

- 1 Devaluasyon olmadan cari açık kapanmaz
- 1 Zorunlu karşılık artışı zorunluydu ama yeterli mi?
- 2 Hazine'de açık, Maliye'de fazla!
- 3 Cari açık "sürdürülebilir" değil
- 3 Üretim 2008 düzeyini yeni geçiyor

SAYI: 03/11

- Turkish Yatırım Araştırma Birimi tarafından her ay yayınlanır.
- Baskıya giriş tarihi: 25.03.2011
- 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

MERKEZ BANKASI'NI ANLAMA KILAVUZU

Kendi sorumluluk alanını "fiyat istikrarı" olarak ilan etmiş bulunan Merkez Bankamız, son zamanlarda "finansal istikrar" diye yeni bir sorumluluk alanı daha olduğunu ilan etti. Fiyat istikrarının diğer adı, enflasyonla mücadeledir. Bir merkez bankası, işsizlik ve büyüme ne kadar kötüleşirse kötüleşsin, "ben enflasyonla mücadeleden vazgeçmem" diyebilir. Büyüme ve işsizlik, hükümetin sorunudur, merkez bankasını ırgalamaz diyerek, bu sorunlara arkasını dönebilir. Ancak bir merkez bankası, finansal istikrarsızlık beni ilgilendirmez diyemez. Türkiye özelinde finansal istikrarsızlık "devalüasyon" demektir. Çünkü devalüasyonla enflasyon arasında bir "geçişkenlik" vardır. Devalüasyonlar, enflasyonu, enflasyon da devalüasyonu tetikler. Bu bir kısır döngü, hatta gitgide yükselen bir sarmaldır. Bu döngünün üçüncü ayağı da faizlerdir. Bir kez ekonomi devalüasyon-enflasyon çarkına eteğini kaptırırsa faizlerin saçmalamaması mümkün değildir. Bu saçmala, çoğu kez "negatif reel faiz" ile sonuçlanır.

İşte bu yüzden benim sorumluluğum "enflasyona izin vermemektir" diyen bir kurum yani Merkez Bankası, devalüasyon ihtimali karşısında "bana ne" diyemez. Hakeza gelişmiş ekonomilerde zaman zaman oluşan "varlık fiyatları balonu" da bir finansal istikrarsızlık kaynağıdır. Merkez bankaları bu olaya da seyirci kalmaz. Mutlaka önlem almalıdır.

Türk ekonomisinin önünde duran yakın tehlike devalüasyondur. Çünkü cari açık sonsuza kadar böyle süremez. Merkez Bankası yönetimi, bunun farkındadır. Diğer taraftan da cari açığın gerçek ilacı olan devalüasyondan da kaçınmak istemektedir. O zaman geriye "iç talebi düşürme" yöntemi kalmaktadır. Merkez'in para miktarını kısma kararları bu hedefe yöneliktir. Yalnız bu yolun başarı ihtimali zayıftır. Vergi ve devalüasyon da gerekecektir.

Sui Generis

Tuğrul Belli

ZORUNLU KARŞILIK ARTIŞI SÜRPRİZ OLMAMALI

Merkez Bankası bir kez daha piyasa beklentilerinin aksine Türk Lirası zorunlu karşılık oranlarını oldukça yüksek bir oranda artırdı. Artış oranı, mevduatın ağırlıklı olarak bulunduğu 1 aya kadar vadeli hesaplarda %5, 3 aya kadar vadeli hesaplarda ise %4 oldu.

Aslında bu zorunlu karşılık artışlarının son dönemdeki krediler ve parasal tabandaki gelişmeleri takip edenler açısından fazla da bir sürpriz olmaması gerekiyor. Son haftada açıklanan bankacılık verileri kredilerdeki artışın neredeyse eskisinden daha da hızlanarak devam ettiğini teyit eder nitelikteydi. Sene başından beri yaklaşık 22 milyar TL artan toplam TL kredilerdeki son haftadaki artış ise 3 milyar TL'yi geçti. Yıllık artış ise %34 ile Hükümetin %25 limitinin oldukça üzerinde seyretmekte.

