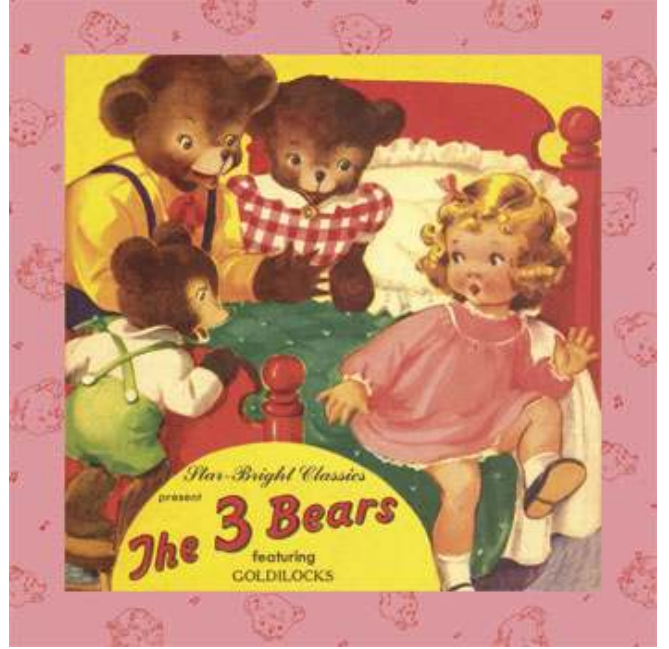


Makro Ekonomi ve Strateji

Tam Bir Goldilocks Senaryo !...

Goldilocks ünlü bir çocuk hikayesinin ana karakterinin (küçük bir kızın) ismi. Bir gün Goldilocks ormanda yürüyüşe çıkar ve bir evle karşılaşır. İçeri girdiğinde masada kahvaltı için hazırlanmış 3 kase mısır gevreği/yulaf ezmesi görür (tipik Anglosakson kahvaltısı). Çok acıkan Goldilocks birinci kasedekinin tadına baktığı anda ağız yanar ve çok sıcak diye haykırır. Hemen ikinciye bakar ama o da Goldilocks için çok soğuktur, yine hoşuna gitmez. Üçüncüye geçtiğinde ise Goldilocks'ı tam kıvamında bir kahvaltı beklemektedir ve bayıla bayıla yiyerek hepsini bitirir. Karnı doyan Goldilocks yorulduğunun farkına varır ve dinlenmek ister. Oturma odasına geçtiğinde yine 3 koltuk görür. Hemen birincisine oturur ama rahat edemez, ne kadar büyük bu koltuk diye haykırır. İkinciye yönelir ama o da büyük gelir. En küçük olan üçüncüsü tam Goldilocks'a göre. "Tam bana göre ne güzel" diyerek üzerine oturur. Ama ağırlığını taşıyamaz ve kırılır. Yorgunluğunu atamayan Goldilocks biraz uzanmak için yatak odasına geçer. İlk yatakta yine rahat edemez, çok serttir. İkinciye geçer ama o da çok yumuşaktır. Üçüncü yatak yine tam ona göre. Yatar yatmaz uyuyakalır.

Goldilocks uyurken evin sahibi olan ayı ailesi eve döner. Baba ve anne "biri benim kahvaltıma dokunmuş" derken çocuk "biri benim kahvaltımı yemiş" diye ağlar. Baba ve anne "biri benim koltuğuma oturmuş" derken çocuk "biri benim koltuğumu kırmış" diye ağlar. Baba ve anne "biri benim yatağıma yatmış" derken çocuk "biri benim yatağıma yatmış ve hala da orada" diye haykırır. Haykırışla Goldilocks uyanır ve imdat diye bağıarak evden kaçar. Bir daha da ormanda uzaklara yürümez.



Ekonomi ve finans dünyasında bu hikayeye çok atıfta bulunulur. Goldilocks adlı küçük kızın tam kendisine göre bir tat/ortam aramasından esinlenilerek "piyasa dostu bir ekonomik büyüme dinamiği"nden bahsedilir. Buna göre ekonomi ne çok ısınmıştır ne de çok durgundur. Enflasyon düşmekte ya da düşük seyretmektedir. Böylece para otoritesi politikasını (yani politika faizini) piyasaları rahatsız edecek şekilde kullanma ihtiyacı hissetmez. Piyasaların Goldilocks senaryo dedikleri böyle bir ortamdır. Herkes memnundur, risk iştahı artar.

Türkiye Ekonomisindeki Durum...

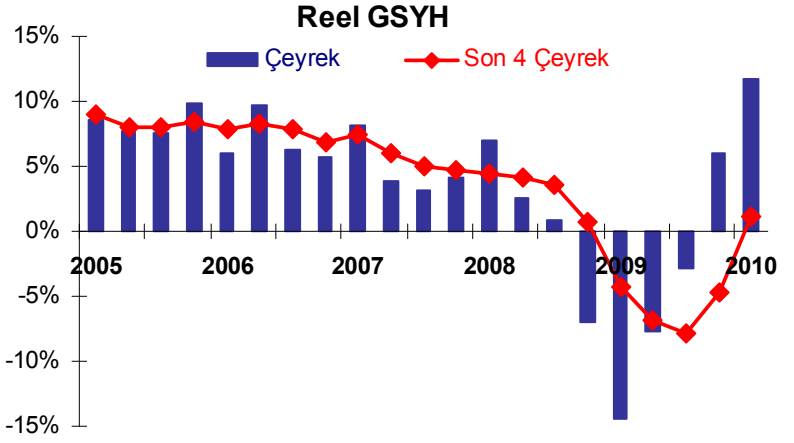
Son aylarda bir çok makroekonomik veri beraber açıklanınca büyük resmi görebilme imkanı ortaya çıktı. Zaten veriler ancak yan yana geldiklerinde yatırımcılar açısından bir anlamı oluyor.

Ekonominin nasıl büyümeğe olduğuna ilişkin olarak, yılın ilk 3 ayına yönelik GSYH verileri, ilk 4 aya yönelik sanayi üretim verileri ve ilk 5 aya yönelik kapasite kullanım verileri var. 2009 son çeyreğinde krizden çıkmakta olduğunu açıkça gösteren ekonomi 2010 son çeyreğinde bunu tescil etmiş oldu. 3 aylık %12'lik büyüme ile birlikte (yandaki grafik, mavi kolon) ekonomi global kriz sonrasında ilk defa 4 çeyrek toplamı itibarı ile üretimini arttırır hale geldi (kırmızı çizgi).

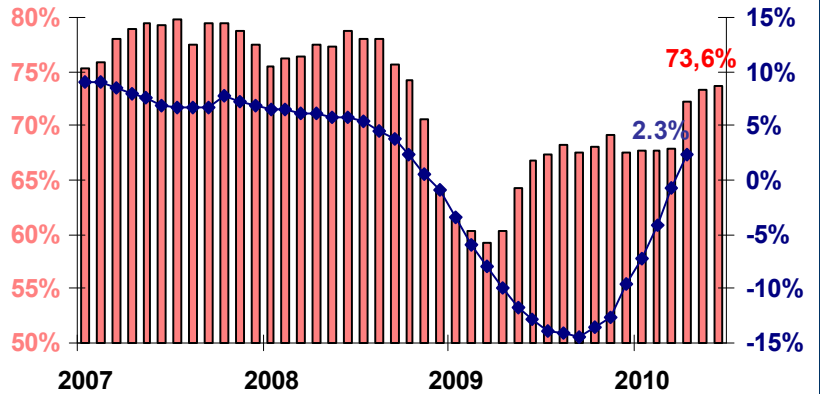
Önemli bir not: Bu Türkiye ekonomisinin krizdeki (ciddi) kayıplarını yerine koymuş olduğu anlamına gelmiyor. Henüz krizin en şiddetlendiği 2008 son çeyreği öncesindeki reel ekonomik büyüklük referans alınır ise henüz o seviyeye ulaşmış değil ama oraya doğru gidiyor. O seviyeyi bu gidişle büyük olasılıkla 2010'un 3. çeyreğinde yakalayabilecek.

