

1 Zenginlerin büyüme hızı yavaşlayacak**1** Paraların değerini düşürme yarışı**2** Kamu borçlanması sonbaharda rahat**2** Yurtdışı döviz borçlanması azalırken yurtiçi artıyor**SAYI: 08/10**

- Turkish Yatırım Araştırma Birimi tarafından her ay yayınlanır.
- Baskıya giriş tarihi: 20.08.2010
- 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

BORÇ, BİR KANSER GİBİDİR; AMERİKA'YI İÇTEN TAHRİP EDECEKTİR!

Her gün yeni bir şey öğreniyorum. Meğer Amerika'da Başkana bağlı bir "Ulusal Borç Komisyonu" (National Debt Commission) diye bir heyet varmış. Bu komisyonun başkanları Amerika için çok karamsar bir tablo çizmişler. Şunları söylemişler:

- Kamu borcu kanser gibidir; ülkeyi içeriden tahrip edecektir.
- Bu gidişi durdurmak için, her türlü vergi muafiyetleri gözden geçirilmeli, icabında kaldırılmalıdır.
- Devletçe sağlanan sağlık sigortası ve ödenen emeklilik aylıkları, almış başını gitmektedir. Bu böyle devam edemez.
- Aynı anda iki yerde savaşıyoruz. Yurtiçi güvenlik, eğitim, sanat, kültür v.s. ile eski muharıpler için kafamıza göre para harcıyoruz.
- Bu giderlerin yarattığı bütçe açığımızı, Çin ve diğer ülkeler kapatıyor.
- Ulusal borcumuz 14 Trilyon dolara çıktı. (Milli Gelir 16 Trilyon)
- 2020'de sadece faiz için yılda 2 Trilyon dolar ödeyeceğiz.
- Meclis, siyasi maliyeti ne olursa olsun, bu kötü gidişe dur demelidir. Bütçe açıkları 2015'te milli gelirin %3'ne düşülmelidir. (Herhalde mali kuraldan bahsediyorlar)

Peki ABD kanser olsa ne olacak? Büyümesi yavaşlayacak, belki duracak hatta gerileyecek. Ölecek değil ya! Tam bu noktada ben çok daha temel bir soru sormak istiyorum. Acaba zengin ülkelerin milli gelirlerinin

artmaması, dünya ekonomisi için iyi mi kötü mü? Bana göre iyidir. Adamlar zaten zengin. Doğal kaynakları yiyip bitiriyorlar. Daha zenginleşseler daha fazla tüketecekler. Bunun sonu yok. Daha doğrusu bir sonu var. Bir bakıma zenginlerde milli gelir artışının yavaşlaması iktisadın "kendi kendini düzeltme" mekanizması devreye girdiğini gösteriyor. Buna sevinmek gerekir.

Sui Generis

Tuğrul Belli

BUGÜNLERDE GÜÇLÜ PARA BİRİMİ CAZİP DEĞİL

Gelişmiş ülke ekonomilerinde toparlanmanın devamlılığını sağlamak tamamen para politikalarına kalmış vaziyette. Ancak, burada henüz aşılammış bir sorun söz konusu. O da, düşük faizlerin neredeyse 2 seneden fazla bir süredir sürdürülmesine ve tüm Merkez Bankalarının toplantı kararlarında düşük faiz ortamının devam ettirileceği güvencesi verilmesine rağmen, gelişmiş ülkelerdeki iç talebin yeteri derecede canlanamamış olması. Bu durumda, gelişmiş ülkeler ihracat kanalıyla büyümeyi de önemli bir alternatif olarak görmek durumundalar. Ancak burada aralarında bir yarış var: En zayıf para birimine sahip olma yarışı!

