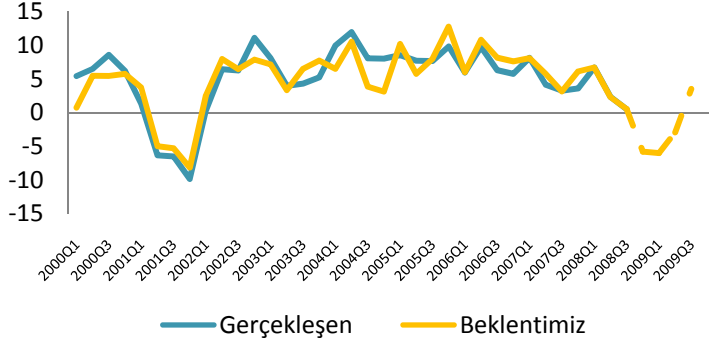
İşsizlik Oranı (Aralık 2008, %)



Tüm dünyada krizin etkisiyle rekor seviyelerde işsizlik görülmesine karşın, Türkiye tüm dünya sıralamasında işsizlik oranı bakımından Aralık 2008 tarihi itibarıyla üçüncü en yüksek orana sahip ülke olmuştur. Güney Afrika %21.9 ile en yüksek işsizlik oranına sahip olurken İspanya %13.7 işsizlik oranıyla en yüksek işsizlik oranına sahip Euro Bölgesi ülkesidir. Diğer yandan gecikmeli olarak açıklanacak olan rakamlar değerlendirildiğinde Ocak ve Şubat aylarının atlatılmış olması Mart ayından itibaren işsizlik oranında yaşanacak mevsimsel düzeltmeler değerlendirildiğinde, işgücü piyasaları için en zor dönemlerin atlatıldığı söylenebilir.

TÜİK tarafından açıklanan Ocak ayı dış ticaret verilerine göre ihracat, bir önceki yılın aynı ayına göre %25.7 azalarak 7.9 milyar dolara ulaşırken, ithalat ise %43.3'lük azalışla 9.3 milyar dolara yükselmiştir. Böylece, 2008 yılı Ocak ayında 5.7 milyar dolar olan dış ticaret açığı, 2009 yılının aynı ayında %75.9 artışla 1.4 milyar dolara yükselmiştir. İhracattaki düşüşte -%26.8 gerileyen imalat sanayi ihracatı etkili olurken, AB ile yapılan ihracatın, 2008 yılının aynı ayına göre %37.7 oranında azaldığı görülmüştür. İthalat, ekonomik grup faaliyetlerine göre sınıflandırıldığında ise tüm gruplarda sert düşüşler dikkat çekerken, sermaye malları ithalatı %45, ara malları ithalatı %44 ve tüketim malları ithalatının %32 daraldığı görülmüştür. Ocak ayı dış ticaret açığı rakamları global piyasalardaki talep düşüşüyle beraber yurtiçi piyasalarda da yaşanan iç talep daralmasını yansıtırken, söz konusu gerilemenin büyümeye yapacağı olumlu katkının sınırlı olacağı düşünülmektedir.

GSMH Büyüme Oranı (%)



Reel GDP Büyüme Oranı Beklentilerimiz (%)

2008 IV Çeyrek	-5.8
2008 Yıllık	0.73
2009 I Çeyrek	-6.0
2009 II Çeyrek	-3.8
2009 III Çeyrek	-2.9
2009 IV Çeyrek	2.5
2009 Yıllık	-2.5

Sanayi üretim endeksine dayalı olarak yaptığımız ekonometrik tahmin sonucunda, Vakıfbank Ekonomik Araştırmalar Müdürlüğü olarak Türkiye GSYH büyüme oranında önümüzdeki dönemlerde sert bir gerileme beklemekteyiz. 31 Mart 2009 tarihinde açıklanacak olan 2008 dördüncü çeyrek büyüme oranı beklentimiz -%5.8 olup, büyüme oranı beklentimiz doğrultusunda gerçekleştiği takdirde 2001 krizinin ardından yaşanan en sert düşüş gerçekleşmiş olacaktır. Dördüncü çeyrek rakamları ile 2008 yılı tamamı için beklentimiz büyümede %0.73 gibi sınırlı bir artış yönündedir. 2009 yılına ait ilk göstergelerden biri olan sanayi üretim endeksinde Ocak ayındaki %21.3 oranındaki düşüş ve Şubat ayı beklentimiz olan %20 oranındaki düşüş ile sanayi üretimindeki gerilemenin devam edecek olması değerlendirildiğinde ise 2009'un birinci çeyreği için beklentimiz -%6 ile büyümedeki gerilemenin devam edeceği yönündedir. Büyümeye dair bu riskler göz önüne alındığında, Merkez Bankası'nın faiz indirimlerine önümüzdeki dönemde devam etmesi mümkün gözükmemektedir. 19 Mart tarihinde düzenlenecek toplantıda Merkez Bankası'nın 100 baz puanlık bir indirime gideceğini bekliyoruz. Fakat son günlerde kurda görülen yükselişlerin kalıcı olması Merkez Bankası'nın 50 baz puanlık bir indirime gitmesinde etkili olabilir. Dolayısıyla TRY'de yaşanacak değer kayıplarının derinleşmesi Merkez Bankası'nın faiz indirimlerine ara vermesine neden olabilir. Faiz arttırıma gidilmesi ihtimali ise son çeyrekte, yurtdışı piyasaların düzelmeye başlaması ve enflasyonist baskıların artmasına bağlıdır. Yukarıdaki tabloda verdiğimiz beklentilerimiz, yurtdışı piyasalarda 2009 yılının ikinci yarısından itibaren düzelmeye yaşanacağı beklentisi varsayımı altında yapılmıştır.

Vakıfbank Hazine Başkanlığı, Ekonomik Araştırmalar Müdürlüğü olarak, 2008 yılı büyüme oranı tahminimiz %0.73'dür.

Para Politikası Kurulu, 19 Mart tarihindeki toplantısında faizleri 100 baz puan indirdi...

TCMB O/N Faiz Oranları

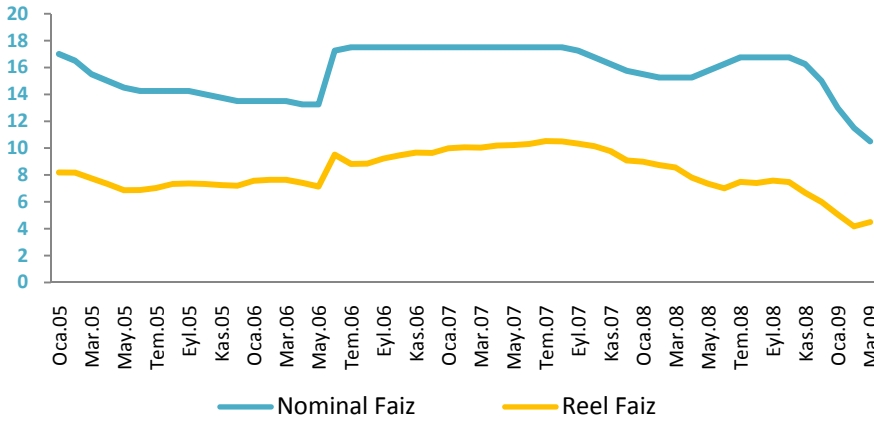
	Borç Alma	Borç Verme
19.03.2008	15.25	19.25
17.04.2008	15.25	19.25
15.05.2008	15.75	19.75
16.06.2008	16.25	20.25
17.07.2008	16.75	20.25
14.08.2008	16.75	20.25
18.09.2008	16.75	20.25
23.10.2008	16.75	19.75
20.11.2008	16.25	18.75
19.12.2008	15.00	17.50
15.01.2009	13.00	15.50
19.02.2009	11.50	14.00
19.01.2009	10.50	13.00

Kaynak: TCMB

Türkiye Merkez Bankası 19 Mart 2009 tarihinde yaptığı Para Politikası Kurulu toplantısında gecelik borçlanma faiz oranlarını piyasa beklentilerine paralel olarak %11.5'ten %10.5'e indirmiştir. Merkez Bankası ayrıca borç verme faiz oranını da %14'ten %13'e düşürmüştür. Böylece Merkez Bankası'nın hızlı faiz indirim sürecine başladığı 2008 yılı Ekim ayından bu yana borçlanma faiz oranlarını 625 baz puan indirmiş oldu.

Merkez Bankası son faiz indirmesi yaptığı toplantının ardından yayımladığı yazılı açıklamada ekonomik faaliyetlerdeki yavaşlamanın sürdüğüne dikkat çekerken, uluslararası kredi piyasalarındaki sorunların sürdüğüne vurgu yaparak aşağı yönlü revize edilen büyüme tahminlerine vurgu yapmıştır. Son yayımlanan açıklamada bir öncekilerden en önemli farklılık enflasyon tahminine ilişkin bölümde ortaya çıkmıştır. Merkez Bankası enflasyonun Mart ayında

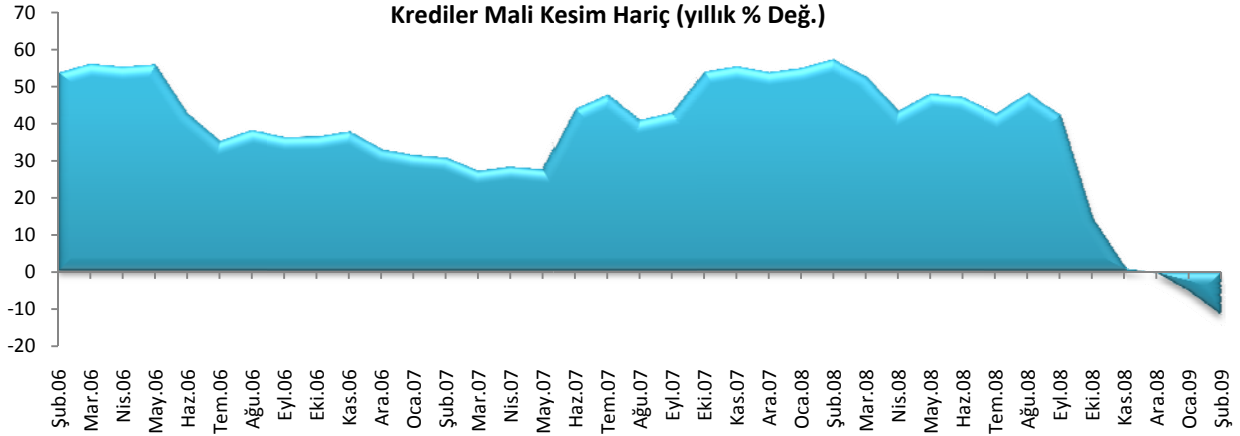
İşlenmemiş gıda fiyatlarındaki artıştan dolayı kısa süreli bir yükseliş gösterebileceğini belirtmiştir. Buna ek olarak, esas önemli vurgu, gevşek para politikasının enflasyonun yıllık hedefin altında gerçekleşme olasılığını önemli ölçüde azalttığı olmuştur.



Merkez Bankası'nın 2008 yılının son çeyreğinden itibaren uyguladığı gevşek para politikası reel faizlerin de önemli ölçüde gerilemesine neden olmuştur. Aynı dönemde, iç talepteki daralma ve petrol fiyatlarındaki gerileme enflasyon beklentilerinde düşüşe yol açmasına karşın, fazilerdeki sert indirimler reel faizlerin dip seviyelerine gerilemesine neden olmuştur.

Küresel krizin başladığı 2007 yılının ortasında %10 civarında olan reel faizleri ilk aşamada %8 seviyelerinde bir süre dengelenmesine karşın, son dönemde hızlı bir şekilde %4.5 seviyelerine kadar gerilemiştir. Cari işlemler açığındaki daralma dış finansman ihtiyacını bir miktar azaltsa da özellikle reel sektör fimalarının vadesi gelen dış borç geri ödemeleri hala ekonomi üzerinde önemli bir baskı yaratmaktadır. Küresel likiditenin daraldığı bir ortamda reel faizlerdeki düşüş döviz açığının finansmanı konusundaki endişeleri bir miktar arttırsa da ekonomilerde yılın ikinci yarısından itibaren bir düzelmeye başlayabileceği varsayımı altında Türkiye ekonomisinin çok önemli bir sorunla karşılaşması beklenmemektedir. Buna ek olarak, IMF'den sağlanacak bir kredi de bu alanda kısmi bir rahatlama yaratacaktır.

Daha önceki Aylık Raporlarımız'da da değindiğimiz gibi (Ocak 2009) Merkez Bankası'nın sert faiz indirimlerinin büyüme performansına yansımaları yakından takip edilmektedir. Bu çerçevede seri faiz indirimlerinin kredi piyasalarına yansımaları ilk takip edilecek noktalar olarak karşımıza çıkmaktadır. Ocak Raporumuz'da para politikasındaki gevşemenin kredi piyasalarındaki sert düşüşü bir miktar sınırladığı görülse de ekonomide temel bir düzelmeye ortaya çıkmaması ve işsizlikteki artışın ve buna bağlı olarak, iç talepteki daralmanın devam ediyor oluşu kredilerdeki daralmanın yeniden başlamasına neden olmuştur. Bununla birlikte, Mart ayında, faiz indirimlerinin devam etmesi ve uygulamaya konulan ekonomiyi canlandırma politikaları kredilerde bir miktar canlanmaya neden olabilir. Ancak bu durumun kalıcı olup olmayacağına yurtdışı koşullar belirleyici olacaktır.



Merkez Bankası'nın faiz oranlarını 100 baz puan indirdiği toplatisinin ardından yayımladığı yazılı açıklamada ölçülü faiz indirimlerinin ve gevşek para politikasının bir süre daha devam edebileceğini belirtmiştir. Küresel kriz ortamında makroekonomik göstergelerdeki bozulmanın devam ediyor oluşu faiz indirim sürecinin devam edeceği beklentisini desteklemektedir. daha önce de vurguladığımız gibi kurlarda görülebilecek herhangi bir yükseliş faiz indirim sürecinin önündeki en önemli risk unsuru olarak karşımıza çıkmaktadır:

Merkez Bankası'nın son açıklamalarında da değinildiği gibi uluslararası piyasalara bağlı olmak üzere yurtiçi ekonomik görünümde kalıcı bir düzelmeye başladığına dair işaretlerin geleceği döneme kadar para politikasındaki gevşemenin devam etmesi mümkün görünmektedir. Ancak yılın ikinci yarısından itibaren global piyasalarda bir düzelmeye görülmesi ve bu durumun Türkiye ekonomisine de yansımaları durumunda faizlerde yıl sonuna doğru bir yükseliş görülebilecektir. Sonuç olarak, büyüme kaygılarının ortadan kalması ve enflasyona odaklı bir para politikasının yeniden uygulanmaya başlamasıyla %10'lara gerileyen faizlerin yıl sonuna kadar yeniden %12.5 seviyesine yükselmesi beklenebilir.

Vakıfbank Hazine Başkanlığı, Ekonomik Araştırmalar Müdürlüğü olarak, 2009 yıl sonu TCMB gecelik borçlanma faiz oranı tahminimiz %12.5'tir.