Bu durum zaten çok daha önce açıklanan aylık sanayi üretim verilerinden belliydi. Piyasalar bu rakamlara hazırlıktı. Hatta (biz dahil olmak üzere) %15 civarında biraz daha iyisini bile bekleyenler çoktu. Zira yılın ilk 4 ayında (geçen yılın aynı dönemine göre) %17 artan sanayi üretimi ve giderek artan kapasite kullanım oranı buna destek veriyordu. Hatta Nisan ayında da %17 büyüyen sanayi üretimi bu büyüme dinamiğinin devam ettiğinin de bir göstergesiydi. Bu gerçekleştirmelere hala güveniyorsak o zaman başta inşaat olmak üzere hizmet sektörünün yeteri kadar destek veremediği düşünülebilir ki GSYH detayları da bu görüşü destekliyor.

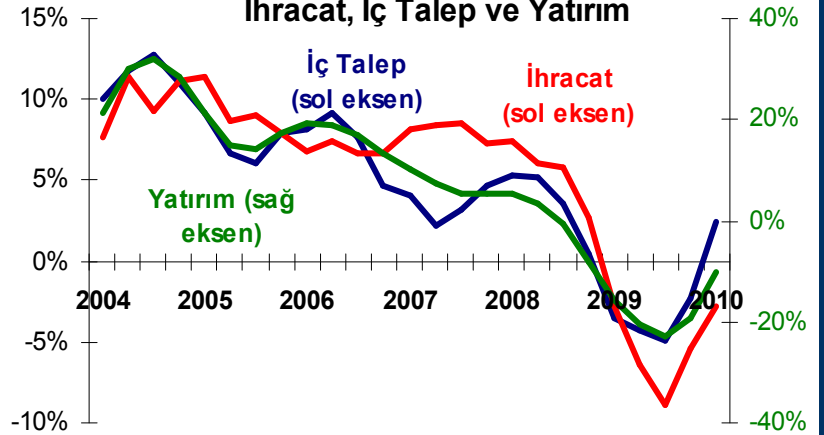
Arz tarafı her zamanki gibi. "Ekonomi sanayi üretimi ile büyüdü" şeklinde ekonomi basını varı muhteşem tespitler yapmak yerine talep tarafına yoğunlaşmak gerekiyor. Diğer bir deyişle, asıl ekonomiyi arz tarafında hareketlendiren harcama dinamiğinin nasıl cereyan ettiği önemli. Burada veriler çok açık. Halen ekonomiyi sürükleyen en önemli motor özel tüketim (ya da iç talep). Krizde en sert düşen tüketim harcamaları olmadığı gibi krizden sonra en hızla normalleşen de tüketim (yandaki grafik, mavi çizgi). İhracat ve yatırım harcamaları daha geriden geliyorlar. Özellikle ihracat tarafında Avrupa'daki sıkıntılar gözönüne alırsak mevcut performans bile gayet iyi (ama aşağıda daha detaylı tartışacağımız üzere bu geriden takip cari denge açığının biraz hızlı artmasına neden oluyor, yukardaki grafik, kırmızı çizgi).



Sanayi Üretim Artışı Ve Kapasite Kullanımı



İhracat, İç Talep ve Yatırım



Geleceği ilgilendiren iki önemli faktör var. Yatırım harcamaları ve stoklar. Global ekonominin hem ekonomik hem de finansal olarak henüz tam rahatlayamadığı bir dönemde (devam edenler, amortisman gibi) mecburi olanlar dışında yeni yatırımların yapılması o kadar da kolay değil. Anlayışla karşılamak ve sabırla beklemek gerekir. Kaldı ki, yatırım harcamaları tüketim kadar olmasa da yavaş yavaş normalleşiyor ve bu özellikle özel sektörün makine yatırımları üzerinden oluyor (yandaki grafik, kırmızı çizgi). Ekonomistler ve karar alıcılar açısından enflasyon, verimlilik ve geleceğe yönelik büyüme açısından gayet olumlu bir gelişme olarak değerlendirilmeli.