Euro Bölgesi ekonomilerinin yaklaşık %30'unu oluşturan Almanya'nın 2. çeyrek performansının arkasında euro'nun senenin ilk 6 ayında dolara karşı %20'ye yakın değer kaybetmesinin etkisi olduğu yadsınamaz. (Almanya'nın ABD dışı ülkelere ihracatı sadece Haziran ayında %37.3 oranında artış gösterdi.) Ancak, Avrupa'da işlerin göreceli olarak iyi gitmeye başlamasıyla birlikte (Hollanda

devamı sayfa 4'de

Bütçe ve Kamu Finansmanı

Hazine rahat gözüküyor

◆ Bilindiği gibi mali tatil nedeniyle son 2 senedir Maliye Bakanlığı Temmuz bütçesini Ağustos ayı ile birleştirerek Eylül'de açıklıyor. Bu nedenle biz de bütçe gelişmelerini Hazine'nin açıkladığı Nakit Gerçekleşmeleri tablosundan izliyoruz.

◆ Temmuz'da gelirlerde yüksek bir artış söz konusu ancak bu durum geçen sene Ağustos'ta bütçeye gelir kaydedilen girişlerin bu sene Temmuz'da gelir kay-

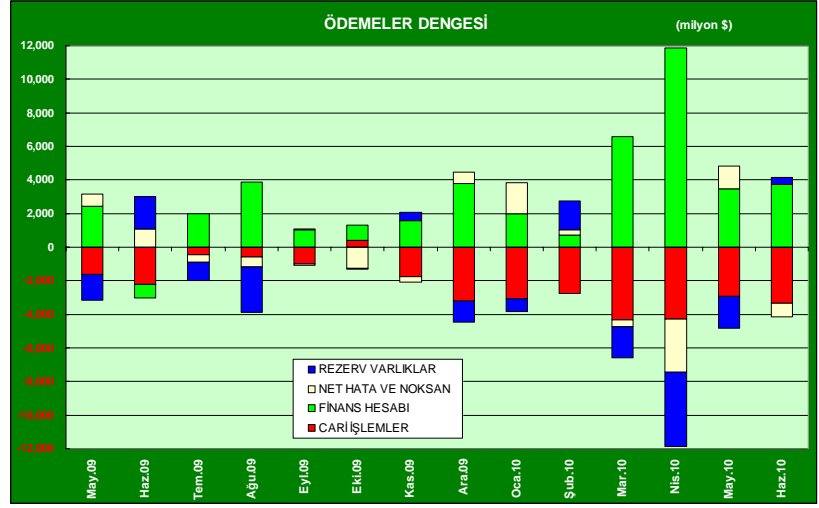
HAZİNE NAKİT GERÇEKLEŞMELERİ	Tem.10	Tem.09	%
1. GELİRLER	20,216.1	13,143.2	53.8%
2. GİDERLER	22,644.3	22,658.3	-0.1%
FAİZ DIŞI GİDERLER	18,505.4	17,508.5	5.7%
FAİZ ÖDEMELERİ	4,139.0	5,149.9	-19.6%
3. FAİZ DIŞI DENGE	1,710.7	-4,365.3	-139.2%
4. ÖZELLEŞTİRME ve FON GELİRLERİ	1,648.8	4.1	
5. NAKİT DENGESİ (1+4-2)	-779.4	-9,511.0	-91.8%
			#####
6. FİNANSMAN (7+8+9+10+11)	779.4	9,511.0	-91.8%
7. BORÇLANMA (NET)	2,145.2	7,087.1	-69.7%
DIŞ BORÇLANMA (NET)	-319.6	3,002.1	-110.6%
Kullanım	93.7	3,088.6	-97.0%
Ödeme	413.3	86.4	378.2%
İÇ BORÇLANMA (NET)	2,464.7	4,084.9	-39.7%
Kullanım	11,699.3	10,395.2	12.5%
Ödeme	9,234.6	6,310.3	46.3%
8. ÖZELLEŞTİRME GELİRİ	0.0	0.0	
9. TMSF'DEN AKTARIMLAR	33.0	31.1	6.3%
10. BORÇ GERİ DÖNÜŞLERİ	153.4	67.0	128.8%
11. BANKA KULLANIMI (5+7+8+9+10)	-1,552.2	2,325.8	-166.7%
12. KUR FARKLARI	-136.5	-300.4	-54.6%
13. KASA/BANKA NET (11-12)	-1,415.8	2,626.2	-153.9%

dedilmesinden kaynaklanmakta.

