

1 Hayatiyeti olmayan müze morga benzer

1 ABD'nin problemleri henüz bitmedi

2 Aralık bütçe açığı reel değil!

3 Cari açık son ay \$8 milyarı geçebilir

3 Enflasyonda hedef tuttu ama..

SAYI: 01/11

- Turkish Yatırım Araştırma Birimi tarafından her ay yayınlanır.
- Baskıya giriş tarihi: 25.01.2011
- 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

MÜZE Mİ, MORG MU?

Verimi en düşük yatırım hangisidir diye sorsanız cevabım, müze olurdu. Pek tabii müze var, müze var. Yani çok çeşitli müzeler vardır. Mesela Ayasofya gibi kendisi müze olan binalar vardır. Çanakkale Arkeoloji Müzesi gibi sadece içinde tarihi eser barındıran binalar da müzedir. Ama müze denince akla genellikle içinde arkeolojik veya sanatsal değeri olan eşyaların sergilendiği kapalı veya bazen de açık mekânlar gelir. Bir de “politik” müzeler var. Mesela duyduğuma göre Ankara Uluçanlar Hapishanesi müze haline getirilmiş. Herhalde birkaç yıl içinde ülkemizin çeşitli yerlerinde çok sayıda “tarihten husumet çıkarmayı” amaçlayan müzeler oluşturulacaktır.

Hayatımda bir veya iki defa hastanede ölen yakınlarımın naaşlarını almak üzere morga gitmişliğim vardır. Gezdiğim birçok müze bana “morga giriyorum” hissi yaratır. Gördüğüm şudur: “Soğuk bir mekân teşhir edilen ölü eşyalar ve onları ürkek, ürkek sessizce seyreden insanlar.” Kendi kendime burası aynen bir morg derim. Pek tabii yurt dışında gençlerin ve hatta çocukların civil, civil kaynaştığı müzeler de gördüm.

Bugün müze konusuna değinmemin sebebi ülkemizde bir “burayı müze yapalım” kampanyasının başlamış olmasıdır. Her müze bir yatırımdır. Her yatırımın de bir “götürüsü” vardır. Öyleyse bir de “getirisi”

olmalıdır. Bir müze eğer morga benziyorsa, orası sürekli bir ziyan kaynağıdır. Üstelik müze, kutsallığı olan örtü bir kavramdır. Vatandaş ve kamu yöneticileri müze önerilerine kolay, kolay karşı çıkamaz. Bir gün bir de bakarsınız, yanı başınızda bir morg, pardon müze kurulmuştur. Üstelik kutsal kavramlar, çoğu kez, büyük günahların üzerine örtülen battaniye gibidir.

Sui Generis

Tuğrul Belli

AVRUPA KÖTÜ DE, AMERİKA ÇOK MU İYİ?

Son dönemde ABD ekonomisi ile ilgili olarak göreceli olarak olumlu veriler gelmeye başlamasıyla piyasalarda daha pozitif bir hava egemen olmaya başladı. Geçen sene %2.8 civarında büyüdüğü tahmin edilen ABD'nin büyüme hızının bu sene %4'e kadar yükseleceği tahminleri yapılmakta. Hatta bazı ekonomistler artık büyüme ile ilgili sorunların tamamen ortadan kalktığını ve önümüzdeki dönemin ana konusunun enflasyon olacağını iddia etmekte. Her ne kadar uzun süredir gündemi meşgul eden ABD'nin son 20 senedir Japonya'nın yaşamakta olduğu gibi kalıcı bir “düşük büyüme – deflasyon” ortamına girip girmeyeceği sorusu artık gündemden düşmüş ise de ABD'nin kalıcı bir toparlanma içine girmiş olduğu öngörüsü de biraz erken.