Kasım ayında zorunlu karşılıklarda kriz sırasında yaptığı azaltmayı geri almak şeklindeki

devamı sayfa 4'de

Bütçe ve Kamu Finansmanı

Hazine ve Maliye bütçeleri farklı!

◆ Maliye tarafından açıklanan Şubat ayı bütçesi 1 milyar TL'ye yakın fazla verdi. Böylece ilk 2 ay sonunda bütçe fazlası 2 milyar TL, faiz-dışı bütçe fazlası ise 12 milyar TL'ye ulaştı. Sene sonu

MERKEZİ YÖNETİM BÜTÇESİ	2010 Şubat	2011 Şubat	Artış	2010 Oca-Şub	2011 Oca-Şub	Artış
Harcamalar	22.290.108	23.567.705	5,7%	44.936.313	46.061.732	2,5%
1-Faiz Hariç Harcama	17.713.038	17.396.674	-1,8%	34.269.735	36.087.403	5,3%
Personel Giderleri	4.928.967	5.786.836	17,4%	11.249.910	13.035.978	15,9%
Sosyal Gv.Kur. Devlet Primi	855.906	1.005.579	17,5%	1.893.584	2.322.035	22,6%
Mal ve Hizmet Alımları	1.343.331	1.741.445	29,6%	2.078.785	2.642.878	27,1%
Cari Transferler	9.946.616	8.086.686	-18,7%	17.896.688	17.015.164	-4,9%
Sermaye Giderleri	194.039	366.417	88,8%	228.941	438.523	91,5%
Sermaye Transferleri	118.631	95.196	-19,8%	156.287	171.332	9,6%
Borç Verme	325.548	314.515	-3,4%	765.540	461.493	-39,7%
2-Faiz Harcamaları	4.577.070	6.171.031	34,8%	10.666.578	9.974.329	-6,5%
Gelirler	20.018.932	24.555.774	22,7%	39.543.973	48.055.031	21,5%
1-Genel Bütçe Gelirleri	18.889.054	23.278.650	23,2%	38.148.069	46.353.763	21,5%
Vergi Gelirleri	16.136.198	21.092.749	30,7%	33.440.631	40.857.708	22,2%
Teşebbüs ve Mülkiyet Gelirleri	705.411	538.208	-23,7%	1.274.611	1.111.957	-12,8%
Alınan Bağış ve Yardımlar ile Özel Ge	248.102	139.705	-43,7%	289.499	296.748	2,5%
Faizler, Paylar ve Cezalar	1.752.769	1.155.548	-34,1%	3.076.690	3.081.970	0,2%
Sermaye Gelirleri	11.721	333.813	2748,0%	28.665	952.601	3223,2%
Alacaklardan Tahsilat	34.853	18.627	-46,6%	37.973	52.779	
2-Özel Bütçeli İdarelerin Öz Gelirleri	435.376	570.137	31,0%	610.889	866.445	41,8%
3-Düzen. ve Denet. Kurumlarının Gelirleri	694.502	706.987	1,8%	785.015	834.823	6,3%
Bütçe Dengesi	-2.271.176	988.069	-143,5%	-5.392.340	1.993.299	-137,0%
Faiz Dışı Denge	2.305.894	7.159.100	210,5%	5.274.238	11.967.628	126,9%

bütçe açığı hedefi 33.5 milyar TL, faiz-dışı fazla hedefinin ise 14 milyar TL olduğu anımsandığında, ilk 2 ay performansının çok iyi olduğu düşünülebilir.

◆ Özellikle 2011'in cari açık konusunda hassas bir sene olduğu dikkate alındığında, bu sene kamunun tasarrufa ağırlık vermesi oldukça önem arz ediyor. Öte yandan, bu senenin bir seçim senesi olması nedeniyle maliye politikasının istenildiği ölçüde sıkı olup olmayacağı da piyasa tarafından sorgulanmakta. İlk 2 ay bütçesi ise ilk bakışta işlerin sıkı tutulduğu izlenimi vermekte.

◆ Ancak, Maliye'nin bütçesi ile Hazine tarafından açıklanan nakit bütçe arasında oldukça önemli farklar olması bazı soru işaretlerini doğuruyor. Hazine'ye göre nakit bazda bütçe dengesi ilk 2 ayda 5 milyar TL açık vermiş durumda. Aynı dönemde 2 milyar TL bütçe fazlası gösteren

Maliye'nin bütçesine göre fark tamı tamına 7 milyar TL.

◆ Tahsilat tarihi bazında hesaplanan Hazine bütçesi ile tahsilat dönemi bazında hesaplanan Maliye bütçeleri arasında aylık bazda küçük farklar olması normal. Ancak şimdiye kadar bu kadar yüksek bir fark olmamıştı.

◆ Fark büyük ölçüde gelirlerden

kat çekici gelişme ise büyük ölçüde SGK açıklarından oluşan cari transferler kaleminin geçen seneye göre %19 oranında azalmış olması. Ancak bu durum SGK açıklarında yapısal bir iyileşmeden çok geçen senenin son ayında bu kurumlara 2011 senesi için yapılan ön yüklemelerden kaynaklanmakta.

◆ Geçen ay 2010 Ocak'ına göre %5 azalarak piyasanın ithalat tahminlerinin şaşmasına yol açan "ithalden alınan KDV" ise bu ay "normalize" olarak geçen seneye göre %49 artış gösterdi. Bu çok yüksek montanlı artışın ise bu ayki ithalat artışından mı, yoksa şüphelenildiği gibi geçen ay bazı KİT'lerin ödemediği vergileri bu ay ödemesinden mi kaynaklandığı ise bilinmiyor.

Ödemeler Dengesi ve Dış Ticaret

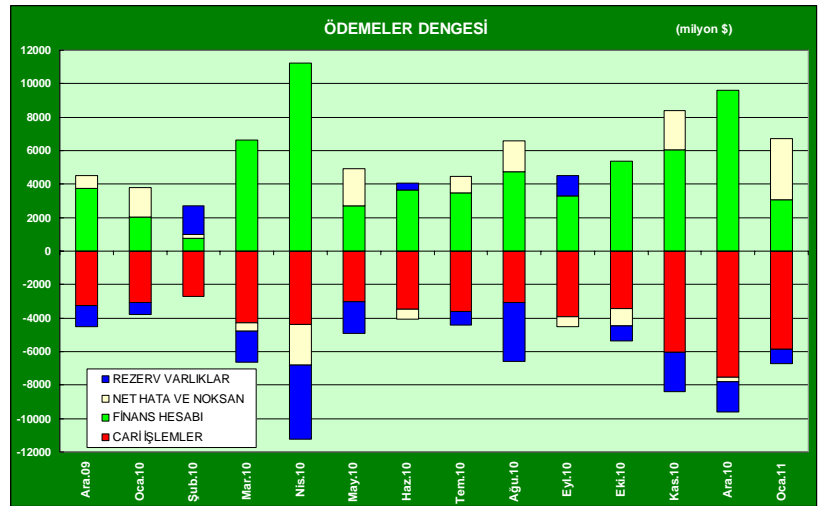
Cari açık "sürdürülebilir" değil!

◆ Cari işlemler açığı hızlı yükselişini sürdürüyor. Ocak'ta açık geçen senenin aynı ayına göre %91 oranında artarak \$ 5.9 milyara yükseldi. Böylece 12 aylık açık da \$ 51 milyarı geçti.

◆ Petrol fiyatlarındaki artış ve iç talepteki canlılığın sürdüğü bir

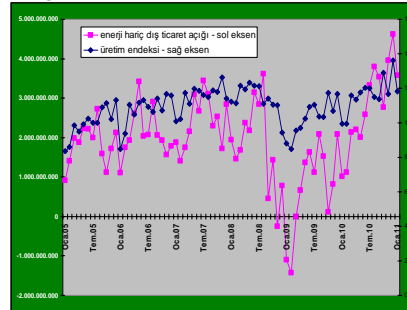
kaynaklanmakta. Maliye bütçesine göre ilk 2 ayda toplam gelirler geçen seneye göre %21.5 artışla 48 milyar TL olmuş. Hazine'ye göre ise aynı dönemde gelirler 41 milyar TL. Buradan çıkan sonuç ise Şubat'ta tahakkuk eden bazı vergi gelirlerinin Mart'ta tahsil edilmiş olduğu.

◆ Harcamalar tarafında en dik



ortamda cari açığın alarm vermemekte olduğunu söylemek yanlış olmaz. Cari açığı trend bu şekilde devam ederse sene sonu açığının 70 milyar dolar mertebesine ulaşması kuvvetle muhtemel. Öte yandan, 2011'de milli gelirimiz 1.2 trilyon TL civarında gerçekleşecek. Cari açığın milli hasılaya oranı ise %9'un üzerine tırmanmış olacak. Bu durum haliyle "sürdürülebilir" değil.

◆ Endişe verici durum petrol ve akaryakıt ithalatını dışladığımızda da, açığın artmakta olması. Örneğin, son gelen Ocak dış ticaret açığını üretim düzeyinin bugüne yakın olduğu Ocak 2008 verisiyle karşılaştırdığımızda, petrol ve akaryakıt dışı dış ticaret açığımızın 3 sene önce 1.9 milyar dolar, bu sene ise 3.6 milyar dolar olduğunu görüyoruz. Aynı dönemde mevsim ve takvim verilerinden arındırılmış üretim endeksinde göre ekonomik aktivite %7.6 oranında artmış iken, petrol-dışı dış ticaret açığındaki artış %90 olmuş. Son 12 aylık petrol-dışı ticaret açığı ise 35.6 milyar dolar ve giderek artmakta.



◆ Yukarıdaki grafikte enerji hariç dış ticaret açığının Şubat 2009'dan beri üretim artışından çok daha hızlı bir artış göstermekte olduğu görülmekte.

◆ Ocak ayı ihracatı %22 artışla \$ 9.6 milyar, ithalatı ise %44 artışla \$ 16.9 milyar olarak gerçekleşti. Gümrük kayıtlarına göre de Şubat'ta ihracat %31 artışla \$ 16.2 milyar oldu.

◆ Şubat'ta artışta dikkat çeken sektörler %70 artışla demir-çelik ve %40 artışla tekstil sektörleri oldu.

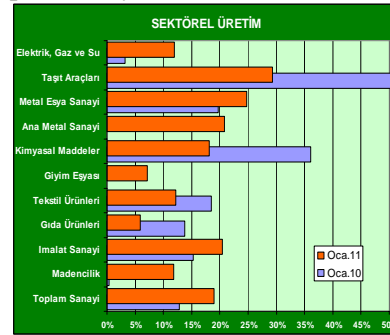
◆ Mart'ın ilk 24 gününde de ihracat geçen senenin aynı dönemine göre %26 artarak \$ 9 milyara ulaşmış bulunuyor.

Üretim ve Büyüme

Üretim artıyor ama...

◆ Aralık'tan sonra Ocak'ta da büyüme verileri beklenenin üzerinde. Toplam sanayi üretim endeksindeki artış %19.

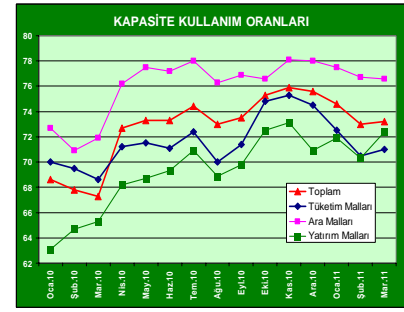
◆ Grafikten de görüldüğü gibi 2011 Ocak'ında 2010 Ocak'ında olduğu gibi tüm sektörlerde pozitif büyüme söz konusu.



◆ Öte yandan, gerek artış oranı değil de endeks rakamının kendisi, gerekse de TÜİK tarafından hesaplanan mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış endekste ki artış oranı irdelendiğinde, ekonomideki ısınmanın o kadar yüksek boyutta olmadığı görülmekte. Krizden hemen önceki dönem olan Ocak 2008'de endeks 112.3 iken, bugün 118.2. Üç senede sadece %5.3'lük bir reel artış söz konusu!

◆ Ekonomik faaliyetlerle ilgili daha net bir resim Mart ve sonrası aylardaki üretim verileriyle ortaya çıkacak. Öte yandan, Mart ile ilgili öncü veri niteliğindeki kapasite kullanım oranı gelişimi olumlu. Bu ay ara malları KKO'su sabit kalırken, yatırım ve

tüketim malları KKO'larında artış söz konusu.



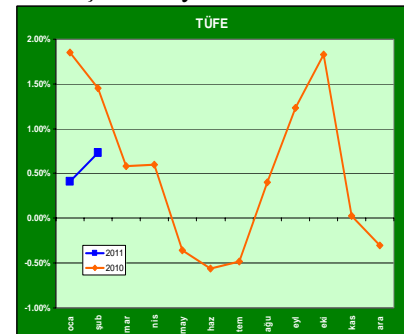
◆ Her ne kadar Aralık'ta işsizlik önceki aya göre %0.4 puan artış gösterdiyse de, mevsimsel etkilerden arındırılmış işsizlik oranı %0.2 azalış göstererek %11'e gerilemiş bulunuyor.

İŞGÜCÜ DURUMU (Aralık)		2009	2010
Kurumsal olmayan nüfus (000)	15 ve daha yukarı yaşta ki nüfus (000)	70 907	71 707
İşgücü (000)		52 079	52 929
İstihdam (000)		24 812	25 593
İşsiz (000)		21 451	22 665
İşsizlik oranı (%)		3 361	2 929
İşgücüne katılma oranı (%)		47,6	48,4
İstihdam oranı (%)		41,2	42,8
İşsizlik oranı (%)		13,5	11,4
Tarım dışı işsizlik oranı (%)		16,6	14,2
Genç nüfusta işsizlik oranı ⁽¹⁾ (%)		24,1	21,6
İşgücüne dahil olmayanlar (000)		27 266	27 336

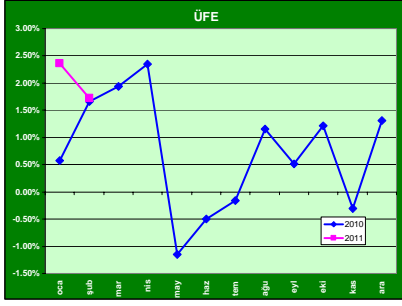
Enflasyon

◆ Şubat'ta TÜFE %0.73, ÜFE ise %1.72 artış gösterdi. Böylece son 12 aylık enflasyon TÜFE'de %4.16, ÜFE'de ise %10.87 oldu.

◆ TÜFE'ye en çok etki yapan %0.68 ile gıda fiyatları ve %0.27 ile ulaştırma fiyatları oldu.

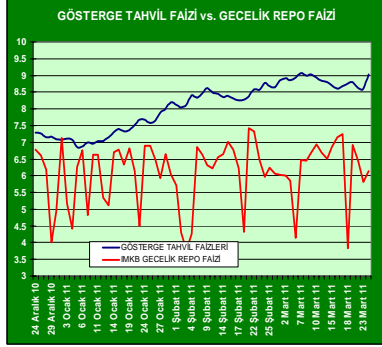


◆ TÜFE ile ÜFE arasındaki fark açılmaya devam ediyor. Ayrıca bu ay MB'nin takip ettiği çekirdek enflasyon göstergelerinden H ve İ endekslerinde de artışlar görüldü.



Faizler

◆ MB 23 Mart'taki toplantısında



SUI GENERIS–s1'den devam

düzenlemeyi saymaz isek, Merkez Bankası Aralık, Ocak ve şimdi de Mart aylarında yaptığı karşılık artışlarıyla bankalardan toplamda 36.5 milyar TL bir likidite çekmiş bulunuyor. Ancak zorunlu karşılık artışları faiz artışları ile desteklenmediği sürece “topal” kalmaya mahkum bir tedbir. Daha önceki artışlarda toplam TL 17.4 milyar bir parayı çeken MB piyasa faizlerini kontrol altında tutmak için neredeyse aynı miktarda bir likiditeyi haftalık repo ihaleleri ve döviz satın alımı kanalları ile piyasaya geri vermek zorunda kalmıştı. Gene benzer bir süreç işlemek zorunda. Merkez önümüzdeki dönemde repo yoluyla verdiği kaynakları artıracaktır.

Alınan bu sürpriz kararın arkasında bir önceki gün açıklanan enflasyon beklenti anketinde yılsonu enflasyon beklentilerinin artmış olması gösterilmekte. Şahsen bunun da bir faktör olduğunu kabul

PARASAL GÖSTERGELER (milyon YTL)	1 11.03.2011	2 11.02.2011	3 31.12.2010	4 1/2	5 1/3
Dolaşımdaki Para	46,543	45,125	44,595	3.1%	4.4%
Vadesiz Mevduatlar	46,872	46,622	48,963	0.5%	-4.3%
M1	93,415	91,748	93,559	1.8%	-0.2%
Vadeli Mevduatlar	314,430	308,984	305,696	1.8%	2.9%
M2	407,845	400,732	399,255	1.8%	2.2%
DTH	151,432	143,705	144,790	5.4%	4.6%
DTH (milyar\$)	96.1	90.3	93.7	6.4%	2.6%
M2Y	559,277	544,437	544,045	2.7%	2.8%
Mevduat Bankaları Kredileri	444,060	430,532	420,643	3.1%	5.6%
Açık Piyasa İşlemleri	-32,024	-17,007	-10,913	88.3%	193.4%
Kamu Menkul Kıymetleri	241,738	246,266	249,473	-1.8%	-3.1%
Dolarizasyon (DTH/M2Y)	27.1%	26.4%	26.6%	2.6%	1.7%

faizleri sabit tutarken banka zorunlu karşılıklarını %5'e kadar artırdı.

◆ Buna paralel olarak gösterge tahvil faizlerinde de tekrar %9'un üzerine bir sıçrama görüldü.

Parasal Göstergeler

◆ Parasal göstergelerdeki gelişmeler MB'nin neden çok yüksek oranlı bir zorunlu karşılık artışına gitmek zorunda kalmış olduğunu gösteriyor.

etmekle birlikte aslında beklenti artışının çok küçük boyutlu olması (8 baz puan), Merkez'in piyasa beklentilerinden çok önümüzdeki dönemdeki fiili enflasyon gerçekleşmelerinden tedirgin olduğunu düşündürüyor.

Karşılık artışlarının 3 kulvarda etkisi olacak. Birincisi faizler. Bankalar 15 Nisan'a kadar 19.1 milyar TL ek kaynak yaratıp Merkez Bankası'na yatırmak zorundalar. Bu amaç için yapacakları bütün işlemler piyasa faizleri üzerinde baskı yaratacaktır. (Açıklamanın hemen akabinde gösterge tahvilin faizinde %9'a doğru bir hareketlenme gözlemlendi.)

Karşılık artışlarının ikinci etkisi banka kârları üzerinde olacak. Sene başından beri toplamda %10'u bulan zorunlu karşılık oranlarındaki artışın bankacılık kesiminin kârlılığını önemli ölçüde etkileyeceğine şüphe yok. Zaten, dün de bankacılık

◆ Mevduat bankalarındaki kredi artışı 4 haftalık hareketli ortalamalara göre 2011'in ilk 10 haftasında %7.8 artmış bulunuyor. Senelik artış hızı %40'ın üzerinde!

◆ Kısa vadeli faizleri kontrol etmek için ise MB giderek daha çok fonlama yapmak zorunda kalmış. Sene başından beri açık piyasa işlemleri ile fonlama artışı 20 milyar TL'nin üzerinde.

◆ Aynı dönemde diğer dikkat çekici bir gelişme ise kamu kağıtlarındaki 8 milyar TL azalış.

hisselerinde yeniden önemli değer kayıpları gözlenmeye başlandı. Banka kârları hem artan tahvil faizlerinden, hem kredi portföyünün nisbi olarak daralmasından, hem de MB'ye yatırdıkları 36.5 milyar TL'den faiz elde edememeleri dolayısıyla gerileyecektir.

Son olarak da olası diğer gelişmeleri bir kenara koyarsak (ceteris paribus), zorunlu karşılık artışlarının TL'de bir miktar değerlenmeye sebep olması beklenebilir. Bankaların TL likidite yaratmak için döviz varlıklarını satması bunda etkili olacaktır. TL'nin değerlenmesi, aynı zamanda enflasyon artış hızını az da olsa bir miktar yavaşlatacaktır.