

- 1 **Vahşi kapitalizmi vicdan ile dengelemek lazım**
- 1 **Dış kaynak olmadan büyüme olmuyor**
- 2 **Hazine düşük ihraç öngörüyor**
- 3 **Dış ticaret rakamlarında külçe altın farkı**
- 3 **Enflasyon sene sonunda %10'u geçebilir**

SAYI: 03/10

- Turkish Yatırım Araştırma Birimi tarafından her ay yayınlanır.
- Baskıya giriş tarihi: 23.03.2010
- 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.

Kilometre Taşları

Ege Cansen

ALTTA KALANIN CANI ÇIKAR!

Çocukken mahallede oynadığımız oyunlarından biri de toplu güreş gibi bir şeydi. Yedi sekiz oğlan çocuğu birbirini yere devirip üste çıkmaya çalışırdı. Bu kıyasıya mücadelede bazı- larımız en altta kalır ve feryadı basardı. Zaten oyunun adı da "altta kalanın canı çıksın" idi. Gerçekten de altta kalanın canı çıkardı. Çocuklar bütün masu- miyetlerine rağmen aslında çok zalimdir. Kediye tekme atar, arkadaşını duvardan aşağı iter, dikkatlerini çeksın diye kızların cebine solucan veya kurbağa koyup onları korkutur. Çocuk- ların hem masum, hem de zalim olmaları çok doğaldır. Çünkü çocuklar, içlerinden geldiği gibi davranır. İçgüdüleriyle hareket eder. Zaten insanın içgüdüleri içinde "vicdanlı" davranmak yoktur. Vicdan, doğuştan gelen değil, sonradan kazanılan bir ruh hali veya zihin kurgusudur.

Serbest piyasa ekonomisi veya genel geçer değişimiyle "kapita- lizm" de doğal bir sistemdir. İnsanların örgütlü cemiyet halin- de yaşamaya başladığı yaklaşık beş bin yıldır, deneyimlerini üst üste koyarak inşa ettikleri bir iktisadi düzendir. Doğal olduğu için "vicdan içermez". Kapita- lizmde altta kalanın hakikaten canı çıkar. Bu yüzden kapitaliz- me zaman, zaman "vahşi" sıfatı eklenir. Kapitalizmi, ehliştiren insanın "kolektif" aklıdır. Eski tabiriyle "ma'şeri vicdanı"dır. Bu vicdan üç şekilde tecelli eder. Birincisi, sosyal bir devlet kurarak olur. İkincisi, varlıklı insanların vaktflar yoluyla ve

doğrudan hayır işlerine servet tahsis etmeleriyle gerçekleşir. Üçüncüsü ve toplumsal hayat açısından en önemlisi, herkesin kendi imkân ve kabiliyeti içinde en yakınlarından başlayarak çevresine yardım etmesidir.

İşsizliğin arttığı bu kriz döneminde "bana ne, devlet yapсын veya bu kadar zengin ne güne duruyor" demeden ve alınabilecek iktisadi tedbirler sonuç versin diye beklemeden, herkes kendi çapında bir yaraya merhem olursa, hayat daha güzelleşir.

Sui Generis

Tuğrul Belli

ZAYIF DIŞ KAYNAK GİRİŞİ = DÜŞÜK BÜYÜME HIZI

20 aylık bir beklemeden sonra İMF ile olan defteri sonunda kapattık. Zaten, başından beri böyle bir anlaşmanın olasılığı da oldukça düşüktü. Ancak, anlaşma olasılığı uzunca bir süre gün- demde tutularak stresli dönem- lerde piyasaların aşırı oynaklık göstermesi de önlenmiş oldu.

