

- 1 Devalüasyon yapamıyorsan, gelirleri kısacaksın
- 1 Yeni politika istenen etkiyi sağlayabilir mi?
- 2 Bütçede Avrupa kriterlerini tutturduk!
- 3 Rezervler \$ 80 milyar
- 3 Üretimde kriz öncesi döneme ulaşıldı
- 3 TÜFE'de gıda etkisi

SAYI: 12/10

- Turkish Yatırım Araştırma Birimi tarafından her ay yayınlanır.
- Baskıya giriş tarihi: 24.12.2010
- Sahibi ve Yazı İşleri Müdürü:
Turkish Bank A.Ş. adına Tuğrul Belli
- Yazışma Adresi:
Ekonomik Rapor,
Turkish Bank A.Ş.,
Vali Konağı Cad., no:1,
Nişantaşı, İstanbul 34371
- tel: 212- 373 6373
- e-mail: rapor@turkishbank.com
- Raporun eski sayıları Turkish Bank web sitesinden indirilebilir. Rapora ücretsiz olarak abone olmak isteyenler, e-mail adresine başvurabilirler.

Baskı: Doğan Can Ofset tel: (212) 5675383

Kilometre Taşları

Ege Cansen

EURO NASIL KURTULUR?

Avrupa Birliği'nin ortak para birimi Euro inşa edilirken, bir para biriminin üzerine oturması gereken iki sütundan birinin olmamasının sorun çıkarabileceği söylenmişti. Bir paranın üstüne basması gerekli iki sütundan biri "merkez bankası" diğeri de "hazine"dir. AB de "Avrupa Hazine Bakanlığı" kurulmadı. AB'nin ortak para birimi olan Euro, sadece tek bir sütuna yani Avrupa Merkez Bankası'na bastı. Bir ortak Hazine Bakanlığı'nın olmayışının yarattığı zafiyeti önlemek için (üye ülkelerin Hazine veya Maliye bakanlıkları kamu borcu yaratmada ipin ucunu kaçırmamasın diye) Maastricht kriterleri kondu. Buna göre, herhangi bir üye ülkenin yıllık bütçe açığı, milli gelirinin %3'ünü, borç toplamı da %60'ı geçmeyecekti.

Ancak "cari açıkla" ilgili bir kıstas yoktu. Yunanistan anlaşılacağına göre, resmi hesaplarda hile yapmıştı. Hem bütçe açığını hem de kamu borcunu doğru söylememişti. Ancak İrlanda böyle bir şeye başvurmamıştı. Hakeza Portekiz veya İspanya için de böyle iddialar ortaya atılmadı. Ama buna rağmen İrlanda da Yunanistan gibi patladı.

Mali krize giren veya girmeye yakın duran bütün AB ülkelerinin ortak özelliği hepsinin "cari açık"larının yüksek ve yapışkan olmasıdır. Üstelik ufukta bunun kapanacağına dair bir işaret yoktur. Cari açık meselesinin diine kadar dert yaratmamasının nedeni, Euro Bölgesi'nin cari açık vermemesidir.

Cari açığı kapamanın (eğer kapatılmak isteniyorsa) en önemli aleti "devalüasyon"dur. Ama Euro'nun devalüe edilmesine gerek yoktur. Çünkü ortada bir açık yoktur. Buna mukabil üye devletlerin devalüasyona ihtiyacı vardır. Krize giren ülkeleri, devalüasyon yapmadan rekabetçi kılmanın yolu, cari açık veren ülke vatandaşlarının "gelirlerini düşürmektir." Yunanistan ve İrlanda'daki sokak gösterileri de "kimin geliri düşsün" den çıkmaktadır.

Sui Generis

Tuğrul Belli

MERKEZ'İN YENİ POLİTİKASI

Sezar'ın hakkını Sezar'a verirsek, Merkez Bankası'nın küresel kriz döneminde izlediği agresif faiz indirimi politikasının son derece başarılı olduğunu söylememiz gerekir. Merkez piyasayı iyi analiz ederek, reel talep ve istihdamla ilgili gelişmeleri çok iyi sezinleyerek, enflasyon beklentilerini ve kur gelişmelerini dikkatle takip ederek neredeyse hiçbir piyasa oyuncusunun veya analistin tahmin edemediği bir hızda faizleri düşürmek suretiyle hem krizin daha az hasarla atlatılmasını, hem de toparlanmanın beklenenden çok daha çabuk gerçekleşmesini sağladı.