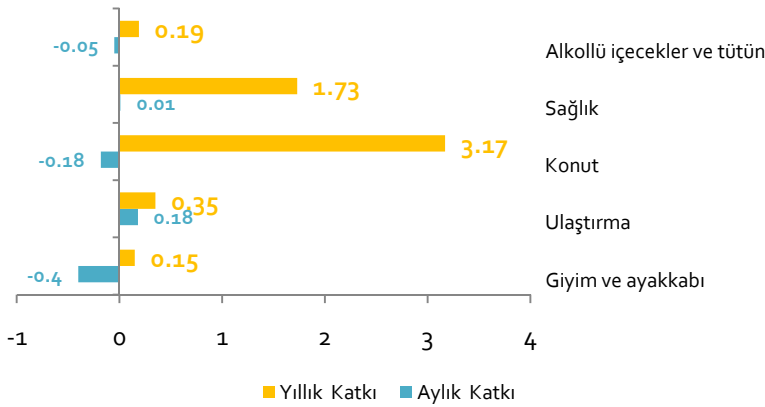
Şubat ayında TÜFE %0.34 geriledi.

% Değişim	TÜFE	ÜFE
(2003=100)	Şub.09	Şub.09
Bir önceki aya göre	-0.34	1.17
Bir önceki yılın Aralık ayına göre	-0.06	1.40
Bir önceki yılın aynı ayına göre	7.73	6.43
On iki aylık ortalamalara göre	10.41	12.63

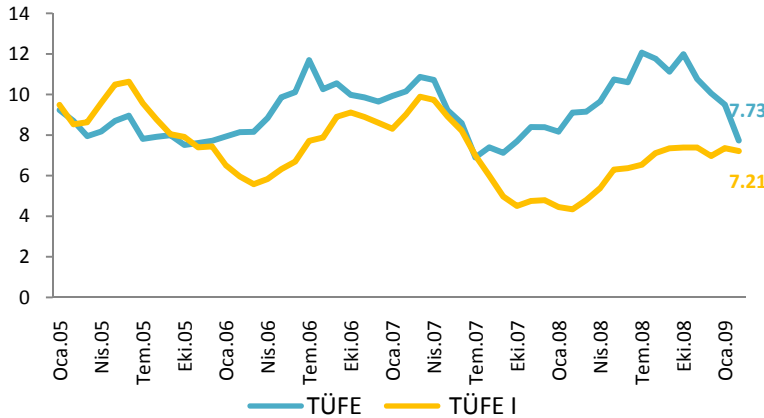
Kaynak:TÜİK

Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) tarafından açıklanan verilere göre, Şubat ayında Tüketici Fiyatları Endeksi (TÜFE) %0.34 oranında gerilerken, Üretici Fiyatları Endeksi (ÜFE) ise %1.17 oranında artış göstermiştir. Enflasyon rakamlarına yıllık bazda bakıldığında Şubat ayında enflasyon TÜFE'de %7.73'e; ÜFE'de ise, %6.43'e kadar gerilemiştir.

Aralık 2008'de Ana Harcama Gruplarının Enflasyona Yaklaşık Katkıları



giyim grubunda devam eden mevsimsel indirimlerden kaynaklanmaktadır. Diğer yandan enerji fiyatlarında yaşanan düşüşün hız kaybetmesi ve kurda görülen yukarı yönlü seyir ulaştırma grubunun Şubat ayındaki katkısının pozitif olarak gerçekleşmesine neden olmuştur. Alkollü içecekler ve tütünde ise değişim gerçekleşmemiştir.



Tüketici fiyatlarında Şubat ayında görülen düşüşün baz etkisiyle birleşmesiyle yıllık enflasyonda önemli bir gerileme yaşanmıştır. 2008 yılında %12'ler seviyesine yükselen yıllık enflasyon Şubat ayı itibariyle yükselen yıllık enflasyon Şubat ayı itibariyle %7.73'e düşmüştür. TÜFE'deki düşüşe karşın, çekirdek enflasyon olarak ifade edilen TÜFE-I endeksinde önemli bir değişim olmadığı görülmektedir.

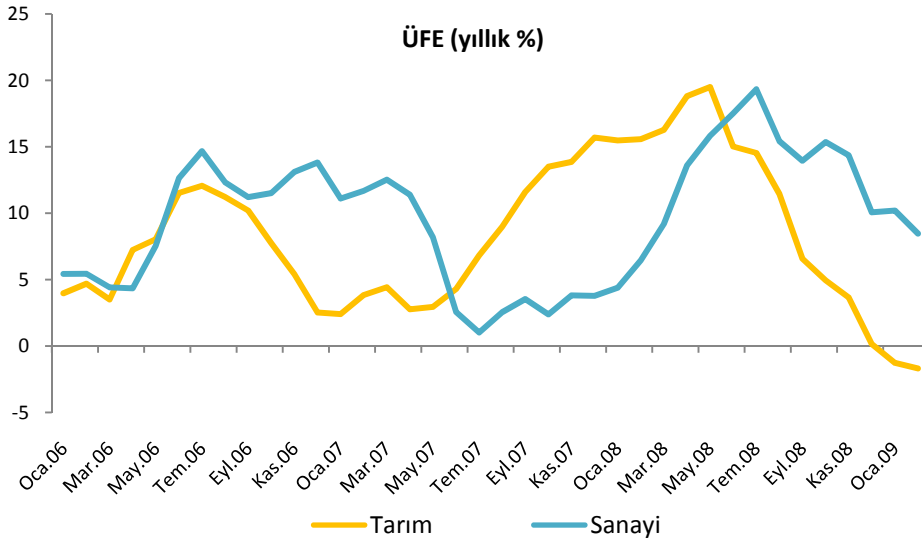
Şubat Ayı'nda ÜFE'deki % değişim

Sektörler	Sektör ağırlıkları	Bir önceki aya göre değişim	Yıllık değişim
GENEL	100	1.17	6.43
Tarım	19.84	1.63	-1.69
Sanayi	80.16	1.07	8.46

Kaynak:TÜİK

Türkiye İstatistik Kurumu verilerine göre, ÜFE, Şubat bir önceki aya göre %1.17 artarken; bir önceki yılın aynı ayına göre %6.43 artış göstermiştir. 12 aylık ortalamalara göre ise ÜFE, %12.63 oranında artmıştır. Aylık değişim tarım sektöründe %1.63, sanayi sektöründe %1.07 olarak gerçekleşmiştir. ÜFE sonuçları sanayinin alt sektörleri bazında değerlendirildiğinde bir önceki aya göre

endekslerin en fazla artış gösterdiği alt sektörler, elektrik, gaz üretimi ve dağıtımı (%10.02), ham petrol ve doğalgaz çıkarımı (%7.95), diğer ulaşım araçlarının imalatı (%6.65) sektörleri olmuştur. Sanayinin üç sektöründen elektrik, gaz, su sektöründe %8.76, madencilik ve taşocakçılığı sektöründe %2.76, imalat sanayi sektöründe %0.33 artış gerçekleşmiştir.



Geçmiş dönemde özellikle kuraklığın etkisiyle enflasyon artışında önemli rol oynayan gıda fiyatları ilkim koşullarındaki düzelmeye etkisiyle enflasyondaki gerilemeye katkı sağlayan bir konuma gelmiştir. Geçtiğimiz yılın ikinci yarısından itibaren gıda fiyatlarındaki düşüşle birlikte söz konusu ürün grubundaki yıllık enflasyon Şubat ayı itibariyle negatif gerçekleşmiştir.

2009 yılının başından itibaren düşüş trendinde olan işlenmemiş gıda fiyatlarında Mart ayındaki olası artış Merkez Bankası'nın faiz kararının ardından yayımladığı yazılı açıklamada da belirtildiği gibi enflasyonda kısa süreli bir artışa neden olabilecektir. Ancak bu durumun iç talepteki daralmanın sürdüğü bir ortamda petrol fiyatlarında bir sıçrama yaşanmaması durumunda kalıcı olmaması mümkün görünmektedir. Sonuç olarak, gerek yurtiçi gerekse yurtdışı koşullarda bir değişme olmaması ve iç talepteki daralmanın devam etmesi durumunda enflasyondaki gerileme en azından yılın ilk yarısında devam edebilecektir. Merkez Bankası ayrıca uygulanan gevşek para politikasının enflasyonun hedeflenen değerinin altında kalma olasılığını düşürdüğünü belirtmiştir. Ancak mevcut durumda yaşanan olağandışı koşulların (iç ve dış talep daralması, petrol fiyatlarında gerileme...) döviz kuru enflasyon geçişgenliğinde yarattığı düşüş söz konusu durumda bir değişiklik görülmesi durumunda kurların enflasyon üzerindeki baskısını arttırabilecektir. Sonuç olarak, Vakıfbank Ekonomik Araştırmalar Müdürlüğü olarak işlenmemiş gıda fiyatlarındaki geçici yükseliş ile birlikte Mart ayında TÜFE'nin %0.65 seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz.

Vakıfbank Hazine Başkanlığı, Ekonomik Araştırmalar Müdürlüğü olarak, 2009 yılı TÜFE artış oranı tahminimiz %7'dir.

Ocak ayında cari işlemler açığı 291 milyon dolar fazla verdi

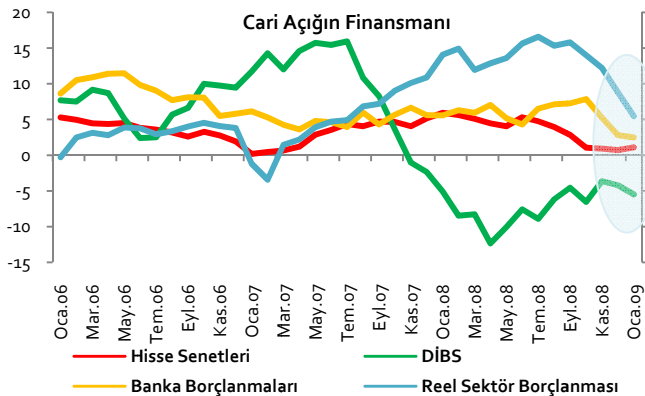
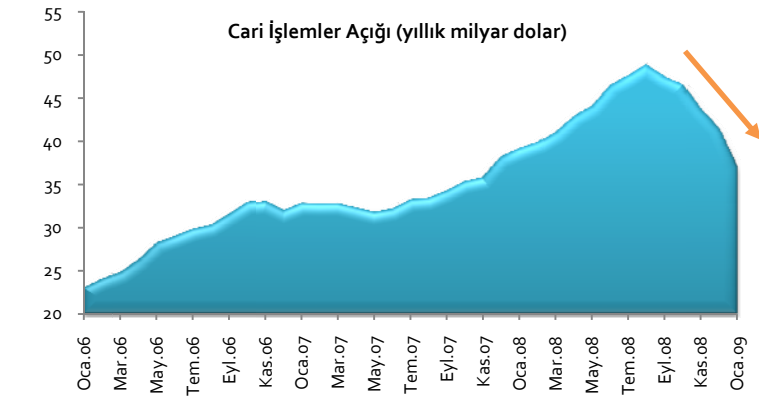
(Milyon dolar)	Ocak		
	2007	2008	Değ. (%)
Cari İşlemler Hesabı	-4,149	291	--
Dış Ticaret Dengesi	-4,601	-78	-98.3
İthalat	-15,241	-8,706	-42.9
İhracat	10,243	7,750	-24.3
Hizmetler Dengesi	465	368	-20.9
Gelir Dengesi	-165	-261	58.2
Cari Transferler	152	262	72.4
Finans Hesabı	6,888	-2,042	--
Doğrudan Yatırımlar	983	614	-37.5
Portföy Yatırımları	242	-841	--
Diğer Yatırımlar	2,387	-218	--
Net Hata Noksan	-2,065	1,727	--
Rezerv Varlıklar	-674	24	--
Resmi Rezervler	-607	24	--

Kaynak: TCMB

hizmetler dengesindeki döviz girişinin yatırımlarındaki kar transferlerini içine alan Gelir Dengesindeki döviz çıkışı, bir önceki yılın Ocak ayına göre, %58.2 oranında artarak 261 milyon dolara yükselmiştir.

Cari açığın sermaye ve finans hesabı incelendiğinde, uzun süredir görülen bozulmanın Ocak ayında da etkili olduğu görülmektedir. 2008 yılı Ocak ayında 6.9 milyar dolarlık fazla veren finans hesabı, 2009 yılı Ocak ayında 2.0 milyar

%20.9 oranında gerilemesine neden olmuştur. Doğrudan ve portföy



dolar açık vererek ciddi bir şekilde bozulduğunu göstermektedir. Doğrudan yatırımlar kalemi, bir önceki yıla göre %37.5 oranında azalma ile 614 milyon dolara gerilemiştir. 2007 yılı Ocak ayında 1.25 milyar dolarlık döviz girişi görülen Devlet İç Borçlanma Senetlerinde, yurtdışı piyasalarda iyice azalan risk iştahının etkisiyle 2009 yılı Ocak ayında 25 milyon dolar döviz çıkışına kadar gerilemiştir.

Sermaye ve finans hesabı içinde yer alan diğer yatırımlar kaleminde bulunan banka ve özel sektör borçlanmaları cari işlemler hesabının finansmanı

açısından önemini korumaya devam ederken, bankaların yurtdışına borç vermek veya borçlarını ödemek suretiyle döviz çıkışı gerçekleştirdiği görülmektedir. Bankalar alt kaleminde 2008 yılı Ocak ayında görülen 84 milyon dolarlık döviz girişi, 2009 yılı aynı ayında 236 milyon dolarlık döviz çıkışına dönüşmüştür. Mevduatlarda ise döviz çıkışı bir önceki yılın aynı ayına göre, %12.4 oranında azalarak 526 milyon dolara gerilemiştir.

Ocak aylarında genelde görülen yüksek cari açıkların yerini cari fazla alması ve Eylül 2004'ten beri görülen ilk fazlayı vermesi, yurtdışı piyasalarla birlikte Türkiye'nin de yaşanan krizden ciddi biçimde etkilendiğini göstermektedir. 2001 yılında Türkiye'de görülen krizin etkisiyle yükselen Dolar/TL kurunun ihracatı arttırmasıyla cari işlemler dengesinde fazla görülmüştü. Fakat, 2007 yılı Aralık ayında başlayan krizin ise, yurtdışı kaynaklı bir kriz olmasından dolayı azalan dış talep nedeniyle dış ticaret hacminde de ciddi bir azalma görülmesi cari işlemler dengesinde fazla verilmesine neden

olmuştur. Tüm dünyada etkili olan krizin, 2. Dünya Savaşı'ndan beri görülen en sert kriz olduğu düşünüldüğünde ve Dolar/TL kurundaki artışla birlikte emtia fiyatlarında görülen düşüş değerlendirildiğinde ithalatın düşmeye devam etmesi beklenebilir. Özellikle 2008 yılında sert bir şekilde artan cari açığın Ocak ayında olduğu gibi 2009 yılının ilk yarısında aylık bazda fazla vermeye devam etmesini bekliyoruz. Buna karşın son yarı yılda global piyasalardaki krizin dibi görülüp toparlanmasıyla birlikte, emtia fiyatlarındaki yükselişin etkisiyle, cari açığın artması mümkün olabilir. Bu varsayımlar altında 2009 yılı Haziran ayı itibarıyla 16 milyar doların altında bir cari açık görebilecek olmamıza rağmen yılın son döneminde artacak ithalatla, Vakıfbank Hazine Başkanlığı Ekonomik Araştırmalar Müdürlüğü olarak, 2009 yıl sonu itibarıyla cari işlemler açığı tahminimiz 16 milyar dolardır.