◆ Temmuz'da 2.1 milyarlık net borçlanma ve 1.6 milyarlık özelleştirmeden aktarılan fonlar sayesinde Hazine kasasına 1.4 milyar TL ek kaynak koymuş durumda.

◆ Hazine Ağustos ayındaki 16.1 milyar lira TL itfaya karşılık 17.2 milyarlık ihraç planlamaktaydı. Nitekim, 6 farklı tahvil ihracı sonunda piyasadan tam olarak bu miktar parayı rahatlıkla çekti. Bu ay, ayrıca Hazine hesaplarına 2.5 milyar TL karşılığı eurobond ve Dünya Bankası kredisi de girdi.

◆ Hazinesinin Eylül ve Ekim



ayları finansman programına göre bu aylarda sırasıyla 3.1 milyar ve

Ödemeler Dengesi ve Dış Ticaret

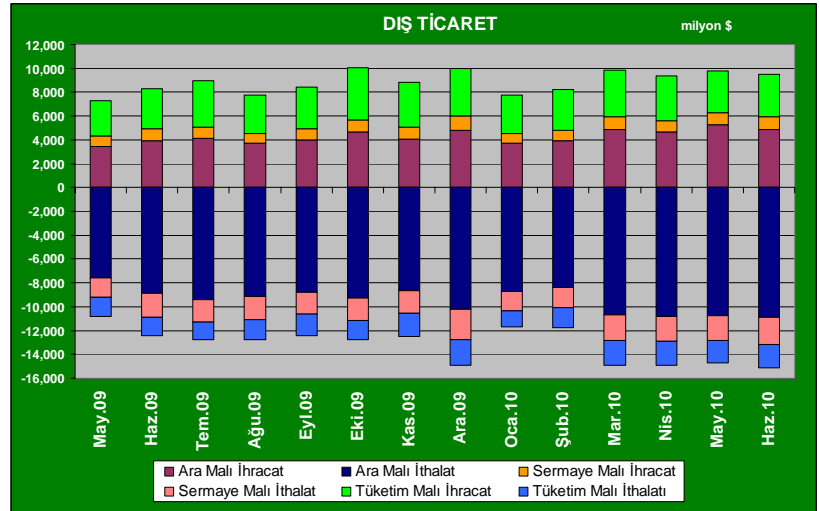
Krediler yurtiçine dönüyor

0.9 milyar faiz-dışı fazla ve 12.9 milyar ve 7.5 milyar borçlanma yapılması planlanıyor. Diğer bir ifadeyle, bu aylar kamu finansmanı ve faizler açısından görece rahat bir dönem olacak.

◆ Grafikten de görüldüğü gibi cari açık net bir şekilde artışını sürdürmekte. Haziran'daki 3.3 milyar dolarlık artış ile birlikte son 12 ayın kümülatif açığı 31 milyar doları geçmiş durumda.

◆ 2010'da toplam açığın 35-40 milyar dolar arasında gerçekleşeceği görülmekte. Milli hasılanın %5-6'sı arasındaki bu açık oldukça yüksek.

◆ Açığın finansmanına baktığımızda finans hesabı girişlerinin devam etmekte olduğu görülüyor. Doğrudan yabancı sermaye yatı-



rımları girişlerindeki azalma devam ederken (ilk 6 ay itibarıyla 2008'de 10.3 milyar, 2009'da 4.3 milyar ve 2010'da sadece 3.2 milyar dolar), banka borçlanmalarının artmakta olduğu dikkati çekiyor. Bu kalemden girişler ilk 6 ayda 13.9 milyar dolara ulaştı (Geçen senenin aynı döneminde 1.7 milyar dolarlık net geri ödeme söz konusu idi.)

◆ Finans-dışı özel sektörün de yurtdışı borçlarını kapatmakta olduğu görülüyor. Bu kesimin yurtdışı borçları 3.9 milyar dolar azalırken, yurtiçi döviz borçları ise 7 milyar dolar civarında artış gösterdi.