Öte yandan, belki de son 2 yıldaki başarısının da getirdiği özgüvenle, Merkez Bankası son dönemlerde ortodoks politikalarından uzaklaşma eğilimi içine girmeye başlamış gözüküyor. 10 Aralık'ta Bşk. Yrd. Erdem Başçı'nın Türkiye Ekonomi Kurumu'nda yaptığı sunum yeni politikanın ana hatlarını ortaya koymuştu. Başçı sunumunda "yeni konjonktürün temel özelliğinin, güvenilir ve

devamı sayfa 4'de

Bütçe ve Kamu Finansmanı

Bütçe açığı %3'ün altında!

◆ Bütçe rakamları pozitif yönde sürpriz yapmaya devam ediyor. Kasım ayında da bütçe açığı 2009 Kasım'ına göre %88 oranında daralarak TL 3.1 milyardan TL 364 milyona gerilemiş bulunuyor.

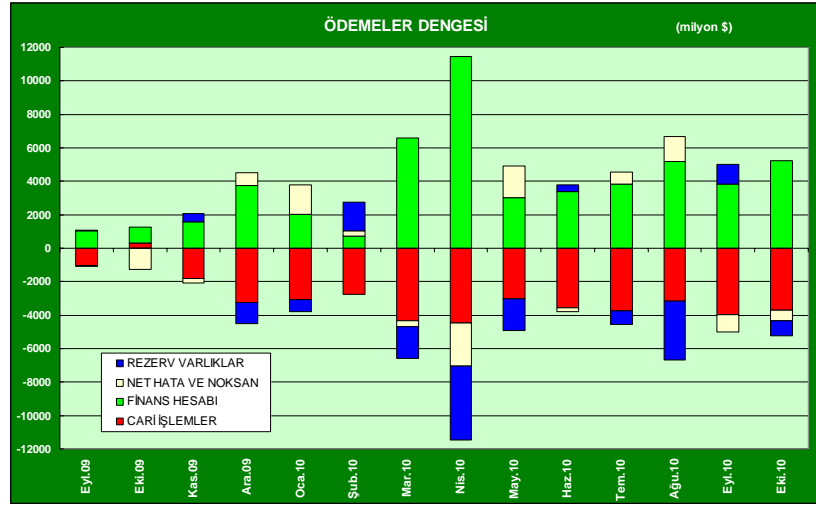
◆ Aslında harcama kalemlerine bakıldığında hemen hemen hepsinin TL 50.2 milyar açık vermesi öngörülen 2010 bütçesi ile uyumlu gittiği göze çarpıyor. 2010 yılı bütçesinde toplam faiz-dışı harcamalar 230 milyar TL

MERKEZİ YÖNETİM BÜTÇESİ	2009 Kasım	2010 Kasım	Artış	2009 Oca-Kasım	2010 Oca-Kasım	Artış
Harcamalar	20,942,143	25,740,026	22.9%	239,541,761	255,770,357	6.8%
1-Faiz Hariç Harcama	19,026,883	20,750,933	9.1%	187,382,608	209,311,593	11.7%
Personel Giderleri	4,884,946	5,442,990	11.4%	52,297,213	58,195,841	11.3%
Sosyal Güv.Kur. Devlet Primi	598,088	962,769	61.0%	6,314,922	9,921,146	57.1%
Mal ve Hizmet Alımları	2,476,601	2,334,015	-5.8%	22,312,409	21,608,734	-3.2%
Cari Transferler	7,806,467	8,268,929	5.9%	84,877,582	92,949,328	9.5%
Sermaye Giderleri	2,212,324	2,704,564	22.2%	13,867,865	17,556,650	26.6%
Sermaye Transferleri	559,879	543,178	-3.0%	3,002,251	3,855,149	28.4%
Borç Verme	488,578	494,488	1.2%	4,710,366	5,224,745	10.9%
2-Faiz Harcamaları	1,915,260	4,989,093	160.5%	52,159,153	46,458,764	-10.9%
Gelirler	17,818,232	25,375,367	42.4%	193,185,855	232,281,068	20.2%
1-Genel Bütçe Gelirleri	17,362,791	24,836,167	43.0%	187,343,211	225,049,879	20.1%
Vergi Gelirleri	15,083,957	22,162,942	46.9%	154,247,457	192,574,246	24.8%
Teşebbüs ve Mülkiyet Gelirleri	375,792	417,877	11.2%	9,318,326	9,147,969	-1.8%
Alınan Bağış ve Yardımlar ile Özel Ge	37,884	70,776	86.8%	830,494	1,543,136	85.8%
Faizler, Paylar ve Cezalar	1,833,795	2,145,018	17.0%	21,194,218	19,133,186	-9.7%
Sermaye Gelirleri	15,438	22,525	45.9%	1,479,967	2,481,386	67.7%
Alacaklardan Tahsilat	15,925	17,029		272,749	169,956	
2-Özel Bütçeli İdarelerin Öz Gelirleri	370,344	448,631	21.1%	4,114,073	5,442,957	32.3%
3-Düzen. ve Denet. Kurumların Gelirleri	85,097	90,569	6.4%	1,728,571	1,788,232	3.5%
Bütçe Dengesi	-3,123,911	-364,659	-88.3%	-46,355,906	-23,489,289	-49.3%
Faiz Dışı Denge	-1,208,651	4,624,434	-482.6%	5,803,247	22,969,475	295.8%