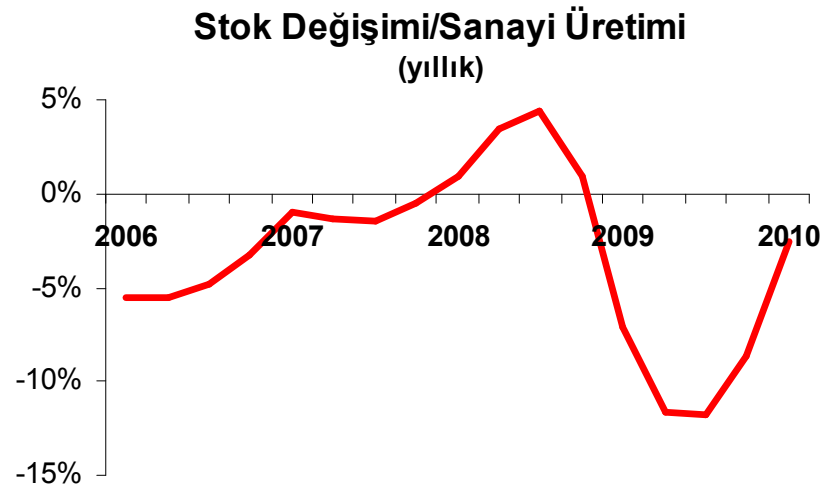
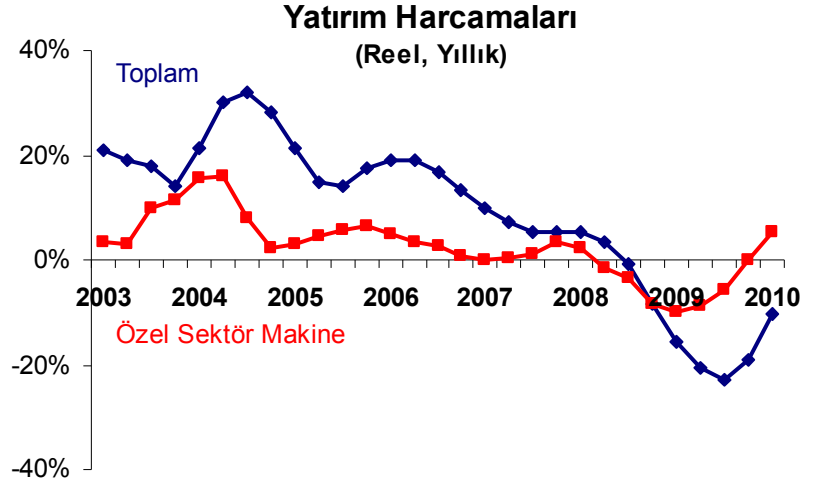
Geleceğe yönelik yine çok olumlu değerlendirilmesi gereken bir gelişme, reel sektörün henüz stoklara aşırı şekilde yüklenmiş olmamaları (yandaki grafik). Belli ki, üreticiler herşeyin “süper” olup kriz öncesindeki güzel günlere dönüldüğü illüzyonunda değiller. İşlerini dikkatli yapıyorlar (zaten şirketlerin yurtdışı borçlanmalarına bakıldığında ciddi bir artış olmadığı gibi deleverage devam ediyor). Stok seviyelerinde aşırıya kaçılmıyor, kredi talebi bu bakış açısıyla oluşuyor ve son bir kaç çeyrekte (gerçekten yeni bir resesyon ortamı oluşmazsa) gelecekteki büyümeden çalan bir stok seviyesi yok. 2010 ilk çeyreğinde büyüme oranının beklendiği üzere %15'lere tırmanmamasının (bize göre) önemli bir sebebi de buydu (+ ihracatın zayıf seyretmesi).

Özetle, sadece büyüme rakamlarına bakıldığında ortada ne çok soğuk ne de çok sıcak, gayet kıvamında bir büyüme dinamiği var (bunu söylerken enflasyon dinamiğini de dikkat alıyoruz elbette). Ekonomi yavaş yavaş soğuktan sığa geçiyor. Aşırılık sergilemiyor. Tam Goldilocks'a göre.

Bu Dinamiğin Doğal Sonuçları...

Bu dinamiğin ortaya çıkardığı çeşitli “doğal” sonuçlar var. Vurgulanması gereken iki tanesi bütçe dinamiği ile cari denge.