Vakıfbank Hazine Başkanlığı Ekonomik Araştırmalar Müdürlüğü olarak, 2009 yılı cari işlemler açığı tahminimiz 16.0 milyar dolardır.

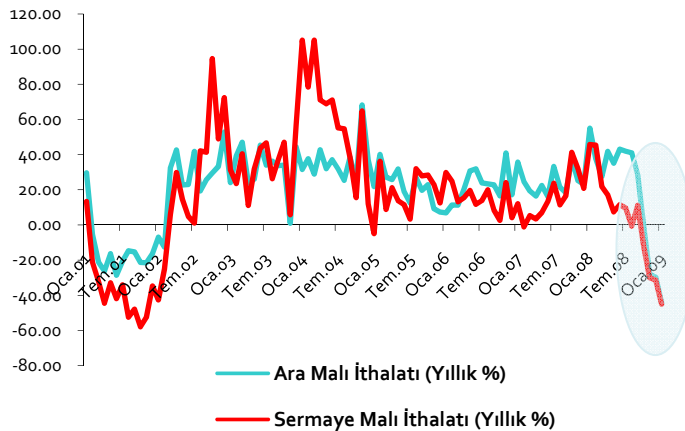
Dış ticaret açığı 2009 yılının ilk ayında %75.0 oranında daraldı

Ocak			
Milyon dolar	2008	2009	Değ. (%)
İhracat	10,626	7,891	-25.7
İthalat	16,339	9,271	-43.3
Dış Ticaret Dengesi	-5,713	-1,379	-75.9
Karşılama Oranı (%)	85.1	65.0	

TÜİK tarafından açıklanan Ocak ayı dış ticaret verilerine göre ihracat, bir önceki yılın aynı ayına göre %25.7 azalarak 7.9 milyar dolara, ithalat ise %43.3'lük azalışla 9.3 milyar dolara geriledi. Böylece, 2008 yılı Ocak ayında 5.7 milyar dolar olan dış ticaret açığı, 2009 yılının aynı ayında %75.9 azalışla 1.4 milyar dolara düşmüştür. İthalatta görülen azalışın ihracatta

görülen azalışın neredeyse iki katı seviyesinde olması, dış ticaret açığındaki söz konusu sert daralmaya neden olmuştur.

2009 yılı Ocak ayında ihracat fasıllar bazında incelendiğinde en yüksek paya sahip olan inci, kıymetli taş ve metal mamuller bir önceki yılın aynı ayına göre %5.2 oranında gerileyerek 1.035 milyar TL olmuştur. 2008 yılı Ocak ayında en yüksek paya sahip olan kara taşıtları ve aksamları fasılası ise, 2009 yılı Ocak ayında %60 oranında gerileyerek en yüksek paya sahip olan ikinci fasıla olmuştur. Üçüncü en yüksek paya sahip olan fasıla ise, %15.67'lik azalma gösteren örme giyim eşyası fasılası olmuştur. Artış gösteren fasıllar ise, canlı hayvanlar, hububat, tuz ve kükürt gibi fasıllar olurken, ihracattaki paylarının düşük olmasından dolayı etkisi sınırlı kalmıştır.



Sektörler bazında ithalat incelendiğinde, 2009 yılı Ocak ayında sektörlerin ithalattaki paylarında önemli bir değişim görülmemesine rağmen, bir önceki yılın aynı ayına göre ithalatta sektörler bazında ciddi yavaşlamanın devam etmesi dikkat çekmektedir. Aralık ayında bir önceki yılın aynı dönemine göre %30.5 azalan ara mali ithalatı, Ocak ayında %44.5 oranında azalış göstermiştir. Aralık ayında görülen %27.2'lik gerilemenin ardından Ocak ayında daha da düşerek %32.1 oranında azalan tüketim malları ithalatı Ocak ayında 1.064 milyar dolara gerilemiştir. Sermaye malları ithalatında da aynı şekilde Ocak ayında başlayan gerileme artarak devam etmiş, geçen yılın aynı ayına göre %7.3 olan azalış oranı

%47.2'ye yükselmiştir. Söz konusu ciddi gerilemelerin son dönemde global ekonomide görülen yavaşlamanın ithalatı ciddi şekilde etkilediğinin göstergesi olmuştur. Ayrıca, ithalatta petrol fiyatlarında görülen yatay seyre rağmen, petrol ithalatını içeren sektör olan mineral yağlar ve yakıtlar grubundaki yükselişin 2008 yılı Temmuz ayından beri devam ettiği dikkat çekmektedir. Bu fasılayı makineler, mekanik cihazlar, kazanlar ve aksam-parçaları, demir ve çelik, elektrikli makina ve cihazlar izlemiştir.

2008 Ocak ayında %51.4 olan Avrupa Birliği'nin ihracattaki payı 2009 Ocak ayında %43.1'e gerilemiştir. AB'ye yapılan ihracat, 2008 yılının aynı ayına göre %37.7 azalarak 3.4 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. 2009 Ocak ayında en fazla ihracat yapılan ülke İsviçre olmuştur. Bu ülkeye yapılan ihracat 2008 yılı Ocak ayına göre %8.9 artarak 811 Milyon Dolar olurken, İsviçre'yi sırasıyla Almanya, İtalya ve Irak takip etmiştir. İthalatta ise Rusya Federasyonu ilk sırada yer alırken Rusya'yı sırasıyla Almanya, Çin ve ABD izledi. Rusya'dan yapılan ithalat %36.8 azalarak 1.65 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.

2009 yılı Ocak ayına kadar ihracatta en yüksek paya sahip olan kara taşıtları fasılasının içinde bulunduğu krizin etkisiyle, otomotiv sektöründeki bazı üreticilerin üretimlerini durdurma kararı almalarıyla ciddi şekilde azalarak en yüksek paya sahip olan fasıladan en yüksek paya sahip olan ikinci fasıla olmuştur. Söz konusu durumun bir süre daha devam etmesi beklenmektedir. Bunun yanında global piyasalardaki krizin, ihracat ve ithalat yaptığımız ülkeleri iyice etkilemeye başlamasının etkisiyle Türkiye dış ticaret hacminde ciddi gerileme görülmektedir. Söz konusu gerilemenin, krizin 2009 yılının tamamında etkili olacağı senaryosu altında daha da azalarak devam etmesi beklenirken, 2009 yılının ortasında sona ermesi durumunda ise, son çeyrek dış ticaret hacminde ciddi bir yükseliş yaşanabilir.

Merkezi yönetim bütçesi 2009 yılının Şubat ayında 7.4 milyar TL açık vermiştir

(Milyon YTL)	Şubat			Ocak-Şubat			Hedef	Ger.Oranı(%)
	2008	2009	Reel Değ. (%)	2008	2009	Reel Değ.(%)		
Bütçe Harcamaları	16.608	25.808	44.2	32.913	44.604	25.8	259.156	17.2
Faiz Dışı Harc.	11.893	15.950	24.5	23.916	30.963	20.2	201.656	15.4
Personel ve SGKDP	4.339	4.772	2.1	9.802	11.309	7.1	64.454	17.5
Mal ve Hizmet Al.	1.193	1.481	15.2	2.252	2.577	6.2	25.454	10.1
Cari Trans.	5.643	8.777	44.4	10.780	15.944	37.3	87.956	18.1
Sermaye Giderleri	117	314	148.5	133	323	125.2	14.839	2.2
Faiz Harcamaları	4.714	9.859	94.1	8.998	13.642	40.7	57.500	23.7
Bütçe Gelirleri	17.628	18.415	-3.0	33.410	34.245	-4.9	248.758	13.8
Vergi Gelirleri	15.177	13.805	-15.6	29.336	27.630	-12.6	202.090	13.7
Diğer Gelirler	2.452	4.611	74.6	4.074	6.615	50.7	40.867	16.2
Bütçe Dengesi	1.021	-7.393	-772.3	496	-10.359	-2037.3	-10.398	99.6
Faiz Dışı Denge	5.735	2.466	-60.1	9.494	3.282	-67.9	47.102	7.0

Kaynak:MaliyeBakanlığı

2008 yılının Şubat ayında 1 milyar TL açık veren merkezi yönetim bütçesi, 2009 yılının aynı ayında 7.4 milyar TL açık vermiştir. Böylece, yılın ilk iki ayı itibariyle oluşan bütçe açığı 10.4 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. 2008 yılının Şubat ayında 5.7 milyar TL olan faiz dışı denge ise, 2009 yılının aynı döneminde 2.5 milyar TL olmuştur. Böylece faiz dışı denge 2008 yılının ilk iki ayındabir önceki yılın aynı dönemine göre %68 oranında gerileyerek 3.3 milyar TL olarak gerçekleşirken 47.1 milyar TL olarak belirlenen yıl sonu hedefinin %7'sine ulaşmıştır.

Şubat ayında bütçe gelirleri bir önceki yılın aynı ayına göre reel olarak %3 gerilerken, bütçe harcamaları %44.2 oranında artmıştır. Bütçe harcamalarındaki yüksek oranlı artışta, özellikle faiz harcamalarındaki %94.1 oranında artış etkili olurken, faiz dışı harcamalar %24.5 oranında artış göstermiştir. Faiz dışı harcamalar kaleminde en yüksek artış kamunun yatırım harcamalarındaki artıştan kaynaklanan sermaye giderleri kaleminde gerçekleşmiştir. Söz konusu dönemde sermaye giderleri %148.5 oranında artarken, cari transferler de %44.4 , mal ve hizmet alımlarında %15.2, personel giderlerinde %2.1 oranında artış yaşanmıştır. Faiz giderlerindeki yüksek oranlı artış ise borç stokunun vade yapısına bağlı olarak gerçekleşen dönemsel bir olaydan kaynaklanmıştır.

Bütçe gelirlerindeki gerilemede, vergi gelirlerinde görülen %15.6'lık azalış etkili olurken, dünya genelinde ve yurt içi ekonomik büyümede yaşanan sıkıntılar dikkate alındığında vergi gelirlerindeki azalışın önümüzdeki aylarda da devam etmesi ihtimali artmaktadır. 2009 yılının Şubat ayı bütçe sonuçları bir önceki yılın aynı dönemine göre karşılaştırıldığında bütçe performansındaki bozulma dikkati çekerken, 2009 yılının Mart ayında yapılacak yerel seçimler öncesi harcamaların artma olasılığı dikkate alındığında, önümüzdeki aylarda bu bozulmanın artarak devam etmesi beklenmektedir.

Maliye Bakanlığı'nın 2009 yılına ilişkin bütçe öngörülerinde, bütçe açığının GSYİH içindeki payı %1.2'ye düşürülmüş, faiz dışı fazlanın GSYİH içindeki payı ise %3.5 seviyelerine çekilmiştir. Bütçe büyüklükleri dikkate alındığında, 2009 yılında bütçe gelirlerinin vergi gelirlerindeki %20.2'lik artış beklentisi sonucunda bir önceki yıla göre %19.1, bütçe giderlerinin

ise %14,7 oranında artması öngörülmüştür. Bu öngörüler %4 büyüme ve %7.5 oranında enflasyonun gerçekleştiği bir durum için yapılan tahminler olup, küresel krizin olumsuz etkilerinin 2008'in üçüncü çeyreğinden itibaren Türkiye'de çok daha fazla hissedilmeye başlanması ve 2009 yılında da olumsuz etkilerinin devam etmesi nedeniyle büyümede istenilen performansın yakalanamaması ve vergi gelirlerindeki zayıf seyrin sürmesi durumunda, bütçe kalemlerinde önemli sapmalar meydana gelebilecektir.

Merkezi Yönetim Borç Stoku Ocak ayında 391.1 milyar TL olarak gerçekleşmiştir

Finansman Programı (Milyar YTL) Mart		
Ödemeler		6.0
İç Borç		4.1
Dış Borç		1.9
Finansman		6.0
Piyasadan İhale Yoluyla İç Borçlanma		2.5
Kamuya Satışlar		0.4
Dış borçlanma		0.0
Diğer finansman		3.1
Faiz Dışı Denge		-1.1
Özelleştirme		1.7
Kasa-Banka		2.5

Hazine Müsteşarlığı Mart ayına ait "İç Borçlanma Stratejisi"ne göre, Mart ayında iç piyasalara yapılacak 3.7 milyar TL'lik itfaya karşılık, iç piyasalardan ihale yoluyla 2.5 milyar TL tutarında borçlanma yapılmasını öngörürken, 9 Mart'ta 6 vadeli, 10 Mart'ta ise 12 ay vadeli TL cinsi iskontolu bono ihaleleri düzenlemiştir. Hazine Mart ayında gerçekleştirdiği ihalelerde 3.5 milyar TL borçlanma gerçekleştirmiştir. Böylece iç borç çevirme oranı Mart ayında %85.4 olarak

gerçekleşmiştir.

Hazine Müsteşarlığı tarafından açıklanan verilere göre, 2009 yılı Ocak ayında Merkezi Yönetim Borç Stoku, bir önceki

Merkezi Yönetim Borç Stoku (milyar YTL)	2007	Ara.2008	Oca.2009
Toplam Borç Stoku	333.4	380.1	391.1
İç Borç Stoku	255.3	274.8	279.2
Dış Borç Stoku	78.1	105.3	111.9

aya göre 11 milyar TL artarak, 391.1 milyar TL'ye (239.3 milyar dolar) ulaşmıştır. Söz konusu artışın, 4.4 milyar TL'si iç borç stokundaki artıştan, 6.6 milyar TL'si ise dış borç stokundaki artıştan kaynaklanmıştır. Merkezi Yönetim Borç Stokunun TL-YP ayrımı incelendiğinde, TL cinsinden borcun toplam borç stoku içindeki payı 2009 yılı Ocak

ayında bir önceki aya göre bir miktar gerileyerek %65.2 olarak gerçekleşmiştir.

Merkezi Yönetim İç Borç Stoku, 2009 yılının Ocak ayında, 2008 yıl sonuna göre 4.4 milyar TL artarak 279.2 milyar TL (170.8 milyar dolar) olmuştur. İç borç stokunun %23.7'sini kamuya, %76.3'ünü ise piyasaya yapılan borçlar oluştururken, Aralık ayında kamuya yapılan borçların payı bir miktar azalma göstermiştir. Aralık ayında, sabit faizli iç borç stokunun, toplam iç borç stoku içindeki payı %51 olarak gerçekleşirken, toplam iç borç stokunun TL-YP ayrımında ise TL cinsinden borçlanmanın payı %91.3 olarak gerçekleşmiştir.