Öncelikle ABD'deki toparlanmanın büyük ölçüde FED'in sıfır faiz politikası ve miktarsal gevşeme (QE) operasyonlarından kaynaklanan suni bir toparlanma olduğunun altını çizmek gerekiyor. Evet, geçen seneyi %13 artışla kapatan S&P özellikle

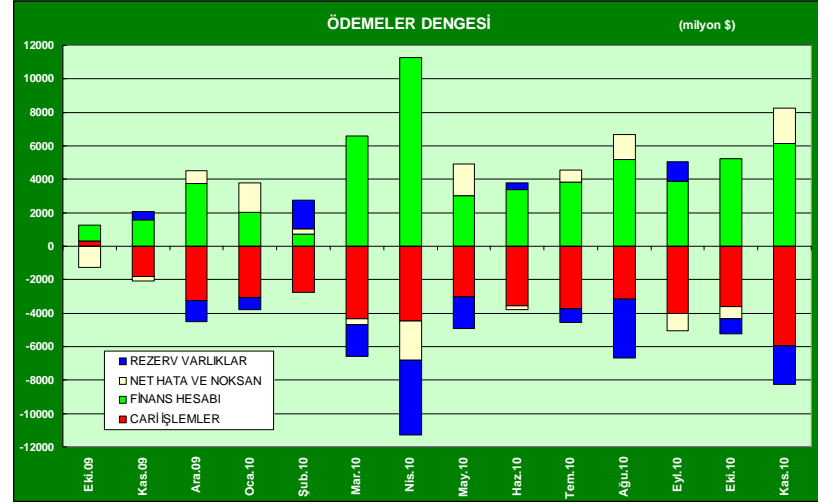
devamı sayfa 4'de

Bütçe ve Kamu Finansmanı

Bütçeden 2011'e transfer!

◆ İlk 11 ayda bütçe rakamları son derece pozitif geldi. Öyle ki, geçen ay kümülatif açığın sadece 23.5 milyar TL olmasından hareketle, sene sonu bütçe açığının AB kriteri olan %3'ün de altına gerileyeceğinin altını çizdik. Ancak, açıklanan son ayki bütçe açığı 2009 Aralık ayının %152 üzerinde gelince tahminler şaşıtı.

◆ 2010 yılının tüm sene bütçe açığının %41'ine tekabül eden Aralık ayı açığı aynı zamanda



giderleri ve KİT'lere borç verme şeklinde gerçekleştirilmiş. Aralık

bu saptamayı teyit eder nitelikte.

◆ Eğer gerçek bütçe açığının açıklanan 39.9 milyar TL değil de, yıllık nakit bazdaki açık olan 34.9 milyar TL olduğunu varsayarsak (ki bu bile gerçek açığın üstünde), o zaman açığın milli hasılaya oranı %3.2'ye geriliyor.

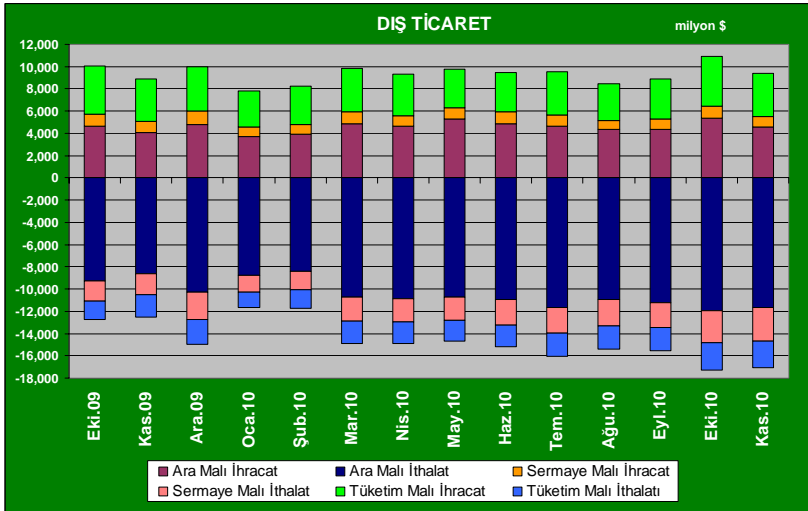
◆ Öte yandan, 2010'da bütçenin makul sayılabilecek bir açık vermiş olması, herşeyin yolunda olduğu anlamına da gelmiyor. Bu sene açığın hedefin altında gelmesinin ana sebebi büyüme oranının tahminlerin çok üzerinde olması.