Bekleneceği üzere, yeniden hareketlenmeye başlayan ekonomik aktivite ve (orta/küçük) şirketlerin düzelen ödeme güçleri sayesinde bütçedeki vergi gelirleri de bu paralelde artıyor. Yılın ilk 5 ayında vergi gelirleri geçen yılın aynı dönemi ile kıyaslandığında %25 arttı (vergi dışı gelir artışı bunun yarısı kadar). Rakamsal olarak da 16.5 milyar TL gibi gerçekten ciddi bir büyüklüğe tekabül ediyor (sanki bu yılın ilk 5 ayında sosyal sigorta kurumları hiç açık vermemiş ve tarım destekleri sıfırlanmış gibi ya da tüm bunlar için bütçe dışı kaynak kullanılmış gibi bir durum). Sadece ekonomik aktiviteden kaynaklanan dahili ve ithal katma değer vergisi ile özel tüketim vergisine bakıldığında ilk 5 ayda %37 gibi oldukça yüksek bir artış var (aşağıdaki grafik).



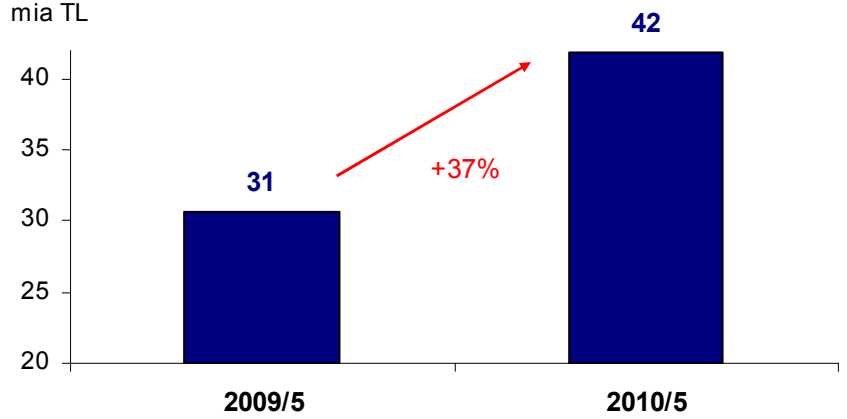
Özetle, çok açık ve net olarak, normalleşmeye başlayan ekonomik aktivite Hazine'nin kasasına kendiliğinden gayet büyük bir destek veriyor ve kaynak yaratıyor. Zaten bir çok gelişmiş ülke sırf bunu sağlamak için krizde hiç gecikmeden ve iki kere düşünmeden ekonomilerine büyük destekler verdiler. Bu sayede geçen yılın aynı dönemine göre faiz dışı bütçe fazlası da 10 milyar TL'ye yakın yükseldi. Hazine'nin geçen yıla göre yeniden borcunu çevirirken (hem de tek haneli faizlerde) %100'ün altında yeniden borçlanma oranlarına inebilmesinin ardındaki en önemli faktör bu. Gelişmiş ülkeler hala daha bol keseden bütçe açığı azaltma "sözleri" verirlerken Türkiye bütçe açığını ciddi şekilde azaltmaya başladı bile.

Ama bunun ekonominin doğal akışından kaynaklandığını ve özel tasarruf önlemleri sayesinde olmadığını bir kez daha vurgulamak gerekir. Yılın ilk 5 ayında faiz dışı harcamalar %12 arttı ve seviye olarak da son 5 yıldaki artış trendine gayet uygun seyrediyor. Bütçedeki olumlu resmi yaratan vergi gelirler ve onun arkasında da ekonomik aktivitenin normalleşmesi var. Belki krizde çok fazla harcanmadığı için kriz sonrasında çok fazla tasarruf yapma ihtiyacının olmadığı görüşü öne sürülebilir (ve haklılık payı da var) ama öncelikle tartışılması gereken konu zaten o değil.

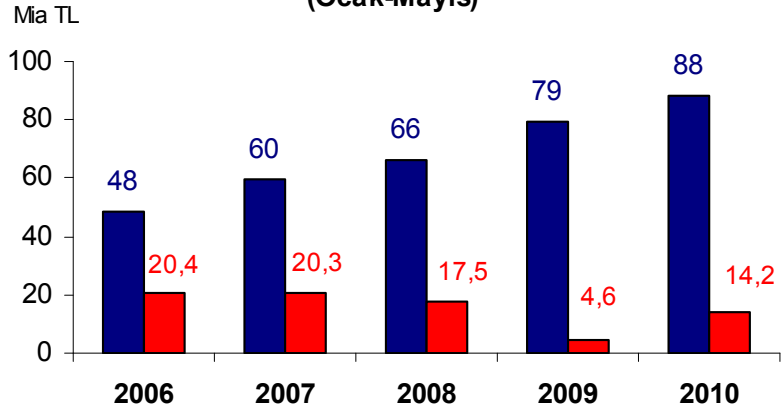
İkinci önemli doğal sonuç ise ekonomik büyümenin ödemeler dengesi üzerindeki etkisi.