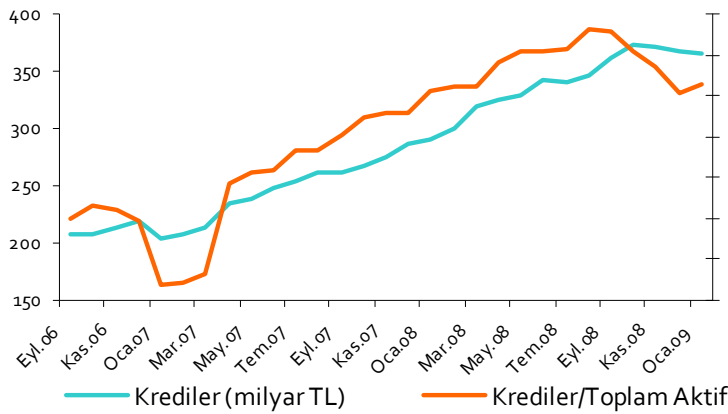
Merkezi Yönetim Dış Borç Stoku ise, 2009 yılının Ocak ayında, 2008 yıl sonuna göre 6.6 milyar TL artarak 111.9 milyar TL (68.4 milyar dolar) olarak gerçekleşmiştir.

Türk bankacılık sektöründeki nakit rezervlerde %15.30 oranında azalmıştır

Bankacılık Sektörü Bilançosu	Değişim (%)				
(Milyon YTL)	Ara.07 (1)	Ara.08 (2)	Oca.09(3)	(3)-(1)	(3)-(2)
Nakit Rezervler	60.272	94.686	80.198	33.06	-15.30
Men.Değ. Port.	164.727	193.988	199.664	21.21	2.93
Krediler	285.653	367.445	365.518	27.96	-0.52
Duran Aktifler	20.915	22.723	22.768	8.86	0.20
Diğer Aktifler	49.857	53.660	54.907	10.13	2.32
Toplam Aktif	581.424	732.502	723.055	24.36	-1.29
Mevduat	356.865	454.599	454.315	27.31	-0.06
Mevduat Dışı Kayn.	148.866	191.501	180.697	21.38	-5.64
Özkaynaklar	75.693	86.402	88.043	16.32	1.90
Toplam Pasif	581.424	732.502	723.055	24.36	-1.29

Kaynak: BDDK

Türk bankacılık sektörünün toplam aktifleri, son bir ayda TP aktiflerin %1 oranında artmasına rağmen YP aktiflerin %21.8 azalmasına bağlı olarak, %15.30 oranında azalarak 2009 yılı Ocak ayı itibariyle 723.055 milyar TL'ye ulaşmıştır. Aralık ayında bir önceki aya göre, %0.70 oranında azalan krediler, Ocak ayında bir önceki aya göre, %0.52 oranında azalmıştır. Krediler toplam aktiflere göre daha yüksek oranda azaldığı için, kredilerin toplam aktifler içindeki payı %50.2'den %50.6'ya yükselmiştir. Menkul değerler portföyü, son bir aylık dönemde %2.93 oranında artarken, son birkaç aydır değişim görülmeyen duran varlıklarda ise, Ocak ayında %0.2 artış yaşanmıştır. Ayrıca, nakit rezervler kalemi Ocak ayında, Merkez Bankasından alacakların %53 oranında azalmasının yanısıra diğer alt kalemlerin de ortalama olarak %1 oranda azalmasının etkisiyle %15.30 gibi yüksek oranda azalmıştır. Fakat söz konusu kalem, Bankalardan alacakların %21 oranında artmasının etkisiyle, %23 oranında artış göstermiştir. Böylelikle, Ocak 2009 itibariyle nakit rezervlerin toplam aktifler içerisindeki payı %12.9'dan %11.1'e gerilemiştir. Menkul değerler portföyünün toplam aktifler içindeki payı ise %26.48'den %27.61'e yükselmiştir. Menkul değer portföyünün kredilere oranla artması bankacılık sektöründe fonun kredi riski yerine daha sağlam kabul edilen devlet borçlanma senedini tercih edildiğine işaret etmeye devam etmektedir.



Ocak 2009 ayı itibariyle son bir aylık dönemde YP kredilerde yükseliş görülmesine rağmen TP kredilerde görülen azalış, toplam kredi hacminin Aralık ayında 367.4 milyar TL'den 365.5 milyar TL'ye gerilemesine neden olmuştur. YP krediler %2.3 artarken TP krediler %1.7 azalmıştır. 2008 yılında iyice etkisini hissettiren krizin etkisiyle 2008 yılının son çeyreğinde başlayan kredilerdeki düşüş 2009 yılı Ocak ayı itibariyle devam etmiştir. Bu da krizin gecikmeli olarak bankacılık sektörünü etkilemeye başladığına işaret etmektedir. İşletme kredileri, yatırım kredileri ve

ihracat kredileri toplam krediler içerisindeki payını korumasına rağmen, ithalat kredilerinde ve diğer kredilerde görülen azalma toplam kredilerin azalmasına katkı sağlamıştır. Ocak ayı itibariyle son bir aylık dönemde tüketici kredilerinde görülen %0.87'lik azalışın kredi türlerindeki dağılımına bakıldığında, konut kredilerinin %0.49, taşıt kredilerinin ise %4.28 oranında azaldığı dikkat çekmektedir. Ayrıca ihtiyaç kredilerinde %0.8 oranında azalış görülürken, diğer krediler de %0.5 oranında azalmıştır. Ayrıca bu dönemde takipteki tüketici kredilerinin (brüt) toplam tüketici kredileri içerisindeki payı Aralık 2008 itibariyle %2.48 iken Ocak ayında bu oran %2.7'ye yükselmiştir. Toplam krediler içerisindeki payı ise %0.55'den %6'ya yükselmiştir. Bankacılık sektörünün KOBİ'lere 83,5 milyar TL nakdi kredi, 31,5 milyar TL gayri nakdi kredi kullandığı; KOBİ'lere kullanılan kredilerin 4,6 milyar TL'lik tutarının takibe düştüğü görülmektedir.



Bankacılık sektörünün Eylül ayı itibarıyla fon kaynakları incelendiğinde, kaynakların %87.8'inin yabancı kaynaklardan; %12.2'sinin ise özkaynaklardan oluştuğu görülmektedir. Ocak ayında bir önceki aya göre, mevduatta %0.06 oranında azalış yaşanırken, mevduat dışı kaynaklar ise %5.64 oranında azalmıştır. Söz konusu azalış repo işlemlerinden sağlanan fonlarda görülen %25'e yakın azalışın yanısıra bankalara borçlar ve diğer pasifler alt kalemlerinde görülen azalışlardan kaynaklanmıştır. Mevduattaki bu artışın bileşimine bakıldığında ise, YP mevduatta %1.23 oranında artış görülmesine karşın, TP mevduatta, %0.78 oranında azalış görülmektedir. Yani, mevduatın para cinsinden kompozisyonunda YP lehine bir gelişme görülmektedir. Özkaynaklar ise, söz konusu dönemde %1.90 oranında artmıştır. Bankaların en büyük fon kaynağı durumunda olan mevduatın bankacılık sektörü toplam pasifleri içindeki payı %62.8 seviyesinde gerçekleşmiştir. Bankacılık sektörü yabancı kaynakları açısından incelendiğinde, bankalara borçlar kaleminin mevduatın ardından %12.7'lik pay ile ikinci sırada yer aldığı görülmektedir.

Sektörün bilanço büyüklüğü son bir aylık dönemde %1.29 oranında azalırken, mevduat hacminin %0.06 oranında azalması sektörün temel fon kaynağı olan mevduatın fon kaynakları içindeki payının %62.1'den %62.8'e yükselmesine neden olmuştur.

Bankacılık sektörünün yurt dışından sağladığı sendikasyon kredileri, Ekim ayından itibaren başladığı düşüğe Ocak ayında da devam ederek Ocak 2009 itibarıyla sendikasyon kredileri bir önceki aya göre %4.97 oranında azalarak 10.6 milyar dolara gerilemiştir. Söz konusu düşüş, global kredi daralmasının etkilerinin Türk bankalarına da yansıdığını gösteren bir diğer işaret olmuştur. Söz konusu azalışın mevduat bankaları aracılığıyla yaşandığı görülmektedir. Aynı dönemde seküritizasyon kredilerinin ise, aylık bazda %3.4 oranında arttığı ve 12.8 milyar dolar seviyesinde gerçekleştiği görülmekte olmasına rağmen bir önceki yılın aynı dönemi ile karşılaştırıldığında seküritizasyon kredilerinin %1.98 oranında azalması dikkat çekmektedir.

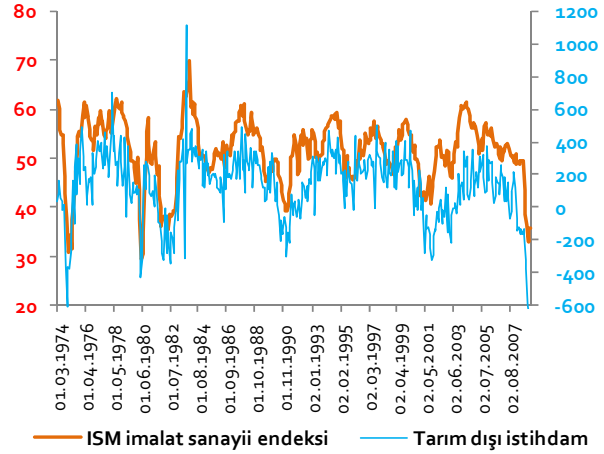
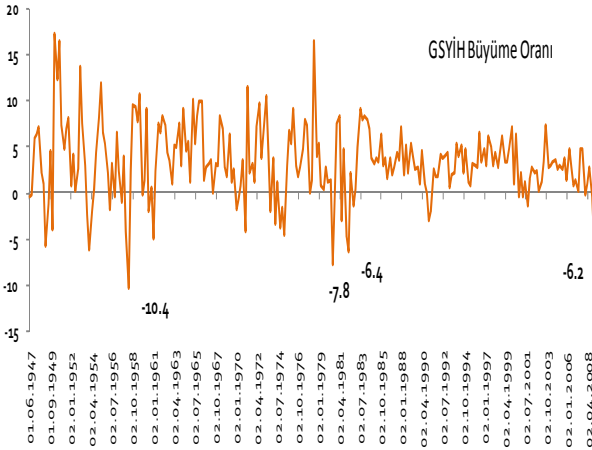
Sektör özkaynakları incelendiğinde, son bir aylık dönemde, dönem karında %88 oranında görülen azalışa rağmen geçmiş yıllardan kalan zararın %75.7 oranında azalmasının ve ödenmiş sermaye ve yedek akçelerde görülen az miktarlı artışın etkisiyle özkaynaklar son bir aylık dönemde %1.90'lık bir artarak 86.4 milyar TL'den 88.0 milyar TL'ye yükselmiştir.

Sektörün net dönem karı Ocak ayında, geçen yılın aynı ayına göre, %22.2 oranında artmasına karşın bir önceki aya göre %88.1 oranında azalmıştır. Böylelikle Ocak 2008 yılında 1.3 milyar TL olarak gerçekleşen net dönem karı, Ocak 2009 yılında 1.6 milyar TL'ye yükselmiştir. Son bir aylık dönemde, toplam faiz gelirlerinde %26.9'lık artışa paralel bir şekilde toplam faiz giderlerinde görülen %33.5'lik artış görülmüştür.

Özkaynak karlılığı, incelenen dönemde bir önceki yılın aynı dönemine göre yaklaşık 10 baz puan artarak %1.84 seviyesinde gerçekleşmiştir. Aktif karlılığı ise bir önceki yılın aynı dönemine göre neredeyse değişmeksizin incelenen dönemde %0.28 seviyesinde gerçekleşmiştir. 2008 yılı Ocak döneminde 426.5 milyar TL seviyesinde olan toplam bilanço dışı işlemler, %17.2 oranında artarak 2009 yılının aynı döneminde 500.1 milyar TL seviyesine yükselmiştir. Son bir aylık dönemde yasal özkaynak %1.5 oranında artarken, risk ağırlıklı kalemler %2.6 oranında artmıştır. Bunun sonucunda da, sermaye yeterliliği standart rasyosu, son bir aylık dönemde yaklaşık 20 baz puan azalarak, incelenen dönemde %17.79 seviyesine gerilemiştir.

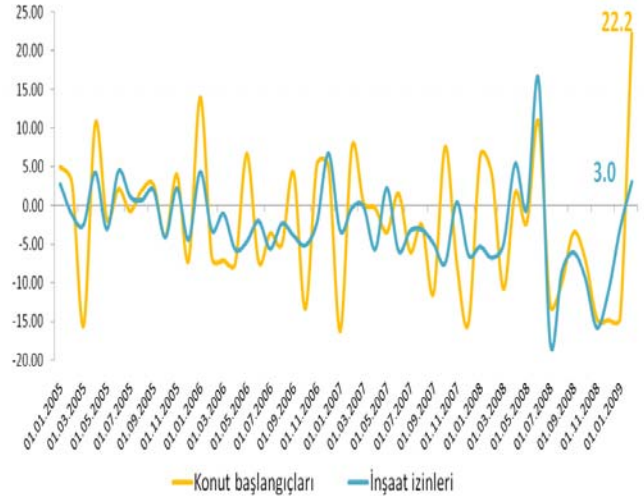
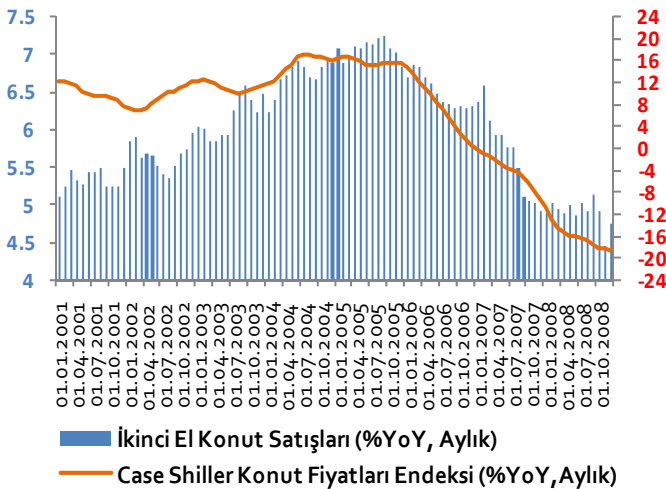
ABD, küresel finansal krizin kaynağı finansal kesimi düzelterek en uygun planı aramaktadır.

Geçtiğimiz ay ABD’de reel ve finansal ekonomiye ilişkin açıklanan veriler resesyona derinleştiğini yansıtmaktadır. ABD’de 4. çeyrekte Gayri Safi Yurtiçi Hasıla’daki (GSYH) daralma, önceki açıklamadaki %3.8 seviyesinden %6.2’ye revize edilmiştir. Böylece, resesyondaki ABD ekonomisi ihracatın ve tüketim harcamalarının hızla azaldığı Ekim-Aralık döneminde 4. çeyrek büyüme verisi ile son 28 yılın en hızlı daralmasını yaşamıştır. Böylece, ABD ekonomisi 2008 yılının genelinde %1.1 ile 2001’den bu yana en yavaş büyümeyi sergilemiştir. ABD Çalışma Bakanlığı ise, Şubat ayında tarım dışı istihdamın 651 bin ile beklentiler doğrultusunda azalış gösterdiğini açıklayarak, işsizlik oranının %8.1 ile son 25 yılın en yüksek seviyesine çıktığını açıklamıştır. Bununla birlikte, Ocak ve Aralık ayı tarımdışı istihdam rakamlarında aşağı



yönlü ciddi düzeltmeler yapılmıştır. Buna göre; Aralık ayında 681 bin azalış gösteren tarımdışı istihdam verisi, 1949’dan bu yana en keskin düşüşünü yaşamıştır. ABD’de sanayi üretimi ise son altı ayda beşinci kez gerileyerek Ocak ayında %1.8 düşüş gösterirken, kapasite kullanım oranı Ocak ayında %73.3’ten %72’ye gerileyerek Şubat 1983’ten beri en düşük seviyesine gerilemiştir. Bu durum, ekonominin dinamiğini oluşturan sermaye yatırımlarının gerilemesine de yol açmaktadır.