hedeflenmişti. İlk 11 ay sonunda harcamalar hedefle uyumlu bir şekilde TL 209 milyar olarak gerçekleşti.

◆ Bütçedeki asıl düzelme ise gelirler tarafında yakalandı. Bu sene ekonominin tahminlerin oldukça üzerinde büyümesi ile birlikte devletin özellikle dolaylı vergi gelirleri önemli boyutta arttı. Bu sene TL 236.8 milyar hedeflenen toplam gelirler ilk 11 ay sonunda bu rakama çok yaklaşarak TL 232.3 milyar oldu.

◆ Şöyle ki, ilk 11 ayın toplamında, dahilde alınan KDV, ÖTV ve ithalde alınan KDV'deki artış oranları sırasıyla %42, %31 ve %38 oldu.



◆ Açığın beklenmedik ölçüde daralması, cari açık riskinin

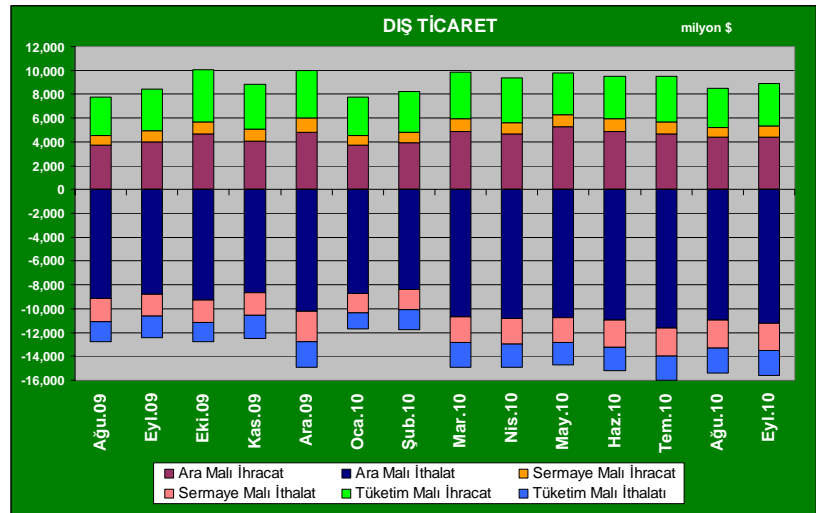
dengesinin bozulmaması önemli.

◆ Hazine Aralık ayında bile itfanın altında borçlanarak bütçenin gidişatı konusunda olumlu bir sinyal daha verdi. Ocak ve Şubat aylarında da toplamda itfanın TL 6 milyar altında borçlanılması planlanmaktadır.

Ödemeler Dengesi ve Dış Ticaret

Merkez \$ 14.5 milyar döviz almış

◆ Ekim ayı ihracatı %8.8 artışla \$ 8.9 milyar, ithalatı ise %35.5 artışla \$ 17.3 milyar olarak gerçekleşti. İhracat artış oranı düşmüş olmasına rağmen ithalat artmaya devam ediyor. Gümrük kayıtlarına göre de Kasım'da

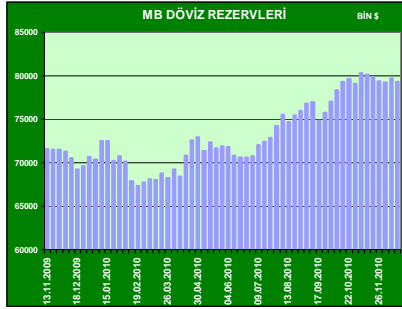


ihracat %6.2 artışla \$ 9.5 milyar, ithalat da %39 artışla \$ 17.6 oldu.

