

- 1 Dünya ekonomisinin toparlanması için düşük faiz şart
- 1 Spekülasyon değil, para bolluğu emtia fiyatlarını yükseltiyor
- 2 İlk ay bütçe fazla verdi ama ...
- 3 Cari açık milli hasılanın %6.7'si
- 3 Henüz kredilerde yavaşlama yok

SAYI: 02/11

- Turkish Yatırım Araştırma Birimi tarafından her ay yayınlanır.
- Baskıya giriş tarihi: 25.02.2011
- 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.

Kilometre Taşları

Ege Cansen

FAİZLER DÜŞÜK KALMA-YA DEVAM EDECEK

Tüm veriler Türkiye’de faizlerin uzun bir süre düşük seyretmeye devam edeceğini göstermektedir. Faiz deyince ne kastettiğimizi açıklamamız gerekir. Merkez Bankası’nın tespit ettiği “referans faiz” adından da anlaşılacağı üzere bir kerteriz göstergesidir. Önemli olan piyasada teşekkül eden faizdir. Faiz, ilk olarak “mevduat” ve “kredi” faizi olarak iki başlık altında toplanabilir. Mevduat faizinden tasarruf sahibinin eline geçen net faiz anlaşılmalıdır. Kredi faizi denince de borç alanın fiilen ödeyeceği vergiler dâhil faizdir. Bir başka tasnif de “kısa vadeli” ve “uzun vadeli” ayrımıdır. Kısa vadeli faizi Merkez Bankası’nın, uzun vadeli faizi ise “piyasaların” belirlediği genel kabul görmüş bir söylemdir. Pek tabii Türkiye gibi “iki paralı” ülkelerde, döviz faizi ve ulusal paranın faizi ayrımı da önemlidir.

Benim için en önemli tanım “reel” ve “nominal” faiz ayrımıdır. Zannedildiğinin aksine güncel/geçerli reel faizi hesap edilemez. Çünkü faiz ileriye doğru bir bağlantıdır. Bilinen enflasyon ise geçen döneme aittir. Nominal faizden reel faizi bulmak için enflasyon düzeltilmesi yapmak gerekir. Burada kullanılan enflasyon da geçmiş değil gelecek döneme ait olmalıdır ki; tutarlılık kaybolmasın. Hâlbuki gelecek döneme ait enflasyon sadece bir tahmindir. Dolayısıyla geçerli reel faiz de sadece bir tahmindir. Kesin hesap ancak dönem sonunda yapılabilir.

Hangi kıstas veya hangi tanım kullanılacak olursa olsun Türkiye’de faizler düşük seyredecektir. Çünkü dünya ekonomisinin toparlanması için faizlerin düşük hatta reel olarak negatif düzeyde olması şarttır. Böylece çok büyük borç yükü altına girmiş bulunan devletler “bedava borçlanarak” bu yükün altında ezilmekten kurtulacaklardır.

Sui Generis

Tuğrul Belli

SPEKÜLASYON MU FİYATLARI YÜKSELTİYOR?

Son dönemde özellikle gıda, enerji ve diğer emtia fiyatlarında meydana gelen artışların spekülasyon olduğu hakkında giderek daha çok yorumlar ortaya atılmakta ve bazı piyasadışı önlemlerin gündeme getirilmesi konusunda fikirler ortaya atılmakta. (Tabii, son dönemde petrolde görülen artışın genelde Arap ülkelerinde, özelden de Libya’da başgösteren siyasi gelişmelerden kaynaklandığı aşikar. Ancak, dikkat edilirse, petrol fiyatları bu gelişmeler ortaya çıkmadan önce de belirgin bir şekilde artmaya başlamıştı.) Halbuki, emtia piyasaları arz ve talebi doğru noktada buluşturmamasının en etkili çalıştığı piyasalardır. Her ne kadar tarihte bazı yatırımcılar özellikle likiditesi daha zayıf olan bazı emtia piyasalarında spekülasyonlar yaparak geçici bir süre gerçeklikten uzak fiyat balonları oluşturmuşlarsa da, bugünkü global ekonomi ortamında petrol, altın, bakır, pamuk gibi emtialarda böyle global ölçekli bir spekülasyon yaratmak neredeyse imkansızdır.