Ekonominin gidişatına yönelik öncü gösterge olarak takip edilen konut piyasasına ilişkin veriler de umutları yeşerten önceki verilerin aksine karamsar bir tablo çizmiştir. ABD’de Ocak ayı ikinci el ev satışları %5.3 düşerek mevsimsel olarak son 12 yılın en düşük satışları ile yıllık 4.49 milyona gerilemiştir. Bu gelişme, Aralık ayında %18.5 gerileyen Case Shiller



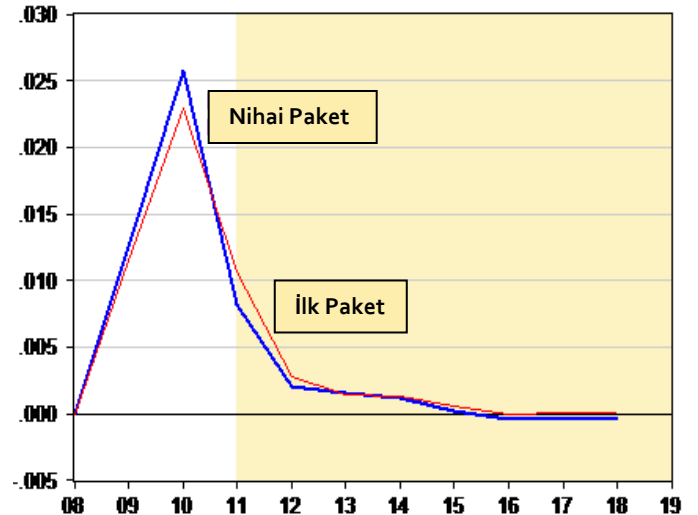
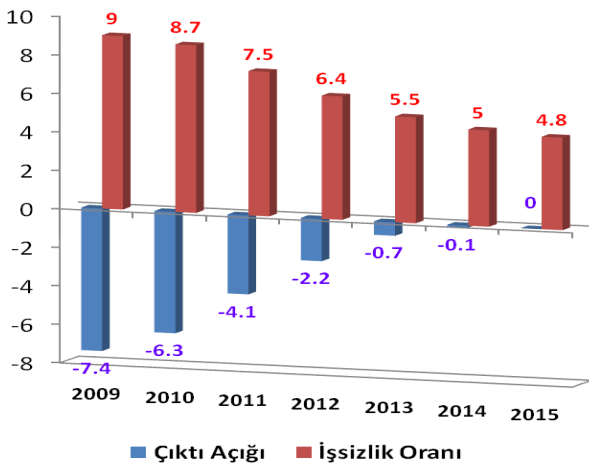
konut fiyatlarıyla birlikte değerlendirildiğinde konut piyasasındaki daralmanın sürdüğüne işaret etmektedir. Bu durum, Ocak ayında konut fiyatlarının daha da düşmesine neden olabilecektir. Yeni konut satışları da yıllık bazda %10.2 azalarak son beş yılın en düşük seviyesine gerilemiştir. Böylece, yeni konut satışlarında 1963 yılından beri görülen en sert düşüş gerçekleşmiştir. Bu koşullarda, Başkan Obama’nın konutlara icra yoluyla el konulmasının önüne geçmek için hazırladığı 275 milyar dolarlık konut programının etkilerinin ise ancak Mart ayından itibaren hissedilmeye başlanacağı belirtilmektedir. Resesyona ortamındaki ABD’de ev değerleri 2008 yılında 2.4 trilyon dolar azalırken, 8.3 milyon mortgage sahibinin son çeyrekte mülklerinin değerinden daha fazla kredi borcu olduğu bildirilmiştir. İşsizlik oranındaki artış, konut fiyatlarındaki gerileme ve hisse senedi piyasalarının son 12 yılın en düşük seviyesine gerilemesinin konut sektörünü olumsuz etkilediği düşünülmektedir. Bu gelişmelerle ABD’de tüketici güven endeksi

Şubat ayında 25 puanla 35.5 olan beklentilerin ciddi biçimde altında açıklanarak tarihinin en düşük seviyesine gerilemiştir. ISM hizmetler endeksi ise Şubat ayında 42.9'dan 41.6'ya gerileyerek, 2009'un ilk çeyreğinde ABD ekonomisindeki daralmanın daha sert olabileceği beklentisini desteklemiştir. Bu arada, ABD Ticaret Bakanlığı verilerine göre, konut başlangıçları piyasalardaki beklentinin aksine %22.2 artarak 583 bin olmuştur. Ayrıca, Şubat ayında inşaat izinleri de yine beklentilerin aksine %3.0 artış göstermiştir. Piyasalarda izinlerin %4.9 düşüşle 505 bine gelmesi bekleniyordu. Son dönemde çok volatil (değişken) bir seyir izleyen konut başlangıçlarındaki artışta apartman tipi konutlarda görülen artış etkili olurken, müstakil konut tipinde ise çok az bir artış meydana gelmiştir. %22.2'lik sürpriz artış piyasalarda olumlu karşılansa da, gerek bu verideki volatilitenin fazla oluşu gerekse de yıllık bazda gerilemenin devam ediyor oluşu konut sektöründeki sorunların tamamen sona ermediği anlamına gelmektedir.

ABD'de tüketim harcamaları ve tasarruflardaki düzeltmenin de sürdüğü görülmektedir. ABD'de ekonomiyi canlandırma paketi çerçevesinde artan transfer harcamalarının kişisel gelirleri Ocak ayında %0.4 artırmasıyla tasarruf oranı Ocak ayında %5.1 ile son 14 yılın en yüksekine çıkmıştır. Ayrıca, Ocak ayında ABD kişisel tüketim harcamaları beklentilerin aksine %0.6 artarken, Haziran ayından bu yana ilk defa tüketim harcamaları hem nominal hem de reel olarak artmıştır. Bu durum, olumlu bir sinyal olarak algılanabilir mi? Öncelikle, tasarruf oranındaki bu artışın hanehalkının tasarruf eğilimini artırdığı anlamına gelmediği düşünülmektedir. Tasarruflar, net servetteki değişim olarak değerlendirildiğinde, hisse senetlerinde %50, konut fiyatlarında %25 düşüşün gerçekleştiği koşullarda net servetin ciddi biçimde aşınmış olduğu ortaya çıkmaktadır. Bu nedenle, hanehalkının borçluluktan kurtulma sürecinde net servetlerini artırabilmeleri için tasarruf oranının şimdiki düzeyinden çok daha fazla olması gerekmektedir. Diğer bir değişle, hanehalkının uzun vadede reel tüketim harcamalarını azaltma eğilimini sürdürebileceği düşünülmektedir.

Ocak ayında tüketici fiyatları ise %0.3 artış gösterirken, gıda ve enerji fiyatlarının ayrı tutulduğu çekirdek enflasyon %0.2 artış göstererek son 4 yılın en düşük seviyesi ile yıllık %1.7 artmıştır. Son 53 yılın en düşük seviyesinde bulunan yıllık TÜFE ise değişmemiştir. ABD'de üretici fiyatları ise, petrol ve diğer enerji ürünlerindeki hızlı fiyat artışlarının etkisiyle, Ocak ayında %0.8 artarken, çekirdek üretici fiyatları ise %0.4 artmıştır. ABD Merkez Bankası Federal Açık Piyasa Komitesi'nin (FOMC) 27-28 Ocak tarihlerinde yaptığı toplantının tutanaklarına göre, FED yetkilileri 2009'da çekirdek enflasyonun %0.9-1.1 seviyesine gerilemesini ve önümüzdeki yıllarda da azalmaya devam etmesini beklemektedir. Bu durum ABD'de deflasyon kaygılarını artırırken, toplam talebin daha da daralmasına yol açmaktadır. Bu nedenle FOMC, 2009 yılında ABD ekonomisinin %0.5 - 1.3 aralığında küçüleceğini, toparlanmanın ise ancak 2010'da gerçekleşebileceğini tahmin etmektedir. FED, uzun vadede ise büyümenin %2.5-2.7 aralığında olacağını öngörmektedir. FED yetkilileri, 2009 için işsizlik oranı %8.8'e yükseltirken, işsizlik oranının 2010'da %8.0-8.3, 2011'de ise %6.7-7.5 seviyesine gerilemesini beklemektedir. Bununla birlikte, piyasanın işsizlik oranı beklentileri 2010 yılı için %10-11 seviyelerinde olduğu için, FED'in beklentileri oldukça iyimser kalmaktadır.

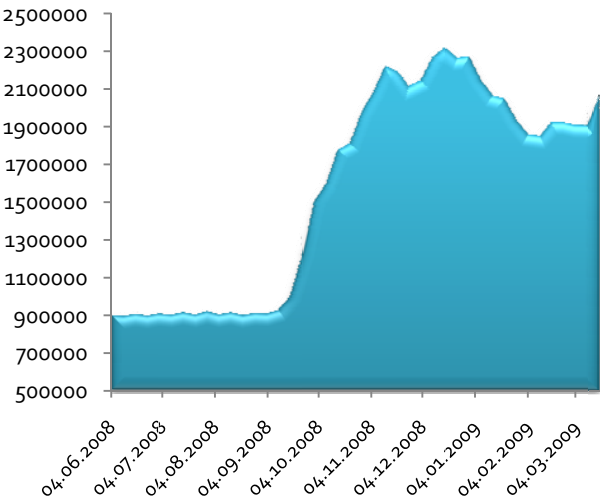
ABD'de bankacılık kesiminde geniş paya sahip olan büyük bankaların zararlarıyla, bankacılık kesimi son 18 yıldır ilk kez 2008'in son çeyreğinde 26.2 milyar dolar ile zarar açıklamıştır. FED Başkanı Bernanke bankacılık sisteminin desteklenmedikçe, ekonomiyi büyümeye yöneltecek diğer mali ve parasal tedbirlerin başarısızlığa uğrayacağını savunmuştur. Bu nedenle FED, enflasyon kaygılarını geri planda tutarak, ekonomiyi canlandırmanın yollarını aramaktadır. FED Başkanı Bernanke, finansal istikrara kavuşmadan ekonomide sürdürülebilir toparlanmanın yakalanamayacağını, sistemik riskleri izleyen ve gereken önlemleri alan bir üst kurulun oluşturulmasının gündeme gelebileceğini belirtmiştir. Bernanke ayrıca, kaçışa açık para piyasası yatırım fonlarının dayanıklılığını artırmayı ve devletin sistemik açıdan önemli finans kuruluşlarının taahhütlerini karşılayabildiğinden emin olunması gerektiğini bildirmiştir. Bernanke ayrıca, resesyon ve finans piyasalarındaki kriz nedeniyle politika yapıcılarının sözlerinin tek başına güven vermek için yeterli olmadığını ifade etmiştir.



Yavaşlayan küresel ekonomi koşullarında Aralık ayında dış ticaret açığı 39.9 milyar dolarla son 6 yılın en düşük seviyesine gerilemiştir. Böylece, 2008 yılında dış ticaret açığı 677.1 milyar dolar olmuştur. Ekonomiyi canlandırmak için program dahilinde yapılan harcamaların ve azalan vergi gelirlerinin etkisiyle bütçe açığı ise Ocak ayında 83.8 milyar dolara yükselmiştir. Ocak ayı verileri ile ABD bütçe açığı 1 Ekim'de başlayan mali yılın ilk dört ayında 569 milyar dolara ulaşmıştır. Bu dönemde bütçe açığının artmasında, harcamaların artış göstermesine karşılık, şirketlerden alınan gelir vergisinin son dört ayda bir önceki yıla göre %44.3 azalmasının etkili olduğu düşünülmektedir. Obama hükümetinin Kongre'ye gönderdiği bütçe programında, 2010 yılı için 1.17 trilyon dolar bütçe açığı öngörülmektedir. Obama yönetiminin görev süresinin dolacağı 2013 yılının Ocak ayına kadar ABD'nin bütçe açığını 533 milyar dolar seviyesine indirmeyi hedefliyor. Bütçe açığının, varlıklı kesim üzerine uygulanacak yüksek vergiler ve Irak'taki askeri harcamaları azaltarak düşürülmesi öngörülmüyor. Grafikte, ABD'de uygulanacak ekonomiyi canlandırma paketinin 2015'e kadar çıktığı açığı ve işsizlik oranındaki azalmayı öngördüğü baz senaryo görülüyor. Bu beklenti, Parlamento Bütçe Ofisi'nin (CBO) ekonomiye uygulanacak mali şokun GSYİH'ye etkisinin %2.5'i geçmeyeceği varsayımına göre oluşturulmuştur. ABD'deki ikiz açık, ülke CDS'inin artmasına neden olmuştur. Bu durum ABD'de reel faiz oranlarının yükselmesine neden olması beklenmekle birlikte, diğer ülkelerin de bütçe açığı vermesi ve kredi talebinin oldukça düşmesi nedenleriyle bu etkinin şimdilik sınırlı kalabileceği düşünülmektedir.

ABD Hazine Bakanlığı, FDIC, FED, Döviz Denetleme Ofisi ve Tasarruf Gözetim Ofisi tarafından yapılan ortak açıklamada, ABD bankacılık sisteminin arkasında durmaya devam ettiklerini ve sistemsel açıdan önemli şirketlere yardım etmeye hazır olduklarını bildirdiler. Bu bağlamda, ABD Hazine Bakanlığı bankalar için iki senaryo altında yapılacak stres testi uygulamasını 25 Şubat'ta başlatmıştır. Böylece, büyük bankaların sermaye ihtiyaçlarını ölçülecek ve belirli şirketlerin sermaye ihtiyaçları için öncelikle özel sermaye kaynaklarına dönmeye ihtiyaçları olup olmadığı tespit edilecektir. ABD Hazinesi bankalara stress testlerini iki senaryo altında yapacağını duyurdu. İlk senaryoya göre; ABD ekonomisinin 2009'da %2 küçüleceği, gelecek yıl ise %2.1 büyüyeceği varsayılıyor. Daha karamsar senaryoda ise ekonomi bu yıl %3.3 küçülürken, 2010'da %0.5 büyüme öngörülmüyor. Hazine'den yapılan açıklamada bankalara stress testleri yapılırken; bilanço dışı bağlantılar, kazanç tahminleri, bankaların faaliyet riskleri ile sermaye yapı ve bileşenlerinin kalitesine de bakılacağı belirtildi.