◆ Bu durum döviz borçlanmasının kısmen Türkiye'de mukim bankalara transfer olmasından kaynaklanıyor. Nitekim, 2009 yılsonu ile karşılaştırıldığında toplam YP krediler USD bazında %9,9 artarken; yurtdışı şubelerden kullanılan YP kredilerin %16,6 oranında azaldığı gözlenmektedir. Bu eğilimde geçen sene alınan döviz kredilerinde bankaların ihracatın ve döviz kazançlarının finansmanı için Türkiye'de yerleşik kişilere açacağı döviz kredilerinde vade şartı aranmaması; ortalama vadesinin bir yıldan uzun ve 5 milyon ABD Doları üzerinde olması şartıyla Türkiye'de yerleşik kişilere döviz kredisi kullanılabilmesi kararları etkili oldu.

◆ Haziran'da ihracatımız %15 artarak, \$ 9.6 milyara ve ithalatımız da %21 artarak \$ 15.2 milyara ulaştı.

◆ Motorlu taşıtlar ihracatı Haziran'da geçen seneye göre ilk defa geriledi (%-4.1). Aynı zamanda, motorlu taşıt ithalatı da bu ay %26.5 oranında artarak aynı fasıldaki ihracat rakamı olan 1.1 milyar dolara çok yaklaştı. Kısacası, eğer otomotiv için ithal

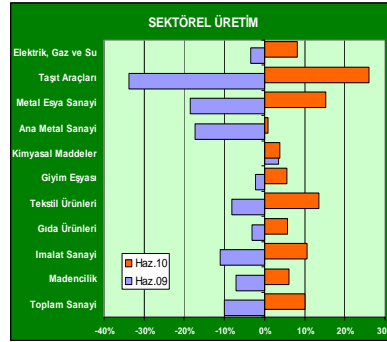
edilen ara mallarını da dikkate katarsak, otomotiv sektöründe net ithalatçı durumunda olduğumuz görülüyor.

◆ TİM verilerine göre Temmuz'da ihracat %6 artışla 9.4 milyar dolar oldu. Ancak, bu dönemde euro'nun %10 kadar değer kaybettiği dikkate alındığında ihracatın miktar olarak %10'un üzerinde artmış olduğu söylenebilir.

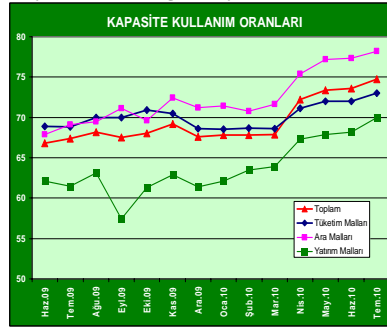
◆ İhracat kayıt rakamlarına göre Ağustos'un ilk 20 gününde geçen senenin aynı dönemine göre %20'lik bir artış söz konusu. Bu ay demir-çelik ürünlerindeki %41'lik artış dikkat çekiyor.

Üretim ve Büyüme

◆ Haziran'da toplam sanayi üretimi %10.1 artış gösterdi. 2009 Haziran'ında gerileme ise neredeyse aynı oranda (%10.1) idi.



◆ Temmuz'da ise kapasite kullanımında net bir hareketlenme gözlenmektedir. Aynı dönemde ihracatın çok artmadığı göz önüne alınırsa hareketlenmenin iç talep kaynaklı olduğu söylenebilir.



◆ Ancak Temmuz ayına ilişkin tüketici güven anketi ise tüketici güveninde bu ay %0.64 oranında bir gerilemeye işaret etmekte. Kısacası, yılın 2. yarısında canlanma beklenenin altında kalabilir.