◆ Özellikle ithalattan ve akaryakıttan elde edilen dolaylı vergiler sayesinde Hazine'nin

MERKEZİ YÖNETİM BÜTÇESİ	2009 Aralık	2010 Aralık	Artış	2009	2010	Artış
Harcamalar	28,677,424	37,857,862	32.0%	268,219,185	293,628,219	9.5%
1-Faiz Hariç Harcama	27,635,683	36,020,217	30.3%	215,018,291	245,331,810	14.1%
Personel Giderleri	3,649,674	4,105,447	12.5%	55,946,887	62,301,288	11.4%
Sosyal Güv.Kur. Devlet Primi	893,361	1,138,589	27.5%	7,208,283	11,059,735	53.4%
Mal ve Hizmet Alımları	7,486,503	7,214,729	-3.6%	29,798,912	28,823,463	-3.3%
Cari Transferler	7,098,223	8,941,457	26.0%	91,975,805	101,890,785	10.8%
Sermaye Giderleri	6,203,644	8,350,268	34.6%	20,071,509	25,906,918	29.1%
Sermaye Transferleri	1,316,997	2,881,075	118.8%	4,319,248	6,736,224	56.0%
Borç Verme	987,281	3,388,652	243.2%	5,697,647	8,613,397	51.2%
2-Faiz Harcamaları	1,041,741	1,837,645	76.4%	53,200,894	48,296,409	-9.2%
Gelirler	22,272,486	21,747,411	-2.4%	215,458,341	254,028,479	17.9%
1-Genel Bütçe Gelirleri	21,267,225	21,091,834	-0.8%	208,610,436	246,141,713	18.0%
Vergi Gelirleri	18,192,966	17,958,069	-1.3%	172,440,423	210,532,315	22.1%
Teşebbüs ve Mülkiyet Gelirleri	629,904	639,844	1.6%	9,948,230	9,787,813	-1.6%
Alınan Bağış ve Yardımlar ile Özel Ge	-23,165	-335,392	1347.8%	807,329	1,207,744	49.6%
Faizler, Paylar ve Cezalar	1,863,573	1,881,271	0.9%	23,057,791	21,014,457	-8.9%
Sermaye Gelirleri	564,469	894,160	58.4%	2,044,436	3,375,546	65.1%
Alacaklardan Tahsilat	39,478	53,882		312,227	223,838	
2-Özel Bütçeli İdarelerin Öz Gelirleri	922,757	510,934	-44.6%	5,036,830	5,953,891	18.2%
3-Düzen. ve Denet. Kurumların Gelirleri	82,504	144,643	75.3%	1,811,075	1,932,875	6.7%
Bütçe Dengesi	-6,404,938	-16,110,451	151.5%	-52,760,844	-39,599,740	-24.9%
Faiz Dışı Denge	-5,363,197	-14,272,806	166.1%	440,050	8,696,669	1876.3%

tüm zamanların en yüksek aylık bütçe açığı. Tabii, Aralık açığı büyük oranda "fiktif" bir açık. Halbuki, son yıllarda Bütçe muhasebesi daha disipline edilmiş, aylık harcamalar daha doğru bir şekilde Bütçeye yansıtılmış ve sene sonu sapmaları azaltılmıştı. Ancak açıklanan son rakamlar bunun böyle olmadığını gösteriyor. Aralık'ta bütçe nakit bazda 12.3 milyar TL açık verirken, Merkezi Yönetim konsolide açığı ise 16.1 milyar TL oldu. Buradan en az 4 milyar TL'na yakın bir paranın 2011 yılına aktarıldığını anlıyoruz. Bu aktarımlar gayrimenkul sermaye transferleri, diğer sermaye

ayında bankalardaki kamu kurumları mevduatının nette 5.5 milyar TL kadar artmış olması da



kasaları da dolmuş durumda. Her kesimi aynı oranda vergilendirdiği için en adaletsiz vergi türü olan dolaylı vergilerin toplam vergi gelirlerine oranı %69'u geçmiş vaziyette. Bu oran tüm Dünya ülkeleri arasındaki en yüksek oranlardan biri.

Ödemeler Dengesi ve Dış Ticaret

Aralık'ta rekor cari açık var!

◆ Kasım ayı ihracatı %6 artışla \$ 9.4 milyar, ithalatı ise %35.7 artışla \$ 17.1 milyar olarak gerçekleşti. Gümrük kayıtlarına göre de Aralık'ta ihracat %6.2 artışla \$ 8.4 milyar oldu.

◆ 2009 Kasım'ına göre aylık dış ticaret açığı 2 kattan fazla artmış bulunuyor. Yıllık ticaret açığı ise 67.7 milyar dolar. Görünmeyenler kalemi olarak adlandırılan turizm ve navlun gelirlerinden sonra kalan cari açık miktarı da 44.9 milyar dolara yükselmiş bulunuyor. Bundan önceki en yüksek 12 aylık dış ticaret açığı 2008 yılının Ağustos ayında 82.1 milyar dolar olmuştu. Aynı ayki cari açık rakamı ise 49.1 milyar dolardı. Buradan anlaşılacak kriz sonrasında görünmeyenler kaleminde de önemli gerilemeler yaşanmış olduğu. 2008 Ağustos'unda 12 aylık görünmeyen gelirler 33 milyar dolarken, 2010 Kasım'ında bu gelirler %33 azalarak 22.8 milyar dolara gerilemiş durumda.

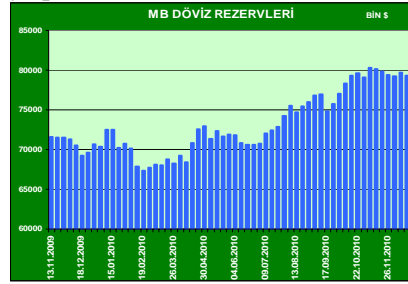
◆ Önceki aylarda olduğu gibi Kasım'da da cari açığı kapatan kalem finans hesabı oldu. Bu ay MB rezervleri ise yaklaşık net hata ve noksan kalemi kadar artış göstermiş.

◆ MB'nin Aralık ayındaki politika değişikliğinde cari açığın finansal istikrarı tehdit edecek kadar artmakta olması önemli bir etken olarak sunulmuştu. Bu

nedenle Aralık ve Ocak ayının cari açık gelişmeleri özel bir önem arzetmekte. Henüz Aralık rakamı yayınlanmamış olmasına karşın bu konuda bazı çıkarımlar yapmak mümkün:

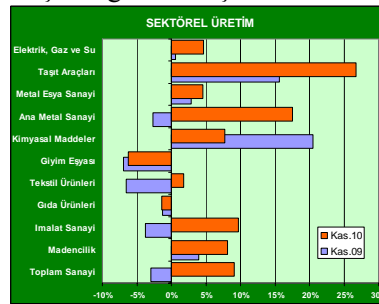
◆ Aralık'ta ithalden alınan KDV oranındaki artış %43. Buradan ithalatın bu ay \$ 19 milyar civarında gerçekleşeceğini varsaymak yanlış olmaz. Böylece dış ticaret açığı Aralık'ta \$10.6 milyar olacak. Turizm gelirlerindeki azalma nedeniyle görünmeyenler girişi Aralık'ta düşük olur. \$ 2.6 milyarlık makul bir net görünmeyenler geliri bile cari açığı \$ 8 milyar gibi korkunç yüksek bir boyuta taşımakta.

◆ Döviz alım ihaleleri devam etmesine rağmen Kasım başından beri MB döviz rezervlerinde belirgin bir duraklama göze çarpmakta.



Üretim ve Büyüme

◆ Kasım'da sanayi üretimi %9.1 artış gösterdi. Böylece ilk 3 çeyrek kadar olmasa da senenin son çeyreğinde de göreceli yüksek bir büyüme hızına ulaşılacağı kesinleşti.



◆ Ekim'de işsizlik önceki aya

göre 0.1 puan daha gerileyerek %11.2 oldu.

İŞGÜCÜ DURUMU (Ekim)	(bin kişi)	
	2009	2010
Kurumsal olmayan nüfus (000)	70 773	71 574
15 ve daha yukarı yaşta nüfus (000)	51 933	52 788
İşgücü (000)	25 319	25 873
İstihdam (000)	22 019	22 972
İşsiz (000)	3 299	2 901
İşgücüne katılma oranı (%)	48,8	49,0
İstihdam oranı (%)	42,4	43,5
İşsizlik oranı (%)	13,0	11,2
Tarım dışı işsizlik oranı (%)	16,4	14,1
Genç nüfusta işsizlik oranı ⁽¹⁾ (%)	24,0	21,3
İşgücüne dahil olmayanlar (000)	26 614	26 915

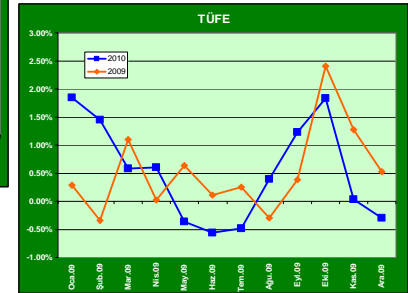
◆ Ancak tarım istihdamının her ay artıyor olması (Ekim'de de 12 ay öncesine göre %12.4 artış söz konusu) işsizlik rakamlarına bir ölçüde gölge düşürmekte.

Enflasyon

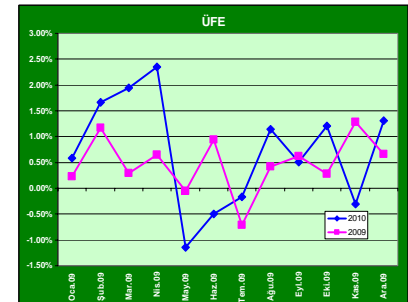
2010'da hedef tuttu

◆ Aralık'ta TÜFE %0.3, azalış, ÜFE ise %1.31 artış gösterdi. Böylece 2010 enflasyonu TÜFE'de %6.4, ÜFE'de ise %8.87 oldu.

◆ Geçen ay olduğu gibi bu ay da TÜFE'nin gerilemesinde en önemli etken gıda fiyatlarındaki %2.66 oranındaki düşüş oldu.



◆ 2011'in ilk 2 ayında manşet enflasyondaki düşüş devam edecek. Ancak sonrasında enflasyonun yeniden artışa geçmesi kuvvetle muhtemel.



Faizler

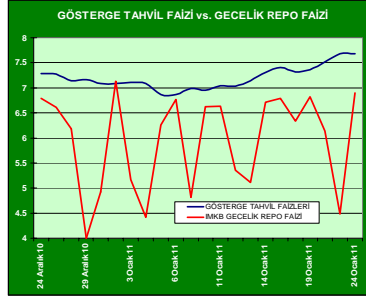
◆ MB 20 Ocak'taki toplantısında politika faizi olan 1 haftalık repo oranını %0.25 puan daha düşürdü. Öncesinde Yılmaz'ın "faiz indiriminin cari açığı artırdığı" şeklindeki ifadelerini içeren bazı demeçleri sebebiyle piyasa tarafından pek de beklenmediği için bu indirim "piyasayı ters köşeye yatırmak" olarak yorumlandı.

◆ MB 3 gün sonra da beklenildiği şekilde bankaların zorunlu karşılık oranlarını 3 aya kadar vadelerde 2 ile 4 puan arası yükseltti. Böylece, Aralık'taki karşılık artışıyla piyasadan 7.6 milyar TL çekmiş olan MB bu sefer de 9.8 milyar TL daha çekmiş oldu. Bu likidite çekilişine karşın henüz bankaların TL talebinde belirgin

SUI GENERIS—s1'den devam düşük faizler sayesinde finansman maliyetleri azalan şirketlerin kârlarının beklenenin üzerinde gelmesiyle bu sene de ivmesini devam ettireceğe benziyor. Ancak borsalardaki yükselişler hanehalkları üzerinde bir servet etkisi yaparak, iç talep yollu canlanmaya dolaylı bir katkı sağlasa da, bu etkinin çok güçlü olması imkansız. Diğer olumlu gözükken gelişme ise bir ara %10'a kadar tırmanmış olan işsizliğin Aralık ayında aylık %0.4 azalarak son 20 ayın en düşük oranı olan %9.4'e gerilemiş olması. Ancak verilere dikkatli bakınca gerilemenin büyük ölçüde istihdama katılım oranındaki azalmadan kaynaklandığı görülüyor. Türkiye'de de önemli tartışmalar yaratan bu oran ABD'de son 27 yılın en düşük seviyesine gerilemiş durumda. Önümüzdeki dönemde bu oranın artmasıyla işsizlikteki düzelme yavaşlayabilir. Buna karşılık ABD ekonomisinde ileriye dönük hâlâ pek çok bilinmeyen var. Temsilciler Meclisi'nde çoğunluğun Cumhuriyetçilerin el-