Bütçe ve Kamu Finansmanı

İthalde alınan KDV neden düştü?

◆ 2011 yılının ilk bütçesi TL 1 milyar fazla verdi. 2007 yılından beri bütçe ilk ayda fazla vermişti.

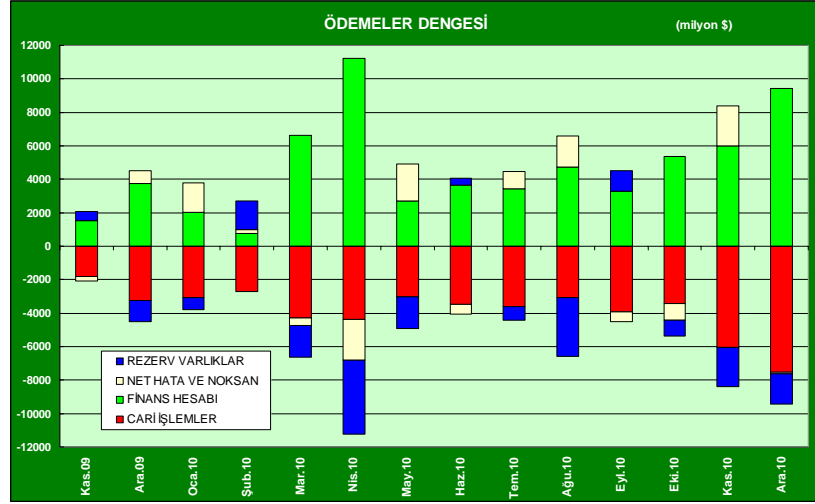
◆ Gelir-gider artışlarına bakıldığında, Ocak ayında faiz-hariç harcamaların %13, genel bütçe gelirlerinin ise %20'ye yakın oranlarda arttığı görülmekte.

◆ Bu ay borç vermedeki %67'lik azalış geçen senenin son ayında bu kalemden KİT'lere yapılan yüksek montanlı aktarımın (TL

MERKEZİ YÖNETİM BÜTÇESİ	2010 Ocak	2011 Ocak	Artış
Harcamalar	22,646,205	22,494,027	-0.7%
1-Faiz Hariç Harcama	16,556,697	18,690,729	12.9%
Personel Giderleri	6,320,943	7,249,142	14.7%
Sosyal Güv.Kur. Devlet Primi	1,037,678	1,316,456	26.9%
Mal ve Hizmet Alımları	735,454	901,433	22.6%
Cari Transferler	7,950,072	8,928,478	12.3%
Sermaye Giderleri	34,902	72,106	106.6%
Sermaye Transferleri	37,656	76,136	102.2%
Borç Verme	439,992	146,978	-66.6%
2-Faiz Harcamaları	6,089,508	3,803,298	-37.5%
Gelirler	19,525,041	23,499,257	20.4%
1-Genel Bütçe Gelirleri	19,259,015	23,075,113	19.8%
Vergi Gelirleri	17,304,433	19,764,959	14.2%
Teşebbüs ve Mülkiyet Gelirleri	569,200	573,749	0.8%
Alınan Başış ve Yardımlar ile Özel Ge	41,397	157,043	279.4%
Faizler, Paylar ve Cezalar	1,323,921	1,926,422	45.5%
Sermaye Gelirleri	16,944	618,788	3552.0%
Alacaklardan Tahsilat	3,120	34,152	994.6%
2-Özel Bütçeli İdarelerin Öz Gelirleri	175,513	296,308	68.8%
3-Düzen. ve Denet. Kurumların Gelirleri	90,513	127,836	41.2%
Bütçe Dengesi	-3,121,164	1,005,230	-132.2%
Faiz Dışı Denge	2,968,344	4,808,528	62.0%

3.4 milyar) bir sonucu. Personel giderleri ve cari transferler (ağırlıklı SGK açıkları) gibi kemikleşmiş giderlerde ise enflasyonun üzerinde artış devam etmekte.

◆ Gelir tarafındaki iyi performans ise her zaman olduğu gibi dahilde alınan KDV ve Ötv'den kaynaklanmakta. Bu iki kalemdeki artış sırasıyla %22 ve %18. Öte yandan, ithalde alınan KDV'de bu ay %5'lik nedeni açıklanamayan bir düşüş söz konusu. Özellikle önceki ay olan Aralık 2010 ile kıyaslanınca düşüş %40 gibi çok yüksek bir rakama denk geliyor. Yılın son



ayında ithalat oldukça yüksek idi. Ancak, bir ay içerisinde ithalatın böyle bir oranda düşmüş olması

imkansız. Bu dönemde ithalat vergi oranlarında da bir indirim söz konusu değildi. Ayrıca, ithalde alınan KDV ile paralellik gösteren gümrük vergileri kalemindeki artış Ocak'ta %39 oldu. Bu gelişmeyle ilgili tek açıklama bir kısım gümrük vergisi gelirlerinin Şubat ayına kaydırılmış olması. Böylece Şu-

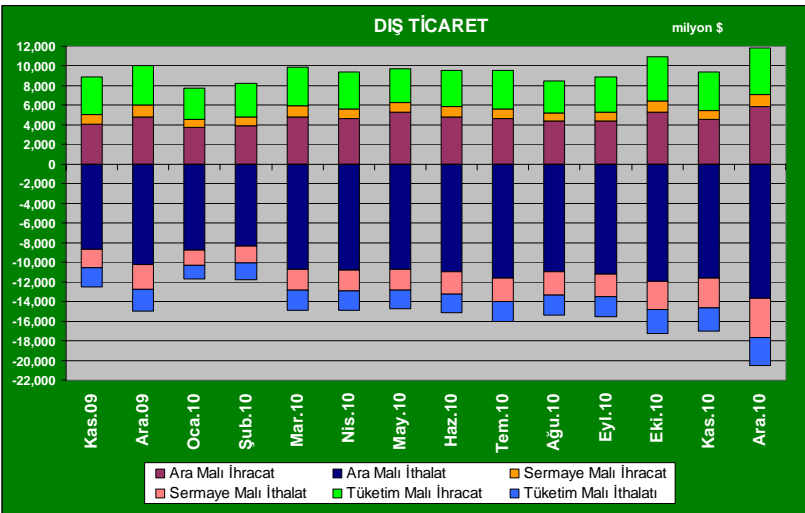
bat'ta da bütçenin beklenenden daha iyi bir performans göstermesi hedeflenmiş olabilir.

◆ Şubat'ta kamu finansmanı ile ilgili bir gelişme ise yükselen piyasa faizleri ortamında 7 yıl vadeli değişken faizli devlet tahvili ihalesinin iptal edilmesi oldu. Bu ay TL 13.5 milyar borçlanma hedefleyen Hazine'nin toplam borçlanması da 1 milyar TL eksik kalmış oldu.

Ödemeler Dengesi ve Dış Ticaret

Cari açık milli hasılann %6.7'si

◆ Beklendiği gibi Aralık ayı cari açığı \$ 7.5 milyar ile tüm zamanların en yüksek cari açığı



oldu. Senelik cari açık da \$ 48.5 milyar olarak gerçekleşti. Açığın milli hasılaya oranı ise %6.7 civarında gerçekleşmiş olacak.

◆ Cari açığa yönelik tedbirlerin Aralık ayı ortasında devreye girmesi nedeniyle bu ay önemli bir etki görülmesi beklenmiyordu. Nitekim, Aralık'ta cari açığın da üstünde nette \$ 9.4 milyar döviz girişi oldu.

◆ Döviz girişinin dağılımına bakıldığında bu ay doğrudan yatırımların \$ 1.9 milyar ve banka borçlanma ve mevduat girişlerinin de sırasıyla \$ 1.7 ve \$ 6.3 milyar olduğu görülüyor. Hisse senetlerinden ise nette \$ 785 milyon çıkış söz konusu.