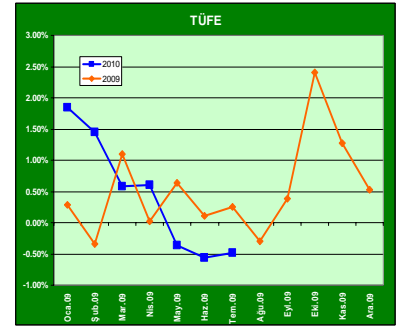
◆ Mayıs'ta işsizlik oranı gerilemeye devam ederek %11 oldu. 2009 Mayıs'ında bu oran %13.6 idi. (2008 Mayıs: %9.2)

İŞGÜCÜ DURUMU (MAYIS)	TÜRKİYE	
	2009	2010
Kurumsal olmayan nüfus (000)	70 435	71 239
15 ve daha yukarı yaştaki nüfus (000)	51 575	52 431
İşgücü (000)	24 837	25 901
İstihdam (000)	21 455	23 055
İşsiz (000)	3 382	2 846
İşgücüne katılma oranı (%)	48,2	49,4
İstihdam oranı (%)	41,6	44,0
İşsizlik oranı (%)	13,6	11,0
Tarım dışı işsizlik oranı (%)	17,0	13,8
Genç nüfusta işsizlik oranı (%)	24,9	19,8
İşgücüne dahil olmayanlar (000)	26 738	26 529

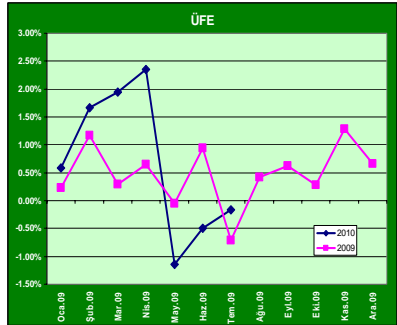
Enflasyon

Enflasyon tehlike olmaktan çıktı

◆ Temmuz'da TÜFE %0.48, ÜFE ise %0.16 azaldı. Son 12 aylık enflasyon TÜFE'de %7.58, ÜFE'de ise %8.24 oldu.



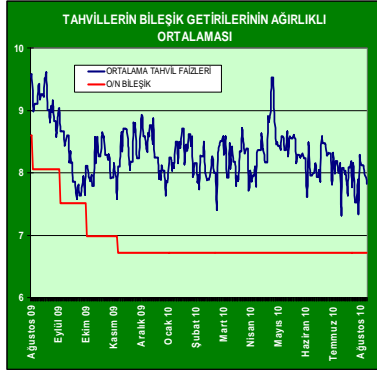
◆ TÜFE'deki düşüşte etkili olan giyim ve gıda fiyatlarıydı.



◆ Ağustos'ta Ramazan ve tekrar artan et fiyatları nedeniyle

enflasyonda bir miktar artış olması beklenebilir. Ancak ilerleyen aylarda baz etkisi dolayısıyla 12 aylık enflasyonda tekrar bir gerileme söz konusu olacaktır.

Faizler



◆ MB faiz Ağustos toplantısında da faiz oranlarını değiştirmedii. Toplantı sonunda açıklanan metin hemen hemen geçen ayki metinle aynı oldu. Öte yandan Merkez'in TÜFE'nin ağustosta geçici bir artış gösterecek olması nedeniyle Eylül'de de faizleri sabit tutması,

SUI GENERIS—s1'den devam

ve Fransa'nın da beklenenin üzerinde büyüme göstermesiyle euro bölgesi 2. çeyrek büyümesi %1 oldu) neredeyse eşzamanlı olarak ABD ekonomisinden yeniden çatlak sesler gelmeye başlamış olması, euro'nun tekrar değer kazanmasına yol açmakta. Halbuki, ne Almanya, ne de cari açıkları bulunan Güney Avrupa ülkeleri güçlü bir euro istemiyor. Son dönemdeki diğer bir gelişme de yen'in dolar karşısında son 15 yılın en değerli konumuna gelmesi oldu. Zaten uzun yıllardır deflasyonist bir ortamda bulunan Japonya'nın parasının değerlenmesi hem ihracat potansiyeline darbe vuruyor, hem de deflasyonist süreci daha da körüklüyor. Nitekim, Japon hükümeti ve merkez bankasının kura müdahale etme olasılığı konuşulmaya başlandı. Ancak, dalgalı kur rejimi uygulama

PARASAL GÖSTERGELER (milyon YTL)	1 06.08.2010	2 09.07.2010	3 25.12.2009	4 1/2	5 1/3
Dolaşımdaki Para	40,831	40,573	35,400	0.6%	15.3%
Vadesiz Mevduatlar	38,738	38,832	35,754	-0.2%	8.3%
M1	79,569	79,405	71,153	0.2%	11.8%
Vadeli Mevduatlar	278,346	281,184	247,566	-1.0%	12.4%
M2	357,915	360,589	318,719	-0.7%	12.3%
DTH	138,681	133,994	139,321	3.5%	-0.5%
DTH (milyar\$)	92.8	86.7	92.4	6.9%	0.3%
M2Y	496,596	494,583	458,040	0.4%	8.4%
Mevduat Bankaları Kredileri	356,531	352,928	289,388	1.0%	23.2%
Açık Piyasa İşlemleri	-14,480	-12,821	-12,248	12.9%	18.2%
Kamu Menkul Kıymetleri	240,766	239,818	233,783	0.4%	3.0%
Dolarizasyon (DTH/M2Y)	27.9%	27.1%	30.4%	3.1%	-8.2%

Ekim'de ise enflasyon ve talep gelişmelerine bağlı olarak küçük bir indirim gitmesi bile mümkün.

Parasal Göstergeler

◆ Banka kredilerindeki artış ilk 7 ayda %23'e ulaşılmış durumda.

◆ Öte yandan, düşen TL faiz ortamıyla birlikte vadeli mevduatlarda aylık bazda %1 oranında bir gerileme göze çarpıyor. Aynı zamanda, DTH'ların %7 civarında artmış olması da dikkat çekici. (Bu artış kısmen bu dönemde euro'nun değer kazanmasından kaynaklanıyor.)

◆ TL parasal büyüklüklerde fazla bir artış olmamasına rağmen TL kredilerde artışın devam etmesi durumunda, bir noktada TL kıtlığı baş gösterip piyasa faizlerinde bir artış gündeme gelebilir. Böyle bir durumda Merkez'in açık piyasa işlemleri ile piyasa fonlamasını da artırması gerekebilir. Diğer TL yaratan işlem de Merkezin piyasadan döviz alımlarını artırması olacaktır. Tabii, bütçe fazlası olması durumunda, Hazine iftadan daha az ihraç yaparak piyasaya para bırakabilir, ancak bu daha düşük bir olasılık.

iddiasında olan bir ülkenin parasına müdahale etmesi uluslararası çevrelerde pek de hoş karşılanmayacaktır. (Özellikle, Çin parasının değerini suni olarak aşırı düşük tutmakla suçlanırlar.) Ayrıca, yen nominal olarak değer kazanmış gözükmeyle birlikte, ekonominin uzun süredir deflasyonda olması nedeniyle, reel efektif kur endeksi hesabına göre aslında 10 sene öncesine göre daha az bile değerli durumda.

Eski günlerde, para birimleri arasında belirgin reel faiz farkları söz konusuydu. Bu farklar kur oranlarını belirlemede belli ölçüde etkili olurdu. Bugün için ise, ana para birimleri arasındaki hem nominal, hem de reel faiz farkları o kadar düşük seviyelere gerilemiş durumda ki, kur oranlarının belirlenmesinde

başka "hikayeler" devreye girmekte. Bu da, kur oranları arasındaki oynaklığı (volatilité) da ciddi şekilde artırmış vaziyette.

Son bir söz de altının durumuyla ilgili. Bütün ana para birimlerinde düşük faiz ortamı devam ettiği sürece altının değerinde kalıcı bir gerileme olması son derece zayıf bir ihtimal. Nihayetinde altın diğer varlık sınıflarına göre en "parabeneri" enstrüman ve sadece dolardan değil, diğer rezerv para birimlerinden kaçışlar da altına yarıyor. Gelişmiş ülkelerde faiz artırımları ufukta görülene kadar altın güçlü kalmaya devam edecek.