PARASAL GÖSTERGELER (milyon YTL)	1 07.01.2011	2 10.12.2010	3 31.12.2010	4 1/2	5 1/3
Dolaşımdaki Para	45,269	44,342	44,595	2.1%	1.5%
Vadesiz Mevduatlar	44,743	42,548	48,963	5.2%	-8.6%
M1	90,012	86,890	93,559	3.6%	-3.8%
Vadeli Mevduatlar	306,942	294,926	305,696	4.1%	0.4%
M2	396,954	381,816	399,255	4.0%	-0.6%
DTH	140,902	142,667	144,790	-1.2%	-2.7%
DTH (milyar\$)	91.5	95.7	93.7	-4.4%	-2.3%
M2Y	537,856	524,483	544,045	2.5%	-1.1%
Mevduat Bankaları Kredileri	415,356	400,094	420,643	3.8%	-1.3%
Açık Piyasa İşlemleri	-7,973	-19,122	-10,913	-58.3%	-26.9%
Kamu Menkul Kıymetleri	245,572	248,919	249,473	-1.3%	-1.6%
Dolarizasyon (DTH/M2Y)	26.2%	27.2%	26.6%	-3.7%	-1.6%

bir artış söz konusu değil. Hatta, Merkez repo yoluyla sağladığı fonları da azaltmış durumda.



ine geçmesi nedeniyle Obama Hükümetinin yasa çıkarmaması önemli bir handikap. Bu konuda en yakın problem ise ABD'nin kanunlarla belirlenen federal borçlanma limitlerinin dolmuş olması. Doğal olarak Cumhuriyetçiler limitlerin artırılmasına karşı. Her ne kadar, Hükümet ödemeleri yavaşlatmak ve bazı varlıklarını satmak gibi tedbirlerle bu problemi bir süre geciktirse bile, iki parti arasında anlaşma olmaması durumunda, tahvil piyasaları ciddi şekilde karışabilir.

Son dönemde ABD ekonomisinin büyümesine önemli etki yapan özel sermaye yatırımlarındaki artış ve ihracattaki toparlanmanın devamlılığı da şüpheli. Özellikle petrol ve emtia fiyatlarındaki artışla birlikte, dış ticaret açığının tekrar artma eğilimine girmesi şaşırtıcı olmayacak. Öte yandan, mortgage piyasasındaki problemler devam etmekte. Bu sene gayrimenkul fiyatlarında beklenen %10'luk düşüşle birlikte ticari gayrimenkul kredilerinde de sorunlar artmaya başla-

Parasal Göstergeler

◆ Bu sene kredi ve mevduat büyüklükleri geçen senelere göre daha yakından takip edilecek.

◆ Son bir ayda, M2 rakamında %4 gibi yüksek sayılabilecek bir artış göze çarpıyor. Mevduat bankaları kredilerinde de benzer bir artış söz konusu. Öte yandan, aynı dönemde DTH'larda belirgin bir azalma var.

ycak. Bazı belediyelerin iflas durumuna düşmesi ise an meselesi. Kanunen bütçe açığı vermesi yasak olan belediyelerin harcamalarını kısması ve/veya tahvil geri ödemelerini gerçekleştirmemesi piyasaları oldukça negatif yönde etkileyecektir.

ABD ekonomisindeki olası gelişmeler tüm Dünyayı ve özellikle bizim gibi gelişmekte olan ülkeleri yakından ilgilendiriyor. Nitekim, Merkez Bankası "cari açık" ve "sıcak para" ile savaşım odaklı yeni politikasını Dünyada likidite bolluğunun ve düşük faiz oranlarının devam edeceği varsayımına dayalı olarak oluşturmuştu. Şahsen bu sene içerisinde bu varsayımlarda herhangi bir değişiklik olacağını düşünmüyorum. Her ne kadar sene içerisinde ABD'nin enflasyon oranında artış yaşansa da, bu artışın emtia, enerji ve gıda fiyatları gibi arz kaynaklı nedenlerden oluşacağını, çekirdek enflasyonu fazla etkilemeyeceğini, ve FED'in bu sene içerisinde parasal sıkılaştırma ve faiz artışına gitmeyeceğini düşünüyorum.