◆ Aralık ayı ihracatı %18 artışla \$ 11.9 milyar, ithalatı ise %37 artışla \$ 20.5 milyar olarak gerçekleşti. Gümrük kayıtlarına göre de Ocak'ta ihracat %22.7 artışla \$ 9.7 milyar oldu.

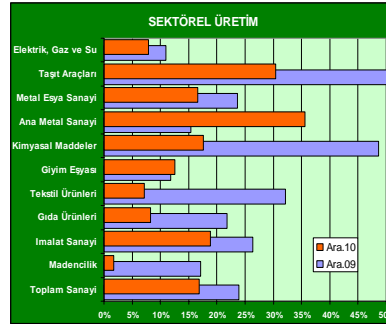
◆ İhracatın Şubat'ta da artışına devam ettiği görülmekte. İlk 24 günde \$ 8.8 milyara ulaşan ihracatın artış oranı %28.8. Bu ay özellikle demir-çelik ürünlerindeki %69'luk artış dikkat çekici.

◆ Geçen sene %15.5 artış ve toplam \$17.4 milyar ihracat rakamıyla sektörler arasında 1. sırada yer alan "taşıt araçları ve yan sanayi" sektörü Ocak ayında %7.4 artışla göreceli olarak daha zayıf bir performans gösterdi. Ancak Şubat'ta %21.6 artışla sektörün tekrar ivme kazandığı görülüyor.

Üretim ve Büyüme

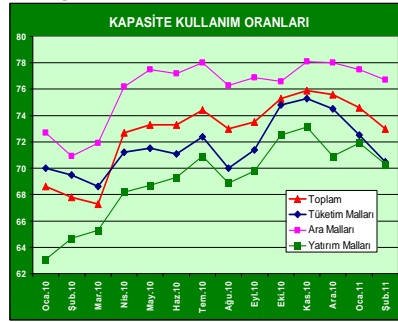
◆ Aralık sanayi üretim endeksindeki artış %16.9 ile beklentilerin çok üzerinde gerçekleşti. Özellikle, 2009 Aralık'ında %23.9 gibi çok yüksek bir artış göstermesi nedeniyle baz etkisinin negatif yönde olmasına rağmen böyle yüksek bir artış

şaşırtıcı oldu.



◆ Grafikten de görüldüğü gibi 2009 Aralık ayı krizin etkilerinin tamamen silindiği ve bütün sektörlerde pozitif büyüme görülen bir ay olmuştu. 2010 Aralık'ında da başta ana metal sanayi olmak üzere bütün sektörlerde üretim artışı söz konusu.

◆ Bu sene üretim endeksindeki ortalama artış %13.3 oldu. Yukarı doğru revize edilen 2010 büyüme tahminleri artık %8.5-9.0 aralığında.



◆ Yeni sene de büyümenin azalarak devam ettiği görülmekte. Nisan ayı ve sonrasında büyüme oranlarında baz etkisiyle bir yavaşlama olması beklenmekte.

◆ Yılın son çeyreğinde görülen hızlı büyüme oranları işsizlikte de geçen senenin aynı dönemine göre %2.1 iyileşme sağladı.

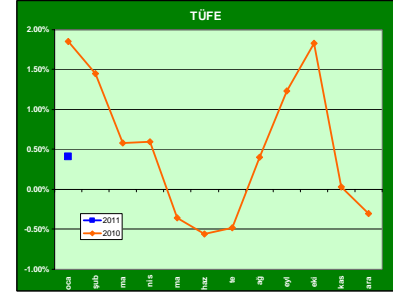
İŞGÜCÜ DURUMU (Kasım)	TÜRKİYE	
	2009	2010
Kurumsal olmayan nüfus (000)	70 841	71 642
15 ve daha yukarı yaşta ki nüfus (000)	52 007	52 860
İşgücü (000)	25 011	25 665
İstihdam (000)	21 741	22 854
İşsiz (000)	3 270	2 811
İşgücüne katılma oranı (%)	48,1	48,6
İstihdam oranı (%)	41,8	43,2
İşsizlik oranı (%)	13,1	11,0
Tarım dışı işsizlik oranı (%)	16,2	13,7
Genç nüfusta işsizlik oranı ⁽¹⁾ (%)	24,4	20,8
İşgücüne dahil olmayanlar (000)	26 996	27 195

Enflasyon

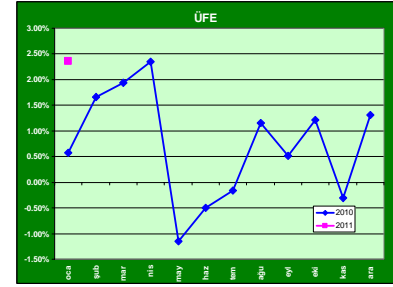
Enflasyon riskleri arttı

◆ Ocak'ta TÜFE %0.41, ÜFE ise %2.36 artış gösterdi. Böylece son 12 aylık enflasyon TÜFE'de %4.9, ÜFE'de ise %10.79 oldu.

◆ Gıda fiyatlarındaki %0.43'lük artış TÜFE'de etkili oldu.



◆ Uzun zamandır ilk defa TÜFE ve ÜFE artışları arasındaki fark bu ölçüde açıldı. Bu da önümüzdeki dönemde maliyet artışları dolayısıyla TÜFE'ye yansımaları beklenen bir gelişme.

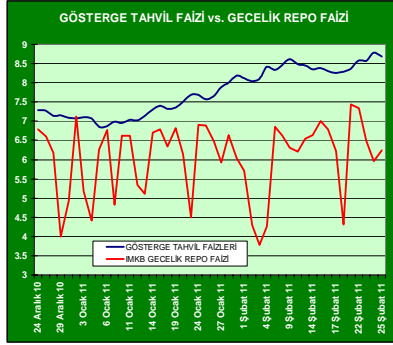


◆ Ayrıca kurlardaki %5 civarındaki değer kaybı ve petrol fiyatlarındaki görülen artışın da önümüzdeki dönem enflasyonuna ciddi şekilde etki yapması beklenbilir.

◆ Nitekim MB'nın Şubat ayı 2. beklenti anketinde de yılsonu enflasyon beklentileri %0.08 artışla %6.64'e yükselmiş bulunuyor. Her ne kadar MB de yılsonu tahminini %5.9'a çıkarmış ise de, gerçekleşmenin %7'nin oldukça üstünde olması şaşırtıcı olmayacak.

Faizler

◆ MB beklendiği gibi 15 Şubat toplantısında faiz oranları ve zorunlu karşılıklarda herhangi bir değişikliğe gitmedi.



◆ Zaten, grafikten de görüldüğü gibi, gelişmekte olan ülkelerden para çekilişi, bölgesel problemler ve enflasyon beklentilerindeki artışlar gibi nedenlerle 2. piyasa faizlerinde son 1.5 ay içerisinde belirgin bir artış söz konusu oldu.

SUI GENERIS—s1'den devam

Gıda ve emtiada spekülasyon iddialarını benimseyenlerden biri de oldukça popülist bir politikacı olduğunu herkesin bildiği Fransa Cumhurbaşkanı Sarkozy.) Ancak, alınacak tedbirlerle söz konusu piyasalarda fiyatların doğal seyirinde oluşmasına izin verilmez ise, bu durumdan geleceğe yönelik yatırımlar da etkilenecek, ve piyasalardaki dengesizlikler zaman içinde azalacağı yerde artmaya başlayacaktır. Bir üründe fiyatın (kuraklık, sel vs. gibi geçici nedenler dışında) artması durumunda, o ürün (ve o ürüne muadil ürünler) ile ilgili yatırımlar da artacağı için orta vadede fiyatlar tekrar normal düzeylerine geri gelir. Eğer piyasalara müdahale edilerek fiyatlar suni bir şekilde düşük tutulursa, bu kendi kendisini düzelterken mekanizmanın işlemeyeceği gayet aşikar!

Aslında, siyasetçilerin ve politika belirleyicilerinin spekülasyon iddiaları gerçekçi değil,

PARASAL GÖSTERGELER (milyon YTL)	1 11.02.2011	2 14.01.2011	3 31.12.2010	4 1/2	5 1/3
Dolaşımdaki Para	45,125	44,487	44,595	1.4%	1.2%
Vadesiz Mevduatlar	46,622	47,444	48,963	-1.7%	-4.8%
M1	91,748	91,931	93,559	-0.2%	-1.9%
Vadeli Mevduatlar	308,984	307,762	305,696	0.4%	1.1%
M2	400,732	399,693	399,255	0.3%	0.4%
DTH	143,705	142,383	144,790	0.9%	-0.7%
DTH (milyar\$)	90.3	91.8	93.7	-1.6%	-3.6%
M2Y	544,437	542,076	544,045	0.4%	0.1%
Mevduat Bankaları Kredileri	430,532	417,195	420,643	3.2%	2.4%
Açık Piyasa İşlemleri	-17,007	-3,986	-10,913	326.6%	55.8%
Kamu Menkul Kıymetleri	246,266	244,702	249,473	0.6%	-1.3%
Dolarizasyon (DTH/M2Y)	26.4%	26.3%	26.6%	0.5%	-0.8%

◆ Her ne kadar MB haftalık repo faizlerinin düşürülmesi ile Türkiye'den son 2 ayda \$ 10 milyar civarında bir paranın çıktığını belirtse de, bu çıkışın konjonktürel nedenlerden gerçekleşmiş olma ihtimali daha yüksek görülmektedir.

Parasal Göstergeler

Henüz kredilerde yavaşlama yok

◆ 24 Ocak'taki zorunlu karşılık artışlarının etkisi 18 Şubat'tan itibaren görülmeye başlanacak.

kendileri de bunu gayet iyi bilmekte. Asıl amaçları ise fiyat artışlarının arz-talep dengesindeki reel değişikliklerden kaynaklandığını kabul etmeyerek, kriz sonrasında hâlâ toparlanmanın oldukça yavaş hüküm sürdüğü bir ortamda, ekonomilerini soğutucu tedbirler almaktan imtina etmeye çalışmaları. (Enflasyon konusunda en şahin gözükten Avrupa Merkez Bankası bile henüz faiz artırımına yanaşmıyor.) Aslında küresel fiyatların artması gelişmiş ülke ekonomilerinin bir başka açıdan da işine gelmekte. Bilindiği gibi enerji ve özellikle gıdanın gelişmekte olan ülkelerin enflasyon endekslerindeki ağırlığı gelişmişlerden çok fazla. (Bir örnek verirsek, gıdanın ağırlığı ABD'de %6.9, Çin'de ise %32.9.) Parasını dolara bağlamış olan Çin'de yüksek enflasyonun hüküm sürmesi, reel olarak Çin parasının dolara karşı değer kazanması anlamına geliyor. Bu durum da, tabii ki

Buna karşın 11 Şubat itibarıyla kredilerde herhangi bir yavaşlama göze çarpmıyor. Aksine, son 4 haftadaki kredi artışı %3.2 ile oldukça yüksek bir oranda gerçekleşmiş.

◆ Öte yandan, aynı dönemde mevduatlardaki artış çok daha sınırlı. Bankaların kredi artışını sağlamak için giderek daha çok mevduat-dışı kaynaklara yönelmesi gerekiyor.

yüksek dış ticaret açığı olan ABD'yi memnun etmekte.

Küresel arz-talep dengesindeki gelişmelerin bir nedeni BRIC'lerin yüksek büyüme hızı ise, diğer bir nedeni de küresel krizde başta ABD olmak üzere gelişmiş ülkelerin "serbest piyasa ilkelerini tamamen ayaklar altına alarak" finansal kuruluşlarını (ve de PIIGS'leri) kurtarmak amacıyla para musluklarını sonuna kadar açmış olmalarıdır. Diğer bir ifadeyle, son dönemde gıda ve emtia fiyatlarındaki artışın arkasında spekülasyondan daha çok, başta ABD olmak üzere Batı ekonomilerinin para politikalarını son derece gevşek tutarak küresel likiditeyi artırma ve bir nevi "hormonlu" büyüme ortamı sağlama çabalarının daha etkili olduğunu söyleyebiliriz.