FED'in Toplam Varlıkları (Milyon Dolar)



İki yıllık ekonomik senaryolar, bankaların, krediler ve menkul kıymetler portföyü, bilanço taahhütleri ve yükümlülükler dahil potansiyel şirket zararlarını analiz etmek için kullanılacak. FED Açık Piyasa Kurulu toplantısının ardından yapılan açıklamada ise FED'in 300 milyar dolarlık uzun vadeli ABD Hazinesi tahvili alacağı açıklanmıştır. Daha önce 500 milyar dolarlık mortgage tahvili alımı açıklamış olan FED bu rakamı 1,25 trilyon dolara çıkarması da planlanmaktadır. Sürpriz açıklama hem ABD Hazinesi tahvillerinde hem de mortgage faizlerinde hızlı düşüş getirirken, Dolar'ın uluslararası piyasalarda değer kaybetmesine neden olmuştur. FED'in finansal piyasalarda istikrarı sağlamak amacıyla 40 yıl aradan sonra yeniden Hazine tahvil alımlarına başlamasıyla FED'in bilançosunun daha da büyüyerek 3 trilyon dolara ulaşması beklenmektedir. FED, 18 Mart tarihli toplantısında ise faiz oranlarını değiştirmede ve "o" faiz politikasını (ZIRP) bir süre daha sürdüreceğine işaret etti. Açıklamanın ardından FED'in faizi bu yıl sonuna kadar hatta 2010'un bir bölümünde sıfıra yakın seviyede tutması beklenmektedir.

ABD'nin en büyük sigorta şirketi AIG, dördüncü çeyrekte 61.7 milyar dolar ile ABD şirketler tarihinin en büyük zararını açıklamıştır. AIG, küresel çapta Merkez Bankaları'nın rezervlerinin "ülke tahvili" (Sovereign Wealth Fund) adıyla değerlendirdikleri dünyanın en büyük sigorta şirketi olması nedeniyle, 5 çeyrektir zarar açıklayan ve toplam zararı 100 milyar dolara ulaşmış olan AIG'nin haberi küresel piyasalarda risk algılamalarının yeni bir zirve yapmasına neden olmuştur. Böylece, Dow Jones endeksi son 13 yılın en düşük seviyesine gerilerken, gelişmekte olan ülke ekonomileri piyasalarında da para birimleri Dolar karşısında ciddi değer kayıplar yaşamıştır. Bu gelişmeyle, ABD hükümeti ile AIG'nin 30 milyar dolar daha sermaye içereceği belirtilen bir anlaşma yapması beklenmektedir. Bu arada, ABD hükümetinin AIG'ye yaptığı yardımlarda fon sağladığı bankalar arasında Goldman Sachs, Deutsche Bank, Merrill Lynch, Societe Generale, Morgan Stanley, Royal Bank of Scotland ve HSBC'nin bulunması, AIG'nin iflas etmesine izin verilmesinin ne kadar riskli olacağını göstermektedir.



Küresel ekonominin toparlanması, ABD ekonomisinin özellikle de finans kesiminin yeniden işlerlik kazanmasına bağlıdır. Bu nedenle ABD’de bankacılık kesimine ilişkin yapılan düzenlemeler dünya ekonomisi için de önem taşımaktadır. Bu bağlamda ilk çözüm önerisi olarak görülen banka devletleştirilmesi, bugün ABD’de en büyük on bankanın tüm banka varlıklarının üçte ikisini oluşturması nedeniyle reddedilmiştir. Zaten, bankacılık kesimindeki zararın büyük bankalardan kaynaklandığını yukarıda belirtmiştik. Hazine Bakanı Geithner tarafından önerilen kamu özel karışımı bir fonun sorunlu bankalara sermaye enjeksiyonu yapması önerisi de yine finansman kaynağı sorunu nedeniyle gerçekleştirilmesinin zor olduğu belirtilmektedir. Bir diğer öneri ise, ilke olarak banka devletleştirilmesine karşı çıkmakla birlikte kısa bir süre için bunun yapılmasının gerekli olduğunun düşünülmesidir. FED ve Hazine’nin sağladığı garantiler, sermaye artırımları ve likidite olanaklarıyla hali hazırda 2 trilyon dolar kaynak kullandığı koşullarda, kısmen de olsa devletleştirme zaten yapılmıştır. Ancak, bankaların sorunlu varlıkları nedeniyle silsile halinde kurtarma taleplerini önlemek amacıyla bu stratejinin gündeme getirilmesinin finansal kesimdeki güveni artırabileceği savunulmaktadır. Ancak, devletin bu bankaları yeniden yapılandırdıktan sonra özelleştirmesinin uzun yıllar alabileceği görüşü nedeniyle bu öneri de ilk ortaya konulduğu zamanki desteği yitirmiş görünmektedir. Son olarak ise gündeme “İyi Banka” modeli gelmiştir. Bu yaklaşımda Hazine Bakanı Geithner tarafından şu anda yapılan stres testi incelemesi sonrasında sorunsuz olduğu görülen bankaların, incelemede “Kötü Banka” olarak tespit edilen bankalardan mevduatları ve düzgün aktifleri devir alacağı ve kamu, gerekirse özel sektörün “İyi Banka” olarak görülen bankalara kısmen sermaye aktararak, batık bankalar yerine, sağlam bankaları, şirketlere yeni kredi verme şartı ile finanse etmek ve sermayelerini daha da kuvvetlendirmek için para harcanmasını önermektedir. “İyi Banka” kategorisindeki bankaların yeni borçlanmaları da, krediye dönüştürülmek şartı ile kamu tarafından garanti edilecek. Böylece şirket ve tüketici kesimine fon akışı sağlanmış olacaktır. “Kötü Banka” kategorisine giren bankalar ise yeni kredi vermeyecek veya yatırım yapmayacak, ancak geri kalan varlıkları eski sermaye sahipleri için yönetecektir. Özetle bu öneri, düşün hatalarından doğan kötü varlıkları desteklemek yerine, yeni ve sağlam kuruluşlarla kredi akışını sağlamak ilkesine dayanmaktadır. Bu öneri “zehirli varlıkların” piyasa değerlendirmesine dayanmadığı, sağlam varlıkların piyasa tarafından değerlendirilmesine dayandığı için daha iyi bir öneri olarak görülmektedir. Ayrıca kredi akışını hedefleyen bir öneri olduğu için de reel ekonominin resesyondan çıkışına daha iyi hizmet edecek bir öneri olarak sunulmaktadır. Bununla birlikte, geçmişte izlenen hatalı politikaların uygulayıcılarını kurtarmadığı için de ahlaki açıdan destek görmektedir.

Sonuç olarak ABD’de bankacılık kesimine ilişkin gelişmeler uzunca bir süre gündemdeki yerini koruyacaktır. Küresel finansal krizin merkezinde bulunan ABD’deki bankacılık kesiminin sorunlu varlıklardan temizlenmesi, küresel piyasalarda sisteme olan güvenin yeniden sağlanmasında yüksek öneme sahiptir. Aksi takdirde, ABD’nin ve küresel ekonominin toparlanma gösterebileceğine yönelik beklentiler daha uzun zamana yayılabilecektir. Ancak, reel ve finansal kesime yönelik alınacak tedbirler siyasi ödünleşmeleri de içerdiğinden, bu kararların alınması kolay olmayacaktır. Bu gelişmeler, ABD ekonomisinin yılın ilk çeyreğinde %10 kadar daralma riskinin öngörülmesine neden olmaktadır. 2009 yılının ilk yarısında ise büyüme için en kötünün görülmüş olabileceği düşünülmeyle birlikte, resesyondan 36 ay sürebileceği ve düşüşün tipik ‘U’ şekli yerine daha şiddetli olan “W” ya da ‘L’ şeklinde olabileceği kaydedilmektedir.

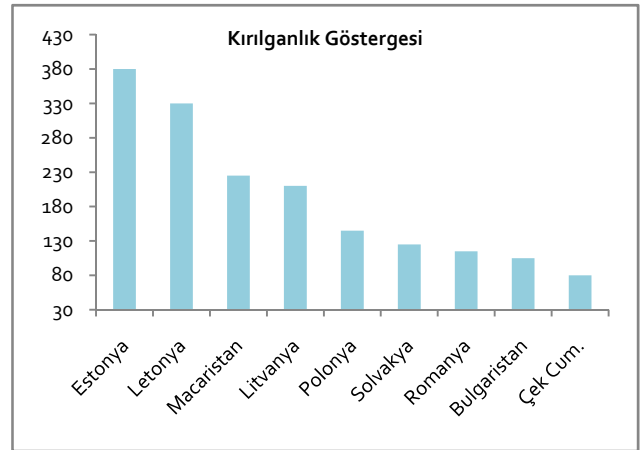
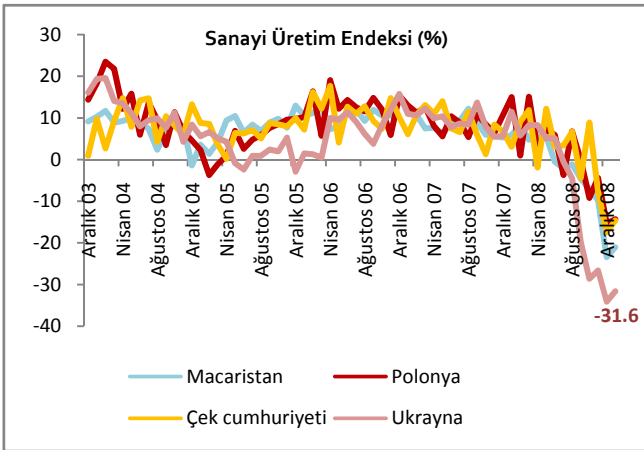
Euro Bölgesi'nde açıklanan veriler büyümeye ilişkin kaygıları arttırmaya devam ediyor

Küresel krizin en olumsuz etkilediği ekonomilerden biri olan Euro Bölgesi'nde 2008 yılı dördüncü çeyrek büyüme verisi %1.5 daralma olarak açıklanırken, açıklanan bu son veri ile birlikte Euro Bölgesi'nde son on üç yılın en keskin daralması yaşanmıştır. Yıllık bazda ise daralma %1.3 olarak açıklanmıştır. Ekonomideki daralmaya bağlı olarak işsizlik oranlarında da artışlar yaşanırken, Euro Bölgesi'nde Ocak ayında işsizlik oranının %8.2'ye yükseldiği görülmüştür. Euro Bölgesi'nde küresel krizin olumsuz etkilerini en yoğun hisseden ekonomilerden biri olan İspanya'da ise Ulusal İstatistik Enstitüsü, 2008 'in son iki çeyreğinde ekonomik küçülme olduğunu açıklayarak, 15 yıl sonra İspanya'da ilk kez ekonomik durgunluk yaşandığı yorumlarını doğrulamıştır. Buna bağlı olarak, Euro Bölgesi ülkelerinin başında gelen İspanya'da Ocak ayında işsizlik oranının da %13,9'a yükseldiği belirtilirken, Avrupa Birliği ülkeleri arasında işsizlik oranı açısından en yüksek ülke olan İspanya'da toplam işsiz sayısı 3.33 milyona ulaşmıştır.

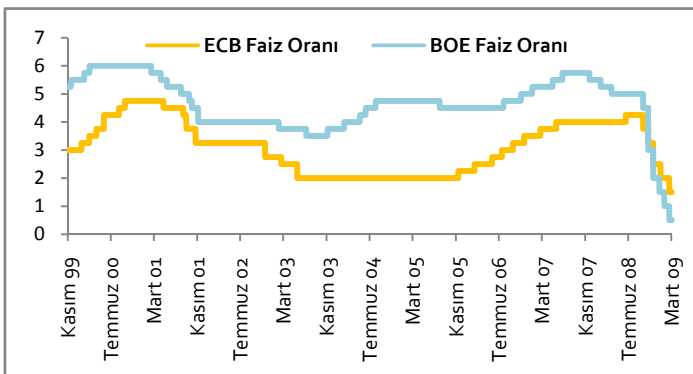
Kamu Borç Stoku/GSYH	2005	2006	2007	2008 (T)
Euro Bölgesi	70.1	68.4	66.3	66.7
Almanya	67.9	67.5	64.9	62.6
Fransa	66.8	64.1	64.8	64
İtalya	106.2	106.7	104.2	102.7
İspanya	43	39.7	36.2	34.7

Mali krizle başlayan daralmanın ekonomik bunalıma dönüşmesini önlemek için Avrupa ülkelerinde hazırlanan ekonomiyi canlandırma paketlerinin hem kamu borcunu arttırdığı hem de bütçe üzerine getirdiği ek yükler Euro Bölgesi ekonomilerinde endişe kaynağına neden olurken, Avrupa'daki kamu borçlanması yüzünden bazı devletlerin

ödeme yapamaz duruma gelebileceği endişeleri gündeme gelmiştir. Avrupa Birliği içinde kamu borç stoku/GSYH oranıyla en yüksek ülkelerin başında İtalya'nın geldiği dikkati çekerken, bunu Fransa ve Almanya takip etmektedir.



Euro Bölgesi'nde Doğu Avrupa ülkelerinin kaygı verici durumu, endişe kaynağı yaratan bir diğer konu olarak öne çıkmaktadır. Sanayi üretimlerinde devam eden yüksek oranlı gerilemelerle dikkat çeken Doğu Avrupa ülkeleri kredi derecelendirme kuruluşlarının da yakın takibinde bulunmaktadır. Bu gelişmeler paralelinde kredi derecelendirme kuruluşu S&P 26 Şubat'ta Ukrayna'nın kredi notunu Avrupa'nın en düşük seviyesine indirmiştir. Üstelik S&P tarafından Litvanya ve Estonya'nın da notlarının kısa bir süre içinde indirilebileceği uyarısında bulunulması ve Moody's ile Fitch'den de benzer indirimlerin gelebileceği beklentisi, ayrıca hükümetin istifa ettiği Letonya da ülkenin default riskinin (CDS) çok yükselmiş bulunması Doğu Avrupa ülkelerinin riskini ve kırılganlığını arttırmaktadır. Ayrıca Doğu Avrupa ülkeleri için Moody's tarafından hesaplanan Kırılganlık Göstergesi'ne göre; Estonya en kırılgan ülke konumunda bulunurken, bunu sırasıyla Letonya, Macaristan ve Litvanya takip etmektedir.