Ekonomi bu kadar büyüebiliyorsa bunu (içerden, dışardan) finanse edebiliyor demektir. Aksi durumda ekonomi zaten büyüemezdi. Gerçekten de bu yılın ilk 4 ayında ekonomi yaklaşık 21 milyar \$'lık bir döviz fonlama sağlayabildi (geçen yıl durum bunun tam tersi olup ekonomi küçülürken, yandaki grafik). Bu fonlama da bankalar ve kamu sektörü kanallarından sağlandı (2009'da geri çekilen bankalar döviz kredilerini biraz arttırmaya başlayınca hemen yeniden

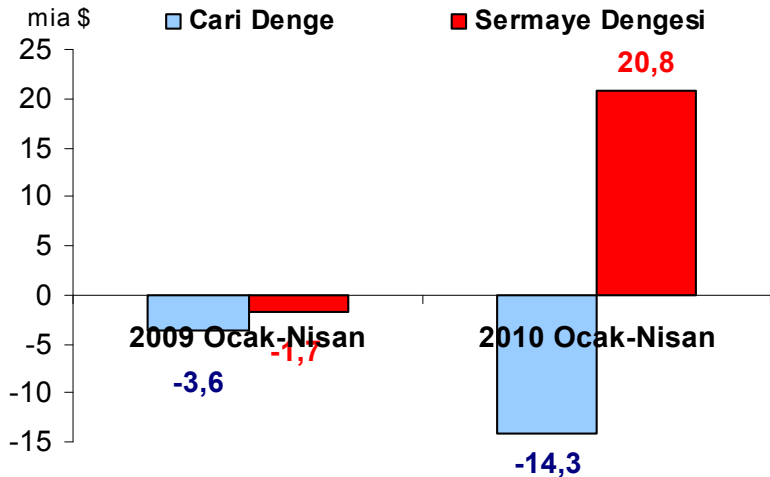
Katma Değer ve Özel Tüketim Vergi Gelirleri



Faiz Dışı Harcama ve Denge (Ocak-Mayıs)

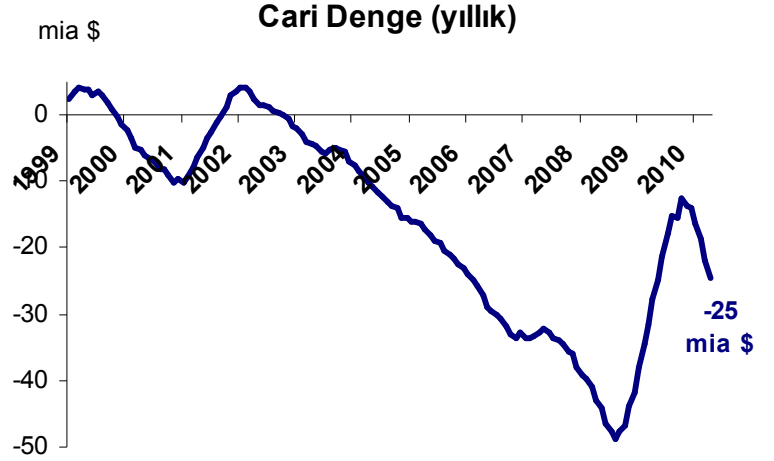


Ödemeler Dengesi



sendikasyon piyasasına çıktılar ve geri ödemelerinden daha fazla borçlanarak reel sektöre aktarmak üzere uzun vadeli döviz kaynak yaratmaya çalışıyorlar; şirketler henüz eskisi gibi değil, yurtdışından vadesi gelen ödemelerinin altında borçlanıyorlar (bunda artık yurtiçinden döviz borçlanabilecek olmaları da etkili). Doğal olarak bu fonlama sayesinde yatırım yapan, hammadde, makine ve aramal ithalatı yapan ekonomi de hızla büyüyebiliyor.