Önümüzdeki dönemi değerlendirirken, öncelikle bir noktayı vur- gulamakta yarar var. Türkiye iç tasarrufları, özellikle aynı ligdeki diğer ülkelerle kıyaslandığında, kronik bir şekilde düşük seyreden bir ekonomi. Ekonominin, istih- damı arttırabilecek bir düzeyde (%5'in üzeri) büyüebilmesi için mutlaka dış kaynaklara ihtiyacı var. Ve bu durum öyle 1-2 senede düzeltilebilecek bir konu da değil. Maalesef, küresel konjonktürün son derece iyi olduğu 2003-2007 döneminde de bu konuda gerekli adımlar atılmadı. Bugün ise, tasarruf artırıcı önlemler almak konjonktürel olarak neredeyse imkansızdır. Uzun lafın kısısı,

Bütçe ve Kamu Finansmanı

İhraç-ifta oranı düşük seyrediyor

◆ Bütçe verileri, biraz da şaşırıcı bir şekilde iyi gelmeye devam ediyor. Faiz-dışı harcamalar tara-
fındaki artış enflasyon paralelinde
giderken, gelirlerde ise %15.5
gibi yüksek sayılabilecek bir artış
söz konusu.

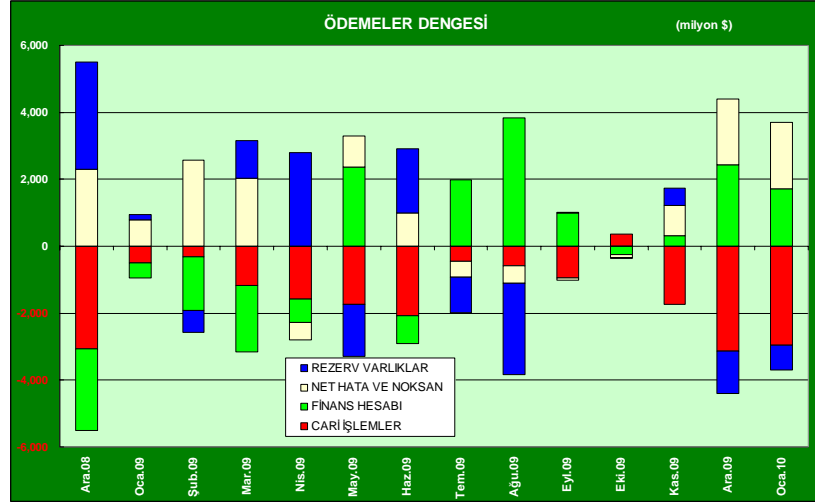
◆ Ancak detaylara baktığımızda
iyimser olmak için erken olduğu
görülüyor. Büyük ölçüde sosyal
güvenlik kuruluşları açıklarından
oluşan cari transferlerde geçen
seneki gibi büyük oranlı artışlar

MERKEZİ YÖNETİM BÜTÇESİ	2009 Şubat	2010 Şubat	Artış	2009 Oca-Şub	2010 Oca-Şub	Artış
Harcamalar	25,808,272	22,290,108	-13.6%	44,604,409	44,936,313	0.7%
1-Faiz Hariç Harcama	15,949,584	17,713,038	11.1%	30,962,809	34,269,735	10.7%
Personel Giderleri	4,429,917	4,928,967	11.3%	10,075,778	11,249,910	11.7%
Sosyal Güv.Kur. Devlet Primi	542,152	855,906	57.9%	1,232,766	1,893,584	53.6%
Mal ve Hizmet Alımları	1,480,829	1,343,331	-9.3%	2,577,142	2,078,785	-19.3%
Cari Transferler	8,777,144	9,946,616	13.3%	15,943,552	17,896,688	12.3%
Sermaye Giderleri	314,186	194,039	-38.2%	322,870	228,941	-29.1%
Sermaye Transferleri	71,821	118,631	65.2%	152,121	156,287	2.7%
Borç Verme	333,535	325,548	-2.4%	658,580	765,540	16.2%
2-Faiz Harcamaları	9,858,688	4,577,070	-53.6%	13,641,600	10,666,578	-21.8%
Gelirler	18,415,431	20,018,932	8.7%	34,244,939	39,543,973	15.5%
1-Genel Bütçe Gelirleri	17,363,465	18,889,054	8.8%	32,936,194	38,148,069	15.8%
Vergi Gelirleri	13,804,651	16,136,198	16.9%	27,629,692	33,440,631	21.0%
Teşebbüs ve Mülkiyet Gelirleri	335,769	705,411	110.1%	826,302	1,274,611	54.3%
Alınan Bağış ve Yardımlar ile Özel Ge	210,092	248,102	18.1%	247,752	289,499	16.9%
Faizler, Paylar ve Cezalar	1,689,477	1,752,769	3.7%	2,888,956	3,076,690	6.5%
Sermaye Gelirleri	1,306,689	11,721	-99.1%	1,319,946	28,665	-97.8%
Alacaklardan Tahsilat	16,787	34,853	208.1%	23,546	37,973	62.4%
2-Özel Bütçeli İdarelerin Öz Gelirleri	339,900	435,376	28.1%	504,290	610,889	21.1%
3-Düzen. ve Denet. Kurumlarının Gelirleri	712,066	694,502	-2.5%	804,455	785,015	-2.4%
Bütçe Dengesi	-9,392,841	-2,271,176	-24.3%	-10,359,470	-5,392,340	-47.9%
Faiz Dışı Denge	2,465,847	2,305,894	-6.5%	3,282,130	5,274,238	60.7%