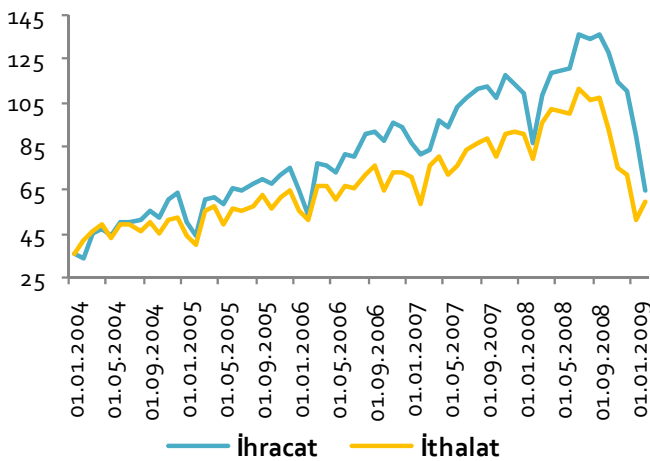
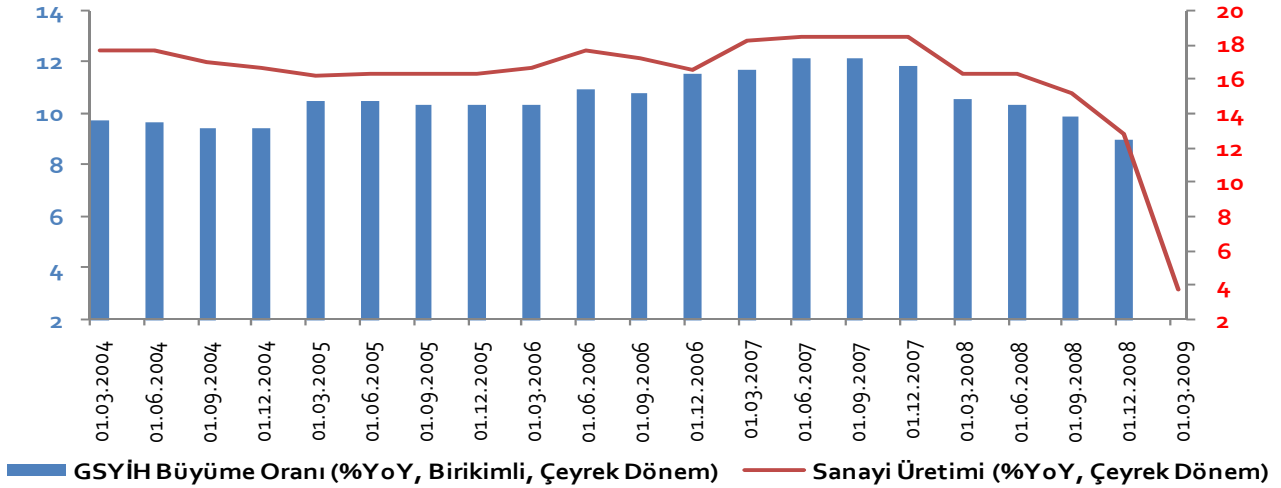


Euro Bölgesi'nde açıklanan olumsuz göstergeler ve ülkelerin risklilik durumu artmaya devam ederken, İngiltere ve Avrupa merkez bankaları yaptıkları toplantıda faiz oranlarını indirme kararı almıştır. İngiltere Merkez Bankası faiz oranlarında 50 baz puan kesintiye giderek faiz oranlarını %1'den %0,5'e çekerken, bu faiz oranı İngiltere tarihindeki en düşük faiz oranı olarak kayıtlara geçmiştir. Ancak, İngiltere'de faiz oranlarının sifıra yaklaşması sonucu Merkez Bankası'nın resesyona mücadelede

borçlanma maliyetlerini düşürmeye yönelik başka bir alternatifinin kalmadığı düşünülmektedir. Avrupa merkez Bankası ise Para Politikası kurulunca yapılan toplantıda, faiz oranı %2,0'den, %1,50'ye indirilmiştir. Faizlerdeki yeni oran 10 yıllık tarihinde Avrupa Merkez Bankasının da uyguladığı en düşük oran olarak dikkati çekmektedir. Avrupa Merkez Bankası Başkanı Jean Claude Trichet faiz kararlarının açıklanmasından sonra yaptığı basın açıklamasında, Euro Bölgesi ekonomisinin 2009 yılı kapsamında %2,2 ile %3,2 arasında küçülme yaşayacağını söylerken, 2010 yılı için ise ekonominin %0,7 oranında daralma ile %0,7 oranında büyüme aralığında bir seyir izleyeceğini sözlerine eklemiştir. Ayrıca Trichet, enflasyonun da bu yıl ve gelecek yıl %2'nin altında olabileceğini belirtmiştir.

Çin ekonomiyi canlandırmak için iç talebi artıracak önlemler aramaktadır.

Çin 2009 yılı GSYİH büyüme oranı hedefini %8 olarak belirlemiştir. Bu hedefin belirlenmesinde Çin'in her yıl işgücüne katılan yaklaşık 24 milyon kişiye istihdam sağlaması, hanehalkı gelirlerini yükseltmesi ve ülkedeki sosyal istikrarı sürdürebilmesinin koşulu göz önünde bulundurulmuştur. Bilindiği gibi Çin'deki siyasi rejimin meşruiyeti de gerçekleştirilen hızlı büyüme oranlarına bağlıdır. Ancak, küresel finansal kriz ortamında derinleşen resesyon, Çin'in dış talebini zayıflatarak, net ihracatın ekonomik büyümeye olan katkısını azaltmaktadır.



Son açıklanan Ocak ayı dış ticaret verilerine göre, Çin'in ihracatı geçen yılın aynı dönemine göre yıllık %17.5 azalış gösterirken, aynı dönemde ithalat %43.1 daralmıştır. Bu gelişme Çin'in Ocak ayı dış ticaret fazlasının 39.1 milyar dolara ulaşmasına neden olmuştur. Aynı ayda Çin'in ABD'ye olan ihracatı yıllık %9.8 küçülürken, Euro Bölgesine olan ihracat %17.4 daralma göstermiştir. Şubat ayı dış ticaret rakamları da aynı şekilde Çin'in dış ticaret hacminin daraldığına işaret etmektedir. Şubat ayında ihracat yıllık bazda geçen yılın aynı dönemine göre %25.7 gerilerken, ithalat aynı dönemde %24.1 azalış göstermiştir. Böylece, 2009 yılının ilk iki ayında dış ticaret fazlası 43.9 milyar dolara ulaşmıştır. Bu koşullarda, az önce belirttiğimiz aksine net ihracatın GSYİH'ye olan katkısının pozitif ve güçlü olduğu görülebilir. Ancak

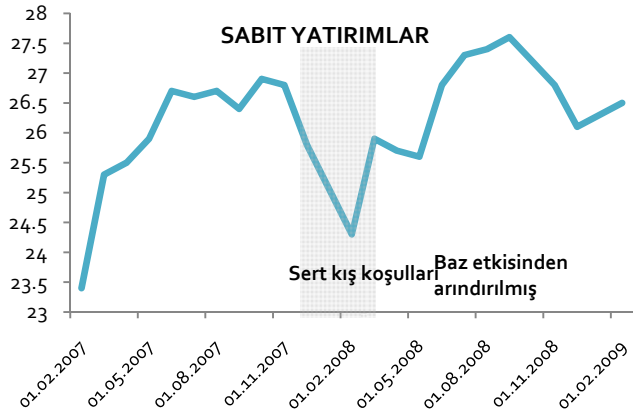
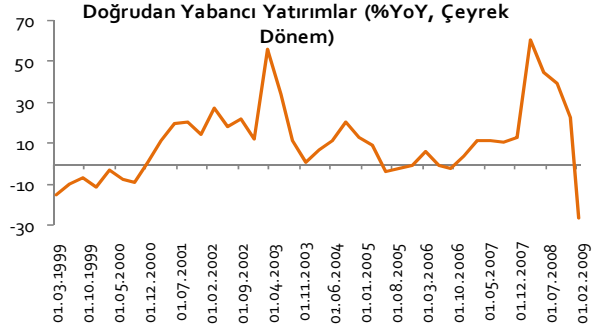
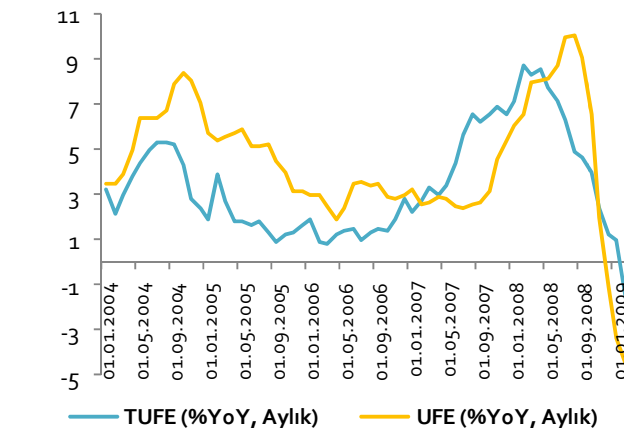
bu sadece görünüştedir. Reel GSYİH hesaplamasında net ihracat kalemi de reel olarak göz önünde bulundurulur. Bu nedenle, hammadde fiyatlarının etkisi çıkarıldığında nominal verilerdeki kadar ciddi olmasa da reel olarak net ihracat azalmaktadır. İthalatın, ihracattan daha hızlı düşüş gösterdiği koşullarda, ithalatın daha çok hammadde ve ara malına dayandığı Çin'de, önümüzdeki aylarda ihracatın da sert düşüşler gösterebileceği anlamına gelmektedir. Bu durum, ihracata yönelik üretim yapan şirketler kesiminin etkili olduğu sanayi üretimi verilerinden de anlaşılabilir. Çin'in sanayi üretimi yılın ilk iki ayında, ihracatın rekor hızla gerilemesinin etkisi ile yavaşlama göstermiştir. Aralık ayında %5.8 artış gösteren sanayi üretimi, Ocak-Şubat döneminde geçen yılın aynı dönemine göre %3.8 artmıştır. Bu durum

yavaşlayan ihracat ortamında şirketler kesiminin düşen borçlanma maliyetleriyle finansal kuruluşlardan sağladıkları kredileri yüksek getiri sağlayan mevduatlarda değerlendirmelerinin de bir sonucudur.

Çin'e yönelik doğrudan yabancı yatırımların ise Ocak ayında geçen yılın aynı döneminde göre yıllık %32.67 azalarak 7.54 milyar dolara gerilediği görülürken, Şubat ayında yine geçen yılın aynı ayına göre doğrudan yabancı yatırımlar %15.8 azalışla 5.63 milyar dolara gerilemiştir. Böylece, Şubat ayı verisiyle birlikte art arda son 5 aydır gerileme kaydeden doğrudan yabancı yatırımlar, bu yılın ilk iki ayında toplam 13.37 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.

Küresel resesyonun derinleştiği ortamda, Çin hükümeti ise ekonomiyi teşvik paketlerini açıklamayı sürdürmektedir. Bu durum Çin'in sert iniş riskini ortaya koymakla birlikte, ekonominin temel sorunlarına karşı çözümler üreterek sürdürülebilir büyümeyi sağlamada umut kaynağı olmuştur. Alınan bütün önlemlere karşın, Çin'in 2009 yılını %8 büyümeye tamamlamasının zor olduğu düşünülürken, Çin'deki geniş iç piyasası, büyük işgücü kaynağı ve gelişmiş ülkelerin karşılaştıklarının aksine sağlam ve istikrarlı finans sektörü, Çin'in en büyük içsel dinamiğini oluşturmaktadır. Çin'in, Ocak ayında ABD'yi geride bırakarak dünyanın en büyük otomobil piyasası olması da bunu kanıtlamaktadır.

Çin ekonomisi hükümetin uygulamaya koyduğu 4 trilyon yuan (yaklaşık 580 milyar dolar) büyüklüğündeki teşvik paketinin etkisini düzelen bazı ekonomik verilerle göstermeye başladığı öne sürülse de bu durumun geçici ve baz etkisinden kaynaklanmış olabileceği göz önünde bulundurulmalıdır. Kasım ayında 38.8 ile tarihinin en düşük seviyesine gerileyen reel ekonomiye yönelik beklentileri yansıtan öncül göstergelerden olan Çin PMI verisi toparlanma göstererek Şubat ayında 49 olarak açıklanarak, Ocak ayındaki 45.3 seviyesini geride bırakmıştır. Bu sıçrama, öncü göstergelerden sayılan yeni siparişler verisindeki ciddi artıştan (51.2) kaynaklanırken, bu durumun bir toparlanma sinyali olarak görülmesinin yanıltıcı olabileceği düşünülmektedir. 2008 yılının ilk çeyreğindeki sert kış koşullarının yol açtığı üretim kayıplarının ardından bu yıl görülen toparlanmanın baz etkisinden kaynaklandığı düşünülmektedir. Ayrıca, düşen hammadde fiyatlarıyla 2008'in 4. çeyreğinde görülen stoklardaki erime, yeniden üretimin artabileceğine yönelik beklentileri oluşturarak PMI verisinin artış göstermesine neden olmuştur. Ancak, üretimin sürdürülebilmesi toplam talepteki canlanmanın sürekli olup olmadığına bağlıdır. Kısa vadede ekonomiyi canlandırma paketlerinin geçici etkisi görülse de, orta ve uzun vadede ekonomik büyümenin küresel ekonomideki toparlanmaya bağlı olacağı düşünülmektedir. Bu nedenle Dünya Bankası, Çin'in 2009 yılı büyüme beklentisini %6.5 seviyesine çekmiştir.

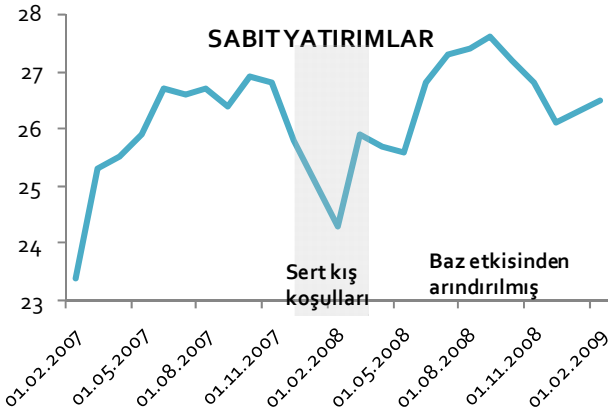


Dünyanın en büyük üçüncü ekonomisi Çin'de tüketici fiyatları, düşen gıda, giyim ve akaryakıt maliyetleri ile birlikte 2002'den bu yana ilk kez eksili gerçekleşmiştir. 2008'de 11 yılın en yüksek seviyesine ulaşan tüketici fiyatları, Şubat ayında %1.6 ile beklentilerin üzerinde gerilerken, üretici fiyatları beklentiler doğrultusunda %4.5 gerilemiştir. Böylece Çin'de ÜFE, son 10 yılın en büyük düşüşünü göstermiştir. Ekonomideki fiyatlar genel seviyesinin düşmesi, ekonomiyi canlandırma çabalarının yetersiz kaldığına yönelik bir işaret olmasından kaygı duyulmaktadır. Bununla birlikte, Çin Merkez Bankası Başkan Yardımcısı Su Ning, Şubat ayı tüketici fiyatlarında yaşanan düşüşün tüketici talebindeki düşüşten kaynaklanmadığını belirtmiştir.