Cari denge açığındaki (enerji ithalatı artışından kaynaklanmayan) yükseliş biraz tahminlerin ötesinde olunca bir anda endişeler artmaya başladı ama (bize göre) gereksiz. Ekonominin krizden çıkmakta olduğu, ithalatını ve stoklarını ciddi şekilde azaltmış olduğu bir ortamda ortamın normalleşmeye başlaması doğal olarak cari açığını bu paralele hızla artırıyor. Ekonomi krizde kaybettiklerini geri alıp büyüme hızında istikrar kazanınca cari denge açığı da artmaya devam edecek ama daha yavaş artacak. Bugün için gelinen seviye de zaten akademik olarak çok tehditkar seviyelerde değil. GSYH'nın %4-5'i arasında stabilize olabilirse endişe etmeye gerek olmayacaktır.



İhracatın nasıl seyredeceği de cari açık tarafında önemli olacak. Yılın ilk 5 ayında ithalat (geçen yılın aynı dönemine göre) %37 artarken ihracat bunun yarı hızında %16 artabildi. Ana ihracat pazarındaki sorunlar endişe kaynağı. Ama bu eğer ekonomi oraya ihracat yapamadığı üretimi yurt içine satarsa, yani **büyüme yavaşlatmak yerine iç talebe daha fazla yüklenerek büyüme devam ederse** sorun olabilir. Aksi durumda zaten ekonomi daha yavaş büyüyerek cari denge açığının artışını da dizginleyecektir.

Ne Sıcak Ne Soğuk...

Ekonominin halen ne yaptığı açık. Ama çok daha önemlisi bundan sonra ne yapacağı ve bunu görmek, halen ne yapmakta olduğunu anlayabilmek kadar kolay değil.

Mevsimsellikten arındırıldığında son 3 çeyrekte ekonomi yavaşlıyor ve 2010 ilk çeyreğinde 2009 sonuna göre ekonomi aslında yerinde saydı. Yılın ilk çeyreğinde büyüme olumsuz etkileyen ihracat faktörü de zayıf seyretelemeye devam ediyor. Eğer Türkiye ekonomisi gelecek çeyreklerde büyümekte zorlanırsa o zaman yukardaki Goldilocks senaryonun anlamı kalmayacak.

Öte yandan bunun olmayacağını gösteren sinyaller de var. Yine mevsimsellikten arındırılmış sanayi üretim verisi ilk 3 ayda olduğu gibi Nisan'da da oturaklı bir artış sergilemeye devam etti. Kapasite kullanımı da ikinci çeyrekte yüksek seyrediyor. Dolayısıyla ekonomi ikinci çeyrekte sanayi üretiminden destek almaya devam edecek gibi gözüküyor. İhracat hala yavaş olduğuna göre bu desteğin ardında yine iç talep olacak. Merkez Bankası'nın enflasyon tarafında önemli bir rahatsızlığı olmadığına göre iç talebi dizginleyecek bir önemli faktör ortada olmayacak. Ayrıca banka bilançoları da yılın ikinci yarısında tüketim tarafının hala güçlü olduğunu gösteriyor. Son olarak da geçmişe bakıldığında Türkiye ekonomisinin bir önceki yılın son çeyreğinde yüksek büyüme hızı olduğunda yeni yıla yavaşlayarak girmek gibi bir huyu da var (mevsimsellikten arındırıldığı halde). Elbette geçmişte ne olduğu her zaman geleceği belirlemez ama büyüme gibi çok değişkenlik sergilemeyen verilerde bu biraz daha mümkün.

Bu nedenlerle geleceğe yönelik performans açısından **şimdilik** olumsuz olmamak gerekir. Ekonomi daha ziyade piyasa dostu Goldilocks düzenini devam ettirecek, belki yakın zamanda işsizliği aşağı çekemeyecek ama para otoritesini de politikasını (yani politika faizini) piyasaları rahatsız edecek şekilde kullanmaya mecbur bırakmayacak şekilde seyredecek gibi gözüküyor. Bu da belki en iyisi çünkü çok soğuk olsa hükümet, çok sıcak olsa da Merkez Bankası işe karışacak ve kimse memnun olmayacak.