olmasa da, reel bazda artış devam
etmekte. Vergi gelirlerinde görü-
len %21 oranındaki yüksek artışın
tamamı ise ÖTV ve ithal ürünler-
den alınan KDV'den kaynaklan-
makta. İthalat arttıkça KDV
gelirleri artıyor ancak bu durum
aynı zamanda dış ticaret açığının
artması anlamına geliyor.

◆ Geçen ay motorlu taşıtlar ver-
gisinde görülen yüksek oranlı ar-
tış ise %2 azalışa dönmüş durum-
da (ki 2009 Şubat'ında araba sat-
ışları zaten çok düşmüştü). Diğer
bütün önemli vergi kalemlerinde
ise düşüş söz konusu.

◆ Ekonomik aktiviteyi dolaylı
yoldan takip etmemizi sağlayan
bütçe kalemlerinden gelir vergisi
tevkifatı %24 ve dahil edilen



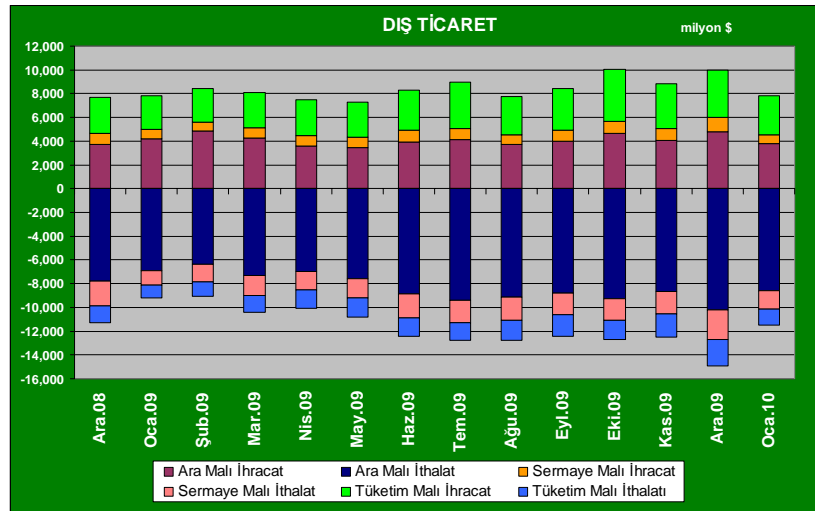
KDV %19 gibi yüksek oranlarda
gerilemiş durumda.

da borçlanma gerçekleştirmesi
hedeflenmekte. Nisan'daki TL 17
milyarlık itfaya karşı, TL 14.2
milyar ve Mayıs'taki TL 12.7
milyarlık itfaya karşın TL 7.7
milyar iç borçlanma öngörülüyor.
Karşılama oranı %74 gibi oldukça
düşük bir oran. Bu dönemde TL
7.5 milyar kadar bir faiz-dışı fazla
ve özelleştirme geliri beklenmek-
te. Bu düşük karşılama oranı he-
defi yükselen enflasyona karşın
bono faizlerini düşük tutuyor.

Ödemeler Dengesi ve Dış Ticaret

Külçe altın farkı

◆ Aralık'taki özellikle otomo-
bil kaynaklı yüksek ithalat artışı



sonrası, Ocak'ta bir düşüş görülmesi gayet normal. Ancak Ocak'ta ihracatta da yüksek oranlı bir düşüş görülmesi çok olumlu bir gelişme değil. Mamafih, bu düşüş kısmen külçe altın ihracatındaki azalmadan kaynaklanmakta. Geçen senenin aynı dönemlerinde yurtdışına önemli miktarlarda altın ihracatı olmuştu. Bu daha önce Türkiye'de pek görülen bir olgu değil. Bu durum piyasalardaki sıkışma ve altın fiyatlarındaki artış karşısında altın tasarruflarının kısmen bozdukları bir sonucuydu.

◆ Ocak ayı dış ticaret endekslerine göre ihracatımız miktar bazında Aralık ayına göre %22 ve zaten çok düşük olan 2009 yılının Ocak ayına göre ise %7 oranında gerilemiş durumda. Miktar endeksi değeri olan 135 ise son 3 yılın en düşük rakamı.

◆ TİM külçe altın ihracatını ihracat verilerine dahil etmediği için MB verileriyle arasında ciddi farklılıklar oluştu. Nitekim Ocak'ta MB %0.3 ihracat azalması raporlarken, TİM %12.5 artış açıkladı. Şubat'ta da böyle bir farklılık olması söz konusu. TİM verilerine göre Şubat ihracat artışımız %20.3. Mart'ta ise %30 gibi bir artış bekleniyor. (Yöntem olarak TİM'in yaklaşımının daha doğru olduğunu düşünüyoruz. Külçe altın bir tasarruf aracı olduğu için dış ticarete değil, sermaye hareketleri içerisinde yer almalı.)

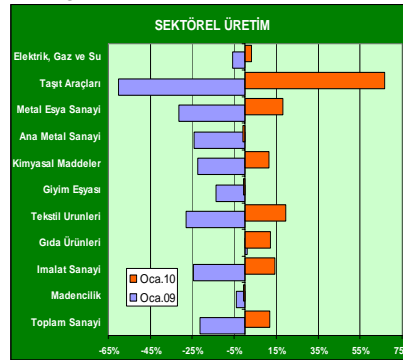
◆ İç talebin durgun seyretmesine karşın cari işlemler açığının \$3 milyar düzeyine çıkmış olması dikkat çekici. Bunda 2009 Ocak'ına göre %70 oranında artmış olan petrol fiyatlarının önemli bir etkisi söz konusu. Ancak, şu anda \$ 16 milyar seviyesinde bulunan 12 aylık açığın \$ 30 milyarın üzerine çıkması bazı sıkıntılar doğurabilir.

Üretim ve Büyüme

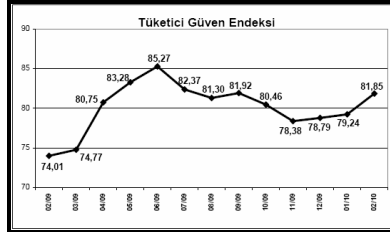
2009'da işsizlik %14'e çıktı

◆ Ocak'ta sanayi üretiminde %12 artış görüldü. Olumlu bir gelişme olmakla beraber geçen senenin aynı ayında üretim daralması %24 gibi çok yüksek bir oranda olduğunu hatırlamakta fayda var. Önemli bir baz etkisi söz konusu.

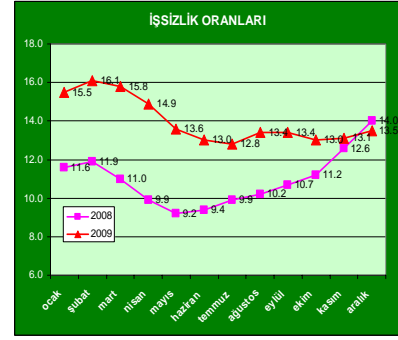
◆ Takvim etkisinden arındırılmış üretim endeksi ise bir önceki yılın aynı ayına göre %16.1 artış gösterirken, mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış endeks bir önceki aya göre sadece % 0.3 artış gösterdi.



◆ Şubat'ta güven endeksinde bir artış göze çarpmakta. Ancak bu ayki KDV gelirlerindeki düşüklük bu artışın harcamalara pek de yansımadığını gösteriyor.



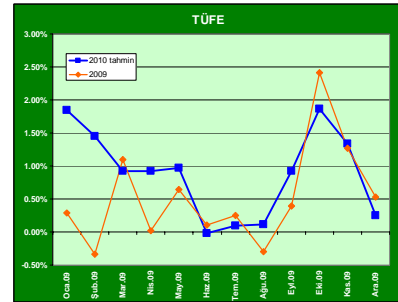
◆ Aralık ayında %13.5 olarak açıklanan işsizlik oranı ile birlikte tüm sene ortalama işsizlik oranı da belli oldu: %14. 2008'de işsizlik oranı %11 olmuştu. (2007: %10.2). Son 2 senede %40'a yakın artış gösteren işsizliğin geldiği seviyelerden aşağı çekilmesi ekonomi yönetiminin önündeki en zorlu hedeflerden biri olacak.



Enflasyon

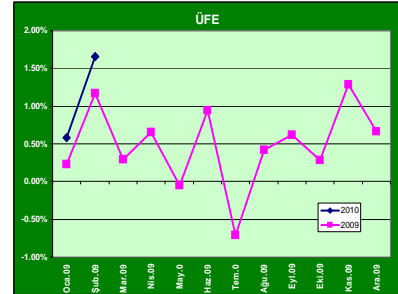
Enflasyon yüksek seyrediyor

◆ Şubat ayında TÜFE %1.45, ÜFE ise %1.66 arttı. Son 12 aylık enflasyon TÜFE'de %10.13, ÜFE'de ise %6.82 oldu.



◆ Durgun piyasalara rağmen enflasyon her ay yüksek gelmeye devam ediyor. Yapılan vergi ve zamlar ve yağışlı geçen kış gibi faktörler etkili de olsa, para politikasında sıkılaştırma imkanının az olduğu da dikkate alınır, bu sene sonu enflasyonun çift hanelerde kalması ihtimali yükseliyor.

◆ Yukarıdaki grafikte 2002-2009 yılları aylık ortalamalarına göre TÜFE'nin olası gelişimi görülmekte. Bu senaryonun gerçekleşmesi halinde sene sonu enflasyonu %11'i geçecek.



Faizler



◆ Merkez Bankası Mart ayında da faizlerde bir değişiklik yapmadı. Kurul, faiz oranlarının uzun bir süre düşük düzeylerde tutulması gerekeceğini teyid etmekle birlikte enflasyon beklentilerinde gözlenen artışın genel fiyatlama davranışlarında bozulmaya yol açması halinde daha erken bir parasal sıkılaştırmaya gidebileceğini belirtti. Daha önce 4. çeyrek-

SUI GENERIS—s1’den devam

yabancı kaynaklara hâlâ büyük ölçüde ihtiyacımız var.

Ancak, gerek küresel krizden toparlanmanın çeşitli sebeplerle yavaş gerçekleşmesi, gerekse de Türkiye'nin kendi yapısal sorunları nedeniyle, bu dönemde yüksek bir yabancı sermaye girişi beklemek imkansız. Portföy yatırımları tarafında negatif TL reel faizlerinin bir cazibesi olamaz. Öte yandan, geçen sene aşırı daralmış olan finans kesimine giren yabancı kaynaklarda kısmi bir artış görülebilir. Aynı şekilde, 2009'da küresel ölçekte %40 oranında gerileyen doğrudan yabancı yatırımlarda (FDI) da, bu sene göreceli bir düzelme beklenebilir. Ancak, Dünya Bankası'nın Mart ayında yayınladığı konuyla ilgili notunda, özetle "gelişmekte olan ülkelere yatırımların orta vadede ancak 90'lı yılların sonunda görülen seviyelere gelebileceği, kriz öncesi seviyelere gelmesinin çok zor olduğu ve yatırımların

PARASAL GÖSTERGELER (milyon YTL)	1 05.03.2010	2 05.02.2010	3 25.12.2009	4 1/2	5 1/3
Dolaşımdaki Para	36,239	34,379	35,400	5.4%	2.4%
Vadesiz Mevduatlar	34,694	33,962	35,754	2.2%	-3.0%
M1	70,933	68,341	71,153	3.8%	-0.3%
Vadeli Mevduatlar	257,954	250,877	247,566	2.8%	4.2%
M2	328,888	319,218	318,719	3.0%	3.2%
DTH	136,078	136,429	139,321	-0.3%	-2.3%
DTH (milyar\$)	88.5	91.5	92.4	-3.4%	-4.3%
M2Y	464,965	455,647	458,040	2.0%	1.5%
Mevduat Bankaları Kredileri	305,718	296,790	289,388	3.0%	5.6%
Açık Piyasa İşlemleri	-17,315	-15,933	-12,248	8.7%	41.4%
Kamu Menkul Kıymetleri	244,455	238,647	233,783	2.4%	4.6%
Dolarizasyon (DTH/M2Y)	29.3%	29.9%	30.4%	-2.3%	-3.8%

ten önce artırılması beklenmeyen gecelik faizlerin 3. çeyrekte yukarı çekilebileceği görüşü piyasaya hakim olmaya başladı.

Parasal Göstergeler

◆ Banka kredilerinde Ocak'ta görülen artışın devam ettiği gözlenmektedir. İlk 2 aylık artış %6'ya yaklaşmış durumda. 2009 yılının tümünde kredi artış oranı sadece %8 olmuştu.

◆ TL mevduatlarda aylık faiz birikiminin üzerinde bir artış göze çarparken, DTH'larda bir azalma

ağırlıklı olarak Çin başta olmak üzere Doğu Asya ülkelerine kanalleneceği belirtiliyor. Kısaca, bu kalemden de beklentimiz oldukça zayıf.

İMF'nin yerine çıpa olması öngörülen "Mali Kural" ve Orta Vadeli Program'ın ise bu beklentileri karşılama ihtimali çok düşük. Bugün için yabancı yatırımcılar Türkiye ekonomisini çok riskli gördükleri için değil, sadece genel yatırım iştahlarının olmadığı için yatırım yapmamaktalar. Bu nedenle "Mali Kural"ın varlığı çok az şeyi değiştirecektir. Ayrıca "Mali Kural" ile birlikte mutlaka bütçenin de özerk bir kuruluş tarafından denetlenmesi gerekiyor(du). Bu konuda herhangi bir girişim yapılacağına dair bir işaret yok. Maalesef, mali kuralın da İMF anlaşması konusuna benzer bir şekilde, uzun bir süre "piyasa beklenti yönetimi aracı" olarak kullanılması olasılığı oldukça yüksek.

görülmekte. Ancak, bu azalışın bir kısmı euro'nun dolar karşısında değer kaybetmesinden kaynaklanmakta.

Böyle bir ortamda, büyüme hızımızın düşük seyretmesi kaçınılmaz. Belki, bu durumda bir döviz krizi yaşamayacağız, ancak bugüne kadarki krizler sonrasında yaşadığımız güçlü bir geri toparlanma hareketi de olmayacak. Şu ana kadar gelen bütün makroekonomik veriler (enflasyon, dış talep, iç talep, tüketici güveni, bütçe, ödemeler dengesi, enerji fiyatları, istihdam, kapasite kullanımı vs.) bu durgun gidişatı teyit eder nitelikte. Ancak, piyasaların bu olumsuz gidişatı henüz yeteri kadar fiyatladığı da söylenemez.