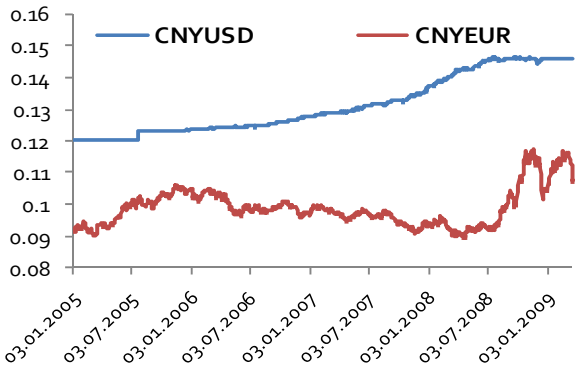
Dünyanın en büyük üçüncü ekonomisi Çin'de tüketici fiyatları, düşen gıda, giyim ve akaryakıt maliyetleri ile birlikte 2002'den bu yana ilk kez eksili gerçekleşmiştir. 2008'de 11 yılın en yüksek seviyesine ulaşan tüketici fiyatları, Şubat ayında %1.6 ile beklentilerin üzerinde gerilerken, üretici fiyatları beklentiler doğrultusunda %4.5 gerilemiştir. Böylece Çin'de ÜFE, son 10 yılın en büyük düşüşünü göstermiştir. Ekonomideki fiyatlar genel seviyesinin düşmesi, ekonomiyi canlandırma çabalarının yetersiz kaldığına yönelik bir işaret olmasından kaygı duyulmaktadır. Bununla birlikte, Çin Merkez Bankası Başkan Yardımcısı Su Ning, Şubat ayı tüketici fiyatlarında yaşanan düşüşün tüketici talebindeki düşüşten kaynaklanmadığını belirtmiştir.

Ancak, üretici fiyatlarındaki deflasyonun kapasite fazlası nedeniyle tüketici fiyatlarına da yansımaları sürdürüleceğinin öngörülmesi, kredi genişlemesinin devam ettiği Çin'de deflasyon kaygılarının gündemdeki yerini korumasına neden olmaktadır. Bu nedenle 2009 yılının tümünde yavaşlayan ekonomi ortamında tüketici fiyatlarının ortalama -%0.4 olarak gerçekleşebileceği tahmin edilmektedir. Ayrıca, dış ekonomik koşulların iyileşme göstermediği koşullarda, Çin'de bankacılık kesiminin artan kredi genişlemesinin sürdürülemediği düşünülmektedir. 1 yıllık gösterge borç verme faiz oranının %5.31 olduğu Çin'de mevduat faiz oranları, arbitraj olanağı sağlamaya olanak verecek yükseklikte bulunmaya devam etmektedir. Bu nedenle, Çin Merkez Bankası'nın bu koşullarda yeni bir faiz indirimine acele etmeyeceği tahmin edilmektedir. Bununla birlikte, kredi genişlemesinin azaldığı koşullarda, gösterge borç verme faiz oranının 108 baz puan daha düşürülmesi ve zorunlu karşılık oranlarının şimdiki %13.5 (küçük bankalar) ve %15.5 (büyük bankalar) seviyelerinden %10 ve %11 seviyelerine çekilmesi gerekebilecektir.

Çin'in 2009 yılında önceki rekor seviyesinin 3 katı olan 950 milyar Yuan ile (139 milyar dolar) tarihinin en büyük bütçe açığını vermesi beklenmektedir. Açığın GSYİH'ye oranının ise %3'e yükseleceği tahmin edilmektedir. Çin, 2008 yılını 111 milyar Yuan açık ile kapatmıştı. Çin hükümeti, 2009 yılında ekonomiye yönelik çalışmalarını 4 ana başlıkta toplamıştır. Bu başlıklar; iç talebi artıracak önlemler belirlenmesi, ekonomik faaliyette etkinliği sağlayacak reformlara hız verilmesi, ekonomik yapının hızlı bir kalkınmayı sağlayacak şekilde düzenlenmesi ve hanehalkının refahının artırılması olarak sıralanabilir. 2009 yılı içinde ayrıca, tahvil – bono ile opsiyon piyasasını geliştirecek, hisse senedi piyasalarına istikrar sağlayacak sermaye piyasası reformlarının gerçekleştirilmesi planlanmaktadır.



Çin'e yönelik dış talebin zayıflamasıyla iç dinamiklerini canlandırmaya çalışan Çin ekonomisinde sabit sermaye yatırımları Ocak ve Şubat döneminde geçen yılın aynı dönemine göre %26.5 artış göstermiştir. Sabit sermaye yatırımlarındaki artış, büyük çoğunlukla ekonomiyi teşvik paketi kapsamında yapılan harcamalarla sağlanmıştır. Çin, 2009 yılında toplam sermaye yatırımları büyüme hedefini ise %20 olarak belirlemiştir. Ekonomiyi canlandırma paketinin, düşük maliyetli konut, demir yolu gibi daha çok altyapı harcamalarının finansmanına yönltilmesi planlanmaktadır.



Küresel piyasalarda yaşanan finansal kriz ortamı nedeniyle Dolar'ın uluslararası piyasalarda değer kazanmasına karşılık, Dolar'ın Yuan karşısındaki seyrinin istikrarlı olduğu görülmektedir. 2005 yılının Temmuz ayında Çin hükümeti, resmi döviz kuru rejimini değiştirdiğini açıklamıştı. Böylece, Amerikan politika yapıcılarının talep ettikleri gibi Yuan, artık Dolar'a endeksli olmayacaktı. Bunun yerine farklı para birimlerinde oluşan sepete karşı Yuan'ın belirli ölçülerde dalgalanmasına izin verilecekti. Ancak, günümüze doğru gelirken resmi açıklama ile gerçekte olan arasında farkın bulunması sürpriz sayılmamalıdır. 2005 yılında Dolar'a endeksli seyrini sürdüren Yuan'ın Dolar'la olan yüksek korelasyonu ancak 2006 yılında bir miktar zayıfladığı görülmektedir. 2007 yılından başlamak üzere 2008 yılında küresel finansal krizin derinleştiği zamana kadar ise Çin'in para birimini ağırlıklı Euro'ya endekslediği

görülmektedir. Bu durum, Yuan'ın Dolar karşısında değer kazanmasıyla sonuçlanmıştır. Ancak, 2008 yılının ortalarından itibaren bu seyrin değiştiği, Yuan'ın yeniden Dolar'a endekslediği görülmektedir. Bu durum, ABD'nin dış ticarete rekabet avantajını yitirmesine neden olduğu için ABD, Çin'i parasını manipüle etmekle (bilinçli olarak haksız rekabete yol açmak) suçlamıştır. ABD ayrıca, bu durum düzelmediği takdirde, Çin'e karşı gümrük tarifelerini gözden geçireceğini bildirmiştir. Gerçekte ise durum görüldüğünden farklı gelişmektedir. Küresel finansal krizle birlikte, uluslararası yatırımcıların güvenli liman alımları ve şirketler kesiminin borçluluktan kurtulma sürecinde Dolar talebini artırması, Dolar'ın uluslararası piyasalarda değer kazanmasıyla sonuçlanmıştır. Bu koşullar altında, Çin eğer parasını gerçekten manipüle etmek isteseydi, Yuan'ı 2005 yılında Amerikan politika yapıcılarının talep ettikleri gibi sepete endekslemeye devam ederdi, çünkü Dolar uluslararası piyasalarda farklı para birimlerinden oluşan sepete karşı da ciddi değer kazanmıştır. Peki, Çin para birimini bu dönemde neden Dolar'a endekslemiştir? Birinci olasılık, Çin hükümetinin Dolar'ın uluslararası piyasalarda, ABD'nin büyük ikiz açıkları (cari açık ve bütçe açığı) nedeniyle orta ve uzun vadede



beklenen ciddi değer kayıplarının Yuan'ın değer kazanmasını şimdiden önlemek istemesi olabilir. İkinci olasılık ise, Çin'in kendi rezervlerinin değerinin aşınmasını önlemek istemesi olarak düşünülmektedir. Çin'in ABD'den varlıklarının değerinin korunmasına ilişkin taahüt istemesi de bu amaca dayanmaktadır. Aslında gerekçe ne olursa olsun, Çin'in Dolar rezervlerini Amerikan Hazine tahvillerinde değerlendirmesi, ABD'deki faiz oranlarının düşmesini sağladığı için, aynı zamanda ABD'nin uluslararası piyasalardan borçlanma maliyetlerini düşürmeye de yardımcı olmaktadır. Bu nedenle, Amerikan politika yapıcıları bu dönemde Çin'e karşı talepte bulunurken iki kez düşünmesi gerekecektir.

MAKROEKONOMİK GÖSTERGELER					
	2006	2007	En Son Yayımlanan		2008 HEDEF
Reel Ekonomi					
GSYİH (Cari Fiyatlarla, Milyon YTL)	758 391	856 387	266,474	(2008 III. Çeyrek)	
GSYİH Büyüme Oranı (%)	6.9	4.5	0.5	(2008 III. Çeyrek)	
Sanayi Üretim Endeksi Yıllık Değ. Oranı (%)	5.8	5.4	-21.3	(Ocak-2009)	
Kapasite Kullanım Oranı (%)	81	81.8	63.8	(Şubat-2009)	
İşsizlik Oranı (%)	9.9	9.9	13.6	(Aralık-2008)	
Fiyat Gelişmeleri					
TÜFE (Yıllık % Değişim)	9.65	8.4	7.73	(Şubat 2009)	4
ÜFE (Yıllık % Değişim)	11.58	5.94	6.43	(Şubat 2009)	
Parasal Göstergeler (Milyon YTL)					
M1	72,163	77,675	84,860	(06.03.2009)	
M2	297,481	345,028	447,427	(06.03.2009)	
M3	319,836	370,078	475,622	(06.03.2009)	
Emisyon	26,815	27,944	31,679	(06.03.2009)	
TCMB Brüt Döviz Rezervleri (Milyon \$)	60,845	71,568	65,439	(13.03.2009)	
Döviz Kuru					
Dolar/YTL	1.4124	1.1593	1.6872	(20.03.2009)	
Euro/YTL	1.8604	1.706	2.2999	(20.03.2009)	
Kur Sepeti (1\$+0.77Euro)	2.8574	2.473	3.4582	(20.03.2009)	
Euro/Dolar	1.3172	1.4715	1.3632	(20.03.2009)	
Dolar/Yen	118.94	112.01	95.08	(20.03.2009)	
TÜFE Bazlı Reel Kur Endeksi	160.2	190	162.70	(Şubat 2009)	
Faiz Oranları					
TCMB O/N (Borç Alma)	17.5	15.75	10.50	(20.03.2009)	
TRILIBOR O/N	17.98	15.76	10.46	(20.03.2009)	
Ödemeler Dengesi (Milyon \$)					
Cari İşlemler Açığı	-31,316	-37,996	291	(Ocak 2009)	
İthalat	137,032	170,048	-9.271	(Ocak 2009)	
İhracat	83,142	107,184	7.891	(Ocak 2009)	
Dış Ticaret Açığı	-51,891	-62,863	-1.379	(Ocak 2009)	
Kamu Ekonomisi (Milyon YTL)					
Bütçe Gelirleri	171,309	188.159	18.415	(Şubat 2009)	248.758
Bütçe Giderleri	175,304	203.501	25.808	(Şubat 2009)	259.156
Bütçe Dengesi	-3,995	13.883	-7.393	(Şubat 2009)	-10.398
Faiz Dışı Fazla	41,951	34.848	2.466	(Şubat 2009)	47.102
Borç Stoku Göstergeleri					
Merkezi Yön. İç Borç Stoku (Milyar YTL)	251.5	255.3	279.2	(Ocak – 2009)	
Merkezi Yön. Dış Borç Stoku (Milyar YTL)	93.6	78.1	111.9	(Ocak – 2009)	
Kamu Net Borç Stoku	257.8	249	241.7	(2008 3. Çeyrek)	
İMKB					
İMKB-100	39,118	55,538	24,038	(20.03.2009)	

TÜRK BANKACILIK SEKTÖRÜ			
(Milyon YTL)	2007	2008	Oca.09
Toplam Aktif	581.424	732.502	723.055
Nakit Rezervler	60.272	94.686	80.198
Krediler	285.653	367.445	365.518
Menkul Değerler Portföyü	164.727	193.988	199.664
Mevduat	356.865	454.599	454.315
Mevduat Dışı Kaynaklar	148.866	191.501	180.697
Özkaynaklar	75.693	86.402	88.043
Net Dönem Karı	14.916	13.415	1.589
Seçilmiş Rasyolar %			
Kredi / Mevduat	80	80.83	80.45
Men.Değ.Port. / Mevduat	46.2	42.67	43.95
Özkaynak Karlılığı	19.7	18.62	1.84
Aktif Karlılık	2.6	2.54	0.28
Sermaye Yeterlilik Rasyosu	18.2	17.59	17.79

ULUSLARARASI EKONOMİK GÖSTERGELER				
	2006	2007	En Son Yayımlanan	
Emtia				
Altın (ons) \$	609	841.1	836	(20.03.2009)
ABD Ham Petrolü (Varil) \$	55.61	90.49	42.00	(20.03.2009)
Borsa Endeksleri				
NASDAQ (ABD)	2,438	2,674	1,479	(20.03.2009)
DOW JONES (ABD)	12,423	13,365	7,391	(20.03.2009)
NİKKEİ (JAPONYA)	17,091	15,307	7,945	(20.03.2009)
DAX (ALMANYA)	6,652	8,067	4,044	(20.03.2009)
BOVESPA (BREZİLYA)	42,829	63,886	40,496	(20.03.2009)
MERVAL (ARJANTİN)	2,070	2,151	2,136	(20.03.2009)
ABD 10 Yıllık Hazine Tahvili Getirisi (%)	4,658	4,077	2,60	(20.03.2009)
Türkiye 2030 Vadeli Eurobond Getirisi (%)	7,201	6,813	8,435	(20.03.2009)



Ekonomik Araştırmalar Müdürlüğü			
Cem Erođlu	Müdür	cem.eroglu@vakifbank.com.tr	0312 -455 84 80
Nazan Kılıç	Müdür Yardımcısı	nazan.kilic@vakifbank.com.tr	0312 -455 84 89
Ümit Ünsal	Uzman	umit.unsal@vakifbank.com.tr	0312 -455 84 86
Bilge Özalp Türkarıslan	Uzman	bilge.ozalpturkars@vakifbank.com.tr	0312 -455 84 88
Zeynep Burcu Çevik	Uzman Yardımcısı	zeynepburcu.cevik@vakifbank.com.tr	0312 -455 84 93
Seda Meyveci	Uzman Yardımcısı	seda.meyveci@vakifbank.com.tr	0312 -455 84 85
Tuncay Serdarođlu	Uzman Yardımcısı	tuncay.serdaroglu@vakifbank.com.tr	0312 -455 84 84
Selin Düz	Uzman Yardımcısı	selin.duz@vakifbank.com.tr	0312 -455 84 90
Emine Özgü Özen	Uzman Yardımcısı	emineozgu.ozen@vakifbank.com.tr	0312 -455 84 87
Pelin Sencer Kaptan	Yetkili	halidepelin.kaptan@vakifbank.com.tr	0312 -455 84 90

* Bu rapordaki bilgi ve veriler, Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. Ekonomik Araştırmalar Müdürlüğü tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan edinilmiştir. Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. bu bilgi ve verilerin doğruluğu hakkında garanti vermemekte ve bu raporda sunulan bilgilerin kullanılmasından kaynaklanabilecek zararlar konusunda sorumluluk kabul etmemektedir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmış olup, hiçbir konuda yatırım önerisi olarak yorumlanmamalıdır.