◆ Kasım ayında bu senenin flaş ihracat sektörü olan otomotivde az da olsa (%5) bir gerileme söz konusu. Öte yandan bu ay kimya sanayinin ihracatı %36 oranında artmış bulunuyor.

◆ Kasım'dan sonra dış ticaret rakamlarındaki baz etkisi ortadan kalkacağı için reel artışlar daha net olarak gözükülecek.

◆ Mart ayından beri olduğu gibi Ekim'de de finans hesabından girişler cari açığı fazlasıyla karşılamış. Gelen ek miktar Merkez Bankası'nın döviz alım ihaleleriyle döviz rezervi biriktirmekte kullanılıyor. Sene başından beri Merkez bu yolla \$ 14.5 milyar satın alarak döviz rezervini \$ 79.3 milyara çıkardı.



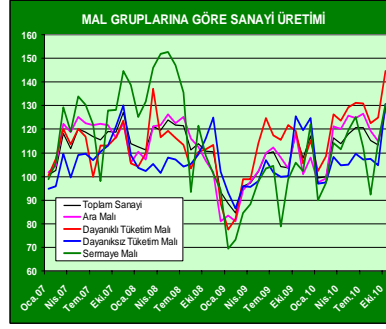
◆ Ekim'deki \$ 5.3 milyar toplam finansal girişlerin yaklaşık \$ 1 milyarı hisse senetleri, \$ 1.5 milyarı devlet tahvilleri ve \$ 2 milyarı banka borçlanmalarından kaynaklanmakta.

Üretim ve Büyüme

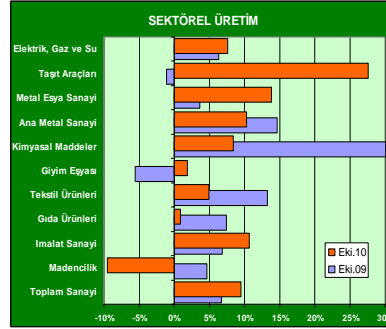
Üretim kriz öncesi seviyeyi geçti

◆ Ekim ayında sanayi üretim endeksi %9.5 artış gösterdi. Mayıs 2008'de 123.9 değeriyle tepe noktasını görmüş olan sanayi endeksi böylece krizden sonra ilk defa bu değeri aşarak 129.1 oldu.

◆ Grafikten de görüldüğü gibi, sermaye malı dışındaki bütün mal gruplarının endeksleri kriz öncesi dönemin üstüne çıkmış durumda.



◆ Ekim'de sektörel olarak en çok artış gösterenler otomotiv ve metal eşya sanayileri.



◆ Eylül'de işsizlik önceki aya göre 0.1 puan gibi çok az bir düşüşle %11.3'e geriledi.

İŞGÜCÜ DURUMU (Eylül)	(bin kişi)	
	2009	2010
Kurumsal olmayan nüfus	70 707	71 508
15 ve daha yukarı yaştaki nüfus	51 862	52 718
İşgücü	25 416	25 907
İstihdam	22 020	22 973
İşsiz	3 396	2 934
İşgücüne katılım oranı (%)	49,0	49,1
İstihdam oranı (%)	42,5	43,6
İşsizlik oranı (%)	13,4	11,3
Tarım dışı işsizlik oranı (%)	16,9	14,3
Genç nüfusta işsizlik oranı (%)	24,3	21,2
İşgücüne dahil olmayanlar	26 446	26 810

◆ Eylül ayında ağustosa göre nette 220 bin kişilik istihdam kaybı olmasına rağmen, işsizlik oranının düşmesine aynı dönemde katılım oranının 0.6 puan azalarak %49.1'e gerilemesi neden oldu.

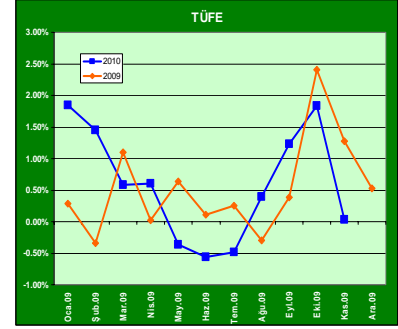
Enflasyon

Gıda fiyatları TÜFE'yi düşürdü

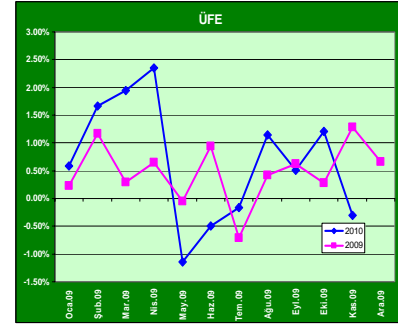
◆ Kasım'da TÜFE %0.03, artış, ÜFE ise %0.31 azalış gösterdi. 12 aylık enflasyon TÜFE'de %7.29, ÜFE'de ise %8.17 oldu.

◆ TÜFE'nin çok düşük gelmesi tamamen gıda fiyatlarındaki düşüşten kaynaklanmakta. Diğer

harcama gruplarındaki artışlar da makul düzeylerde.



◆ Enerji, tütün, gıda, içki ve altını dışlayan çekirdek enflasyon göstergesi "I" endeksi ise %2.5 yıllık artışla son 7 yılın en düşük seviyesinde.



◆ Önümüzdeki dönemde TÜFE'nin daha da düşmesi sürpriz olmayacak. Bilindiği gibi bu sene başında içki ve alkole yapılan zamlar neticesinde ilk 2 ay, TÜFE oldukça yüksek çıkmıştı. Şimdi, 12 aylık seriden bu değerlerin çıkmasıyla Mart başında TÜFE %5'in bile altına gerileyebilir. Ancak sonrasında, ekonominin oldukça ısınmış olması nedeniyle enflasyonda tekrar bir yükseliş olacaktır.

◆ MB'nin açıkladığı "2011 yılı para ve kur politikası" metninde enflasyon hedefi önümüzdeki sene için %5.5 olarak korunmakta. 2012 ve 2013 için ise hedefler %5 olarak belirlenmiş. Hedeflerin neredeyse sabit kalmış olması Merkez'in enflasyonla savaş konusunda fazla agresif olmayı düşünmediğini göstermekte.

Faizler

◆ MB 16 Aralık'ta alışıl gelmişin dışında bir hareketle daha önce politika faizi olarak belirlediği 1 haftalık repo oranını %7'den %6.5'e çekti. Her ne kadar piyasa indirime hazırlıklı idiyse de (bilgi bir hafta önce yapılan bir sunum metninde yer alıyordu) ekonomik ısınma ortamında yapılan indirimin sebebi tam olarak anlaşılama-
dı.

◆ MB indirimle eş zamanlı olarak bankaların TL zorunlu karşılıklarını vade kademeli olarak 1 ve 2 puan artırarak banka kaynak-

SUI GENERIS—s1'den devam

dinamik yükselen piyasa ekonomilerine yoğun sermaye akışı sonucunda, bu ekonomilerde aşırı ısınma, aşırı borçlanma ve varlık balonları oluşması riskinin belirmesi ve cari açığın finansal istikrarı tehdit edecek düzeylere ulaşma ihtimali” olduğunu vurguluyor. Böyle bir konjunktürde, politika faizlerinde artırıma gitmenin iç talebi baskılamak yoluyla ithalatı düşürüp cari açığı azaltırken, yabancı sermaye akımlarını hızlandırarak TL'nin değerlenmesine ve ithalat talebini artırarak cari açığı artırma gibi istenmeyen yönde etkileri olabileceği belirtilmekte. Başçı'ya göre “bir yandan faiz dışı araçları kredilerdeki ivmelenmeyi önlemek için sıkılaştırırken, diğer yandan kısa vadeli faizleri kurlardaki değerlenme eğilimini sınırlamak amacıyla kontrollü bir şekilde indirmek cari açığı artırma artışa karşı ideal politika bileşimi”. Açıkçası bu politika diğer gelişmekte olan ülkelerin uygulamakta olduğu politikalara göre oldukça farklı bir yaklaşım.

17 Aralık günü Merkez Bankası politika faizini 50 baz puan düşürerek ve aynı zamanda bankaların zorunlu karşılıklarını 1 aya kadar vadesi olan mev-

PARASAL GÖSTERGELER (milyon YTL)	1 10.12.10	2 12.11.10	3 25.12.09	4 1/2	5 1/3
Dolaşımdaki Para	44,342	49,465	35,400	-10.4%	25.3%
Vadesiz Mevduatlar	42,548	48,950	35,754	-13.1%	19.0%
M1	86,890	98,415	71,153	-11.7%	22.1%
Vadeli Mevduatlar	294,926	284,979	247,566	3.5%	19.1%
M2	381,816	383,394	318,719	-0.4%	19.8%
DTH	142,667	145,156	139,321	-1.7%	2.4%
DTH (milyar\$)	95.7	102.6	92.4	-6.7%	3.5%
M2Y	524,483	528,551	458,040	-0.8%	14.5%
Mevduat Bankaları Kredileri	400,094	389,312	289,388	2.8%	38.3%
Açık Piyasa İşlemleri	-19,122	-12,978	-12,248	47.3%	56.1%
Kamu Menkul Kıymetleri	248,919	241,181	233,783	3.2%	6.5%
Dolarizasyon (DTH/M2Y)	27.2%	27.5%	30.4%	-1.0%	-10.6%

larını TL 7.2 milyar daralttı.

Parasal Göstergeler

◆ Toplam parasal büyüklükler (M2Y) sene başından beri %14.5 kadar genişlemişken, aynı dönemde mevduat banka kredilerinin %38 oranında artmış olması sıcak

duatlarda %8'e ve 3 aya kadarki mevduatlarda da %7'e yükselterek yeni politikasını da uygulamaya sokmuş bulundu. Birinci tedbir sıcak paranın azaltılmasına, ikinci tedbir ise iç talebin azaltılmasına yönelik. Ancak bu seviyelerde kaldığı takdirde iki tedbirin de istenilen neticelere ulaşma ihtimali oldukça zayıf görünüyor. Politika faiz oranının 50 baz puan düşürülmesi sıcak para getirisini biraz düşürse bile, gelişmiş piyasalarla fark hala çok yüksek olduğu için sıcak para hacminde kayda değer bir azaltma yaratmayacaktır. Kısacası, Merkez'in kısa vadeli piyasa faizlerini TL'yi yabancılar için cazip olmaktan çıkaracak kadar yüksek bir oranda düşürme imkanı yok. (Eğer önümüzdeki 3 ayda manşet enflasyonda görülecek düşüşten cesaret alarak faizleri bu dönemde hızla düşürmeyi düşünüyorsa, bu son derece miyopik ve tehlikeli bir politika olur.) Aynı şekilde munzam karşılıklardaki artış oranı da çok düşük olduğu için (ki bankalar mevduat vadelerini 32 güne çekerek, zorunlu karşılıkları %7'de tutmaya da çalışıyorlar), kredi faizlerinde bu aşamada iç talebi kısıtlayıcı bir artış olma

paranın etkisini göstermekte. Bankaların mevduat dışında kullanabilecekleri kaynakları yurtdışından borçlanmaları ve sermaye kârıdır. Belli ki bankalar kredilerini bir senede TL 111 milyar büyütecek kadar kaynak bulmuşlar.

ihimali de söz konusu değil. Ayrıca, Merkez Bankası piyasa faizini korumak için para talebi geldiğinde piyasaya likidite vermek zorunda.

Sermaye hareketleri serbestiyeti ve dalgalı kur rejiminden ödün verilmeden (ki gerek Hükümet, gerekse de MB bu serbest piyasa prensiplerinden ödün verilmeyeceğinin altını özellikle çizmekte) cari açığın öngörülen politikalarla (geçici “beklenti” etkilerini bir kenara bırakırsak) anlamlı bir şekilde daralma ihtimali yok. Alınan tedbirlerle “en iyi ihtimalle” artış hızında biraz yavaşlama, ve finansman kalitesinde bir miktar düzelme sağlanacaktır. Cari açığı kısa sürede daraltma ise para politikası cambazlıklarıyla değil, KKDF'nin yüksek oranda arttırımı vasıtasıyla kredi maliyetlerinin doğrudan yükseltilmesi ve eş zamanlı olarak da sermaye hareketlerine gene vergiler yoluyla maliyet artırıcı engeller getirilmesi yoluyla olur. Ancak, bu aynı zamanda ekonomik aktivitenin ciddi şekilde daraltması anlamına gelir ki, siyasi iradenin bugün için böyle bir niyetinin olmadığı da açık!