

1 Dolar ve sterlin out, yuan ve yen in (mi?)**1** Enflasyonda yukarı yönlü riskler artıyor**2** Bütçe toparlanma sinyalleri veriyor**3** Cari açık artıyor ama finansmanda sorun yok**3** Enflasyon 2010'da %10'u geçecek**SAYI: 04/10**

- Turkish Yatırım Araştırma Birimi tarafından her ay yayınlanır.
- Baskıya giriş tarihi: 30.04.2010
- 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

BÜTÜN PARA BİRİMLERİ DEVALÜE OLACAK!

Ben kendisini tanımiyorum; ama Dan Weil'in adının önünde "menkul kıymet yatırımlarının büyük ustası" ibaresi var. Dan Bey, Euro denilen para bir süre sonra tamