

1 Kemerleri sıkılmak borsalara yaramıyor

1 Acı reçeteleri uygulamak da, netice almak da zor

2 Cari açığı artışı hızlanmaya başladı

3 Üretimde toparlanma netleşmeye başladı

3 Enflasyonda Nisan suçlusu et fiyatları!

SAYI: 05/10

- Turkish Yatırım Araştırma Birimi tarafından her ay yayınlanır.
- Baskıya giriş tarihi: 24.05.2010
- 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

EKONOMİK RAPOR

Kilometre Taşları

Ege Cansen

MALİ İSTİKRAR, BORSAYI DÜŞÜRÜR

Bir ülkede, çoğu zaman siyasi nedenlerle, makro dengeler şirazededen çıkabilir. Burada makro dengeler denince iki şey anlamak yeter. Birincisi, bütçe açığıdır; diğeri de cari işlem yani dış açıktır. Bütçe açık vermeye başlayınca, bu açık Hazine'nin içeriden veya dışarıdan daha fazla borçlanmasıyla kapatılacağı için, kamu borcunun milli gelire oranı yükselir. Bu da ilk iki makro dengesizlikten dolayı ortaya çıkan üçüncü ve çok önemli diğ bir makro bozulmadır. Olaylar bu kerteye gelince de, er veya geç o ülkede bir mali kriz çıkar.

Mali krizi aşmak için "istikrar önlemleri" alınır. Bu önlemler, kamu harcamalarının kısılması ve vergilerin yükseltilmesi şeklinde tezahür eder. Bütçe ödeneklerinin düşürülmesi, kamu harcamalarını azaltır. Vergilerin arttırılması, özel sektörün (hane halkı ve şirketler) elinde kalan harcanabilir parayı azaltır. Dolayısıyla özel sektörün harcamaları da düşer. Böylece ülkede "talep daralması" oluşur. Talep daralması, milli gelir artışını frenler. Hatta düşürür.

Milli geliri artmayan ve hatta düşen bir ekonomide firmaların da satışları ve kârları düşer. Karı düşen ve büyüme projeleri ertelenen firmaların "piyasa değeri" düşer. Bu sürecin herkes tarafından görünür hale gelmesi de "menkul kıymet borsa endekslerinin düşmesi" sayesinde olur.

Bugünlerde Euro Bölgesinde "istikrar önlemleri" alınıyor. Bu

önlemlerin, yakın gelecekte Avrupa borsalarında düşüşe yol açmazı kaçınılmazdır. Bu düşüşü frenleyecek dinamik, reel faizlerin "eksi" ye düşmesi olacaktır.

Sui Generis

Tuğrul Belli

ACI REÇETELERİN ZAMANI GELDİ!

Yunanistan krizi sonrasında özellikle euro'nun hızlı değer kaybıyla birlikte Avrupa ülke tahvilleri piyasasında yaşanan sert satış dalgası Almanya başta olmak üzere euro bölgesinin merkezi hükümetlerini oldukça rahatsız etti. Nitekim, Yunanistan'a yapılacak olan AB-IMF ortak yardım programının açıklanması ile birlikte Avrupa Merkez Bankası 750 milyar euro'luk bir destek programı daha açıklamak zorunda kaldı. Ancak, açıklanan paketin detayları ve kullanım şartlarının belli olmaması nedeniyle piyasalar diken üstünde kalmaya devam etti. Bunun üzerine Alman Başbakanı Merkel'in insiyatifıyla Alman finansal düzenleme kurumu "Bafin" euro bölgesi devlet tahvillerinde, kredi temerrüt garantilerinde ve 10 büyük finans şirketinin hisse senetlerinde çıplak açığa satışı 11 ay süreyle yasakladı. Ancak bu durum piyasaları daha da tedirgin ettiği gibi, "Acaba Almanlar piyasanın henüz farkında olmadığı çok büyük riskleri görerek böyle sert bir karar mı aldılar?" sorusunun gündeme gelmesine yol açtı. ("Çıplak açığa satış" elinde ödünç alınmış menkul değer olmadan, söz konusu menkul değeri satmak, yani değerinin ileride azalacağı yönünde pozisyon almak olarak

devamı sayfa 4'de

Bütçe ve Kamu Finansmanı

◆ Nisan'da bütçede harcamalar %20 artarken, gelirlerdeki artış sadece %3.3 oldu. Ancak, harcamalardaki yüksek artışın sebebi bu ay yoğun itfa olması sebebiyle faizler. Faiz hariç harcamalardaki artış sadece %0.8. Hatta, bu ay mal-hizmet alımları, cari transferler ve sermaye giderleri hesaplarında azalışlar göze çarpmakta.

◆ Söz konusu kalemlerde 1.5-2 milyar TL kadar ödemelerde bir geciktirme söz konusu olabilir.

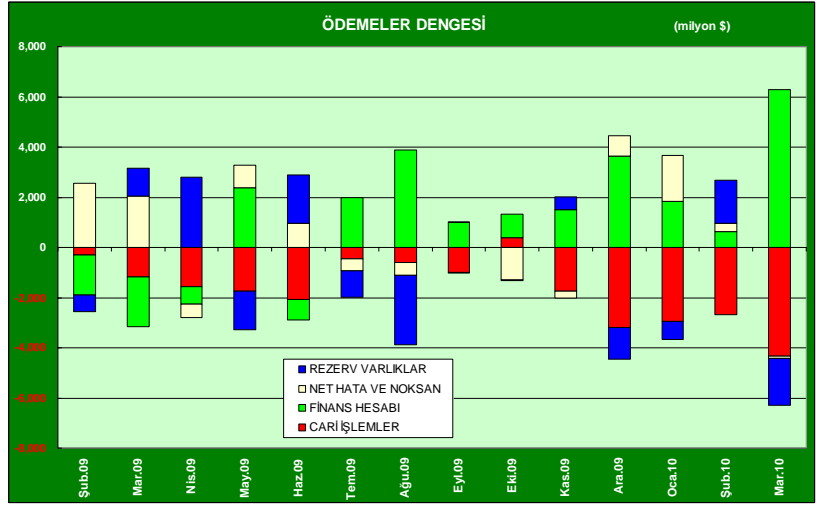
◆ Bu ay dahilde alınan KDV'de

MERKEZİ YÖNETİM BÜTÇESİ	2009 Nisan	2010 Nisan	Artış	2009 Oca-Nis	2010 Oca-Nis	Artış
Harcamalar	21,009,963	25,173,170	19.8%	87,434,661	93,545,963	7.0%
1-Faiz Hariç Harcama	17,971,922	18,120,636	0.8%	66,306,404	71,494,159	7.8%
Personel Giderleri	4,702,039	5,181,153	10.2%	19,198,651	21,405,168	11.5%
Sosyal Güv.Kur. Devlet Primi	556,771	859,832	54.4%	2,326,193	3,614,019	55.4%
Mal ve Hizmet Alımları	2,326,353	2,213,503	-4.9%	7,127,884	6,415,799	-10.0%
Cari Transferler	7,829,130	7,531,061	-3.8%	32,008,494	35,250,296	10.1%
Sermaye Giderleri	1,820,189	1,190,860	-34.6%	2,929,903	2,202,393	-24.8%
Sermaye Transferleri	379,822	435,146	14.6%	767,152	716,238	-6.6%
Borç Verme	357,618	709,081	98.3%	1,948,127	1,890,246	-3.0%
2-Faiz Harcamaları	3,038,041	7,052,534	132.1%	21,128,257	22,051,804	4.4%
Gelirler	20,063,365	20,718,114	3.3%	67,361,292	77,750,294	15.4%
1-Genel Bütçe Gelirleri	19,430,162	19,973,323	2.8%	64,865,697	74,691,626	15.1%
Vergi Gelirleri	12,813,506	15,330,435	19.6%	50,957,626	63,232,203	24.1%
Teşebbüs ve Mülkiyet Gelirleri	4,571,156	2,306,576	-49.5%	5,796,564	3,980,128	-31.3%
Alınan Bağış ve Yardımlar ile Özel Ge	40,389	104,457	158.6%	399,797	566,223	41.6%
Faizler, Paylar ve Cezalar	1,963,750	2,003,175	2.0%	6,285,932	6,566,932	4.5%
Sermaye Gelirleri	22,641	216,137	854.6%	1,365,253	273,235	-80.0%
Alacaklardan Tahsilat	18,720	12,543	-33.0%	60,525	72,905	20.3%
2-Özel Bütçeli İdarelerin Öz Gelirleri	356,407	454,234	27.4%	1,364,275	1,915,635	40.4%
3-Düzen. ve Denet. Kurumların Gelirleri	276,796	290,557	5.0%	1,131,320	1,143,033	1.0%
Bütçe Dengesi	-946,598	-4,455,056	370.6%	-20,073,369	-15,795,669	-21.3%
Faiz Dışı Denge	2,091,443	2,597,478	24.2%	1,054,888	6,256,135	493.1%

%6'ya yakın bir azalış görülüyor. Ancak, bu durum KDV tahsilatlarında geçen seneye göre aylar arasındaki geçişkenlikten kaynaklanmakta. Geçen ay da, tam tersi bir şekilde bu kalemden %40 gibi anormal yüksek bir artış görülmüştü. 4 aylık kümülatif durumda ise, KDV artışı %24.

◆ Gelir vergisi tahsilatlarında ise ilk 4 ayın sonunda, geçen senenin aynı dönemine göre hiçbir artış yok. Bu durum istihdamda görülen kısıtlı artışın büyük ölçüde kayıt-dışı olduğunu gösteriyor.

◆ Sonuçta geçen seneye nispetle bütçe açığının %21 azalmış ve faiz-dışı fazlanın %493 artmış olması müsbet



olmakla birlikte, bu rakamlar 2008 yılı ile kıyaslandığında,

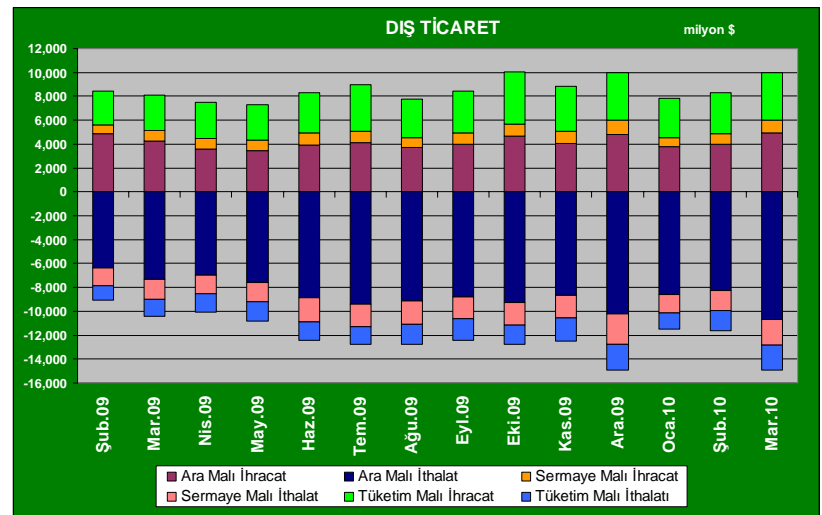
ayında bütçe açığı sadece 5.5 milyar TL idi.)

Ödemeler Dengesi ve Dış Ticaret

Cari açık hızlanmaya başladı

◆ Mart ayında cari açık tahminlerimiz doğrultusunda \$ 4.3 milyar olarak gerçekleşti. Her ne kadar 12 aylık açık olan \$ 22 milyar henüz alarm verici boyutlarda değil ise de, son aylarda açık miktarında gözle görülür bir artış söz konusu.

◆ Emtia fiyatları aşırı yükselmemiş ve iç talep de çok canlanmamış olmasına rağmen, şimdiden aylık \$ 4 milyar mertebesinde cari açık verilmesi ilerisi için çok



iyimser bir görüntü arz etmiyor. En son böyle bir açık Mart 2008'de söz konusu olmuş, sonrasında 12 aylık açık küresel krizin alevlendiği Eylül 2008'e kadar 50 milyar dolar mertebesine yaklaşmıştı. Bugünkü konjonktürde Türkiye'nin böyle bir açık taşıyabilmesi ise mümkün değil.

◆ Mart ayında cari açığın da oldukça üzerinde \$ 6.3 milyar finans hesaplarından giriş olması dikkat çekici. Ancak açığın finansman şekli de önemli. Örneğin \$ 42 milyar açık verilmiş olmasına rağmen, 2008 senesinde bu açığın %43 gibi önemli bir bölümü doğrudan yabancı yatırımlarla finanse edilmişti. Bu senenin ilk 3 ayında ise cari açığın sadece %15'i doğrudan yatırımlar tarafından finanse edildi.

◆ TİM rakamlarına göre Nisan'da %25.4 artmış olan ihracat, Mayıs'da da aynı oranlarda artış göstermekte.

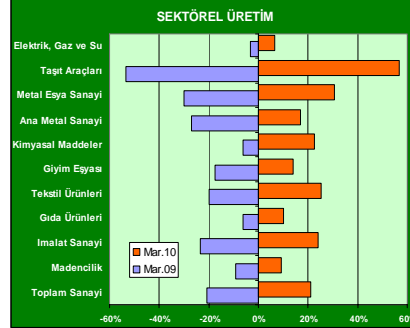
◆ Öte yandan euro-dolar kurundaki hızlı değişimler nedeniyle dış ticaret rakamlarını değer olarak değil, endeks bazında değerlendirmekte fayda var. Böyle bakıldığında Mart'ta ciddi bir artış söz konusu. İhracat miktar endeksi 176'a çıkarak Eylül 2008'den beri en yüksek değerine ulaşmış durumda.

Üretim ve Büyüme

Üretimde toparlanma sürüyor

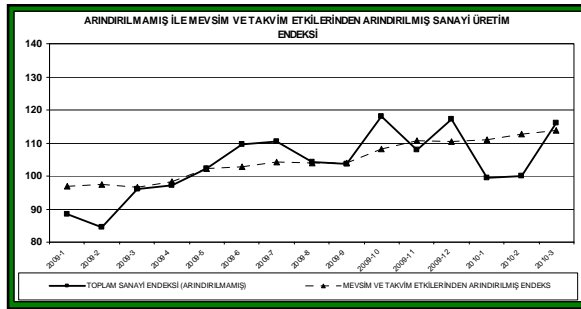
◆ Bu sene Mart ayında tüm sektörlerde geçen seneki yüksek oranlı üretim azalışlarının telafi edildiğini görüyoruz. Taşıt araçları, kimyasal maddeler, tekstil ve gıda ürünlerinde artış oranları

geçen senenin azalış oranlarının üzerindeyken, metal sanayi, giyim eşyası ve madencilik sektöründe altında. Toplamda ise geçen seneki %20.9'luk üretim azalışına karşın, bu sene %21.2 artış gerçekleşmiş bulunuyor. Endeks olarak ise üretim hala Mart 2008'in oldukça gerisinde.



◆ Takvim etkisinden arındırılmış endeks 2010 yılı Mart ayında bir önceki yılın aynı ayına göre, %17.8 artış gösterirken, mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış sanayi üretim endeksi de bir önceki aya göre % 0.9 artış gösterdi.

◆ Grafikten de görüldüğü gibi mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış endeks 2009 Mart'ından beri yavaş ancak istikrarlı bir şekilde artış göstermekte.



◆ Şubat ayı işsizlik oranında geçen senenin aynı dönemine göre %1.7 gibi önemli bir azalma söz konusu. Bu fark bu seneki orandaki azalmadan değil (azalma %0.1 gibi çok önemsiz bir seviyede), 2009 Şubat'ındaki artıştan kaynaklanmaktadır.

İŞGÜCÜ DURUMU (ŞUBAT)

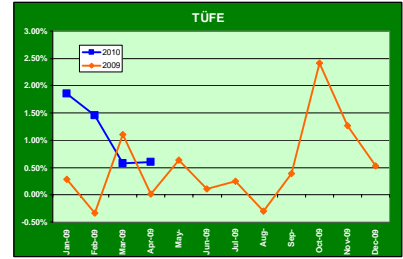
	TÜRKİYE	
	2009	2010
Kurumsal olmayan nüfus (000)	70 236	71 043
15 ve daha yukarı yaştaki nüfus (000)	51 360	52 223
İşgücü (000)	23 582	24 831
İstihdam (000)	19 779	21 267
İşsiz (000)	3 802	3 564
İşgücüne katılma oranı (%)	45,9	47,5
İstihdam oranı (%)	38,5	40,7
İşsizlik oranı (%)	16,1	14,4
Tarım dışı işsizlik oranı (%)	19,3	17,5
Genç nüfusta işsizlik oranı (%)	28,6	25,5
İşgücüne dahil olmayanlar (000)	27 778	27 392

◆ Geçen aya göre istihdamda görülen 100 bin kadar artışın büyük ölçüde hizmetler sektöründen kaynaklandığı görülmekte.

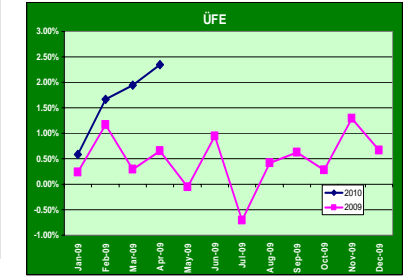
Enflasyon

Enflasyonun bu ayki suçlusu et

◆ Nisan ayında TÜFE %0.60, ÜFE ise %2.35 arttı. Son 12 aylık enflasyon TÜFE'de %10.19, ÜFE'de ise %10.42 oldu.



◆ Nisan'da enflasyon beklentilerinin altında gelmesine rağmen, tek hanede kalmayı başaramadı. Gelecek dönemlerde de yüksek seviyesini koruması muhtemel.



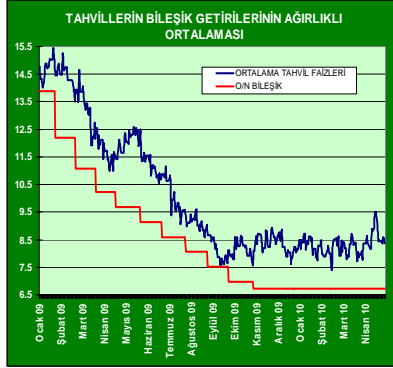
◆ ÜFE'de son 3 ayda görülen yüksek oranlı artışların gelecek aylardaki TÜFE rakamları üzerinde etkili olmaması imkansız.

◆ Bilindiği gibi enflasyonda her ay bir suçlu ilan ediliyor. Bu ayki suçlu da et fiyatları oldu.

◆ Gerçekten de TÜFE sepetine dahil edilen 128 adet gıda ve alkolsüz içecek arasında 12 aylık artışta dana eti %55, koyun eti ise %44 artışla endeksteği ağırlıklarına göre en önlere yer aldılar.

◆ Ancak etin etkisi uzun vadede. Nisan'da en yüksek etki mevsimsel nedenlerle %10.5 artarak enflasyona %0.77 katkı yapan giyim sektöründen geldi

Faizler



SUI GENERIS—s1'den devam

tanımlanabilir.) Alınan tedbir bir ölçüde doğru bile olsa, zamanlaması yanlış. Beklendiği gibi, bu önlem diğer Avrupa şirketlerinin kredi temerrüt garanti primlerinin de artmasını beraberinde getirdi. Ayrıca, Almanların diğer Avrupalı ortaklarına danışmadan böyle bir kararı tek taraflı olarak almış olması AB içerisindeki uyumsuzluk ve koordinasyon eksikliği de iyice göz önüne çıkararak, "euro" üzerindeki baskının daha da artmasına sebep oldu.

Merkel'in son kozu ise maliye politikasını sıkılaştırmaya gitmek oldu. Mamafih, daha önce açıklanan destek programlarının para politikasının gevşeme ihtimalini ciddi bir şekilde artırması karşısında Merkel'in başka bir seçeneği de kalmamıştı doğrusu. Merkel, %5'e ulaşmış bulunan Almanya bütçe açığını kısa sürede harcamaları kısarak ve gerekirse vergileri de

PARASAL GÖSTERGELER (milyon YTL)	1 7/5/2010	2 4/9/2010	3 12/25/2009	4 1/2	5 1/3
Dolaşımdaki Para	38,006	37,080	35,400	2.5%	7.4%
Vadesiz Mevduatlar	36,116	34,705	35,754	4.1%	1.0%
M1	74,122	71,785	71,153	3.3%	4.2%
Vadeli Mevduatlar	263,913	259,679	247,566	1.6%	6.6%
M2	338,035	331,464	318,719	2.0%	6.1%
DTH	135,715	137,895	139,321	-1.6%	-2.6%
DTH (milyar\$)	88.8	92.1	92.4	-3.6%	-4.0%
M2Y	473,751	469,358	458,040	0.9%	3.4%
Mevduat Bankaları Kredileri	326,529	317,066	289,388	3.0%	12.8%
Açık Piyasa İşlemleri	-7,684	-9,736	-12,248	-21.1%	-37.3%
Kamu Menkul Kıymetleri	244,240	240,764	233,783	1.4%	4.5%
Dolarizasyon (DTH/M2Y)	28.6%	29.4%	30.4%	-2.5%	-5.8%

◆ Merkez Bankası gecelik faizlerde değişiklik yapmamakla birlikte, yayınladığı çıkış stratejisinde belirtmiş olduğu gibi, politika faizlerini haftalık repo faizi olarak değiştirdi. Gecelik faiz %6.5 iken, repo faizleri %7.0 olarak fiksledi. Zaten, bir süredir ihale ile belirlenen repo faizleri de bu seviyelerde olduğu için, bu geçiş piyasada herhangi bir etki yapmadı.

◆ Öte yandan, enflasyondaki artış ile reel olarak negatife dönmüş olan mevduat faizlerinde

artırarak %3'ün altına çekmeyi taahhüt ederek Almanya'dan çok daha müsrif ve disiplinsiz sayılabilecek diğer euro bölgesi ülkelerine de önemli bir mesaj vermekte. Bununla birlikte üye ülkeler arasında maliye politikalarındaki hedeften sapmalara karşı yaptırımlar getirilmesi de söz konusu. Öte yandan, finans şirketleri üzerine getirilmesi düşünülen vergi konusunda ise beklendiği gibi bir fikir birliği oluşmadı. Zaten böyle bir tedbirin salt AB kapsamında değil, en azından G20 ülkeleri kapsamında uygulanması gerekiyor. Aksi takdirde, vergi uygulamayan ülkelere doğru bir kaçış olması muhtemel. Açıkçası ne tedbir alınırsa alınsın, yaşanan ve artık "Büyük Resesyon" olarak tanımlanan kriz sonrasında, finansal şirket borçlarının (kısmen yen içinde bırakılmakla beraber) büyük ölçüde kamusallaştırılması ve buna paralel olarak neredeyse

son dönemde bir kıpırdanış görülmeye başlandı.

Parasal Göstergeler

◆ Banka kredileri ilk 4.5 ayda %13'e yakın bir artış göstermiş bulunuyor.

◆ MB'nin likiditeyi kontrollü bir şekilde azaltmakta olduğu Açık Piyasa İşlemleri miktarından görülmekte.

tüm gelişmiş ülkelerin borçlarının senkronize bir şekilde artmış olmasının getirdiği problemlerin kısa sürede bir çözümü yok. Avrupa bu konuda, çoğu üye ülkesinin zayıf rekabetçi yapısı, çok yükselmiş olan borç oranları ve siyasal koordinasyon zaafiyetleri nedeniyle ABD'den kesinlikle daha zayıf durumda. Euro'nun değer kaybının AB'yi daha rekabetçi hale getirerek toparlanmasını hızlandıracağı beklentisi fazlaca iyimser bir beklenti. ABD de bütçe açıklarını kısa sürede kapatabilecek durumda değil. Burada Cumhuriyetçilerin vergi artışlarına, Demokratların ise kamu harcamalarının azaltılmasına karşı çıkmaları önemli bir etken. Ancak, doların rezerv para kimliği ve Çin gibi bir ekonomi ile "de facto" bir para bölgesi (hatta bir iktisadi bölge) oluşturmuş olması ABD'yi Avrupa karşısında daha avantajlı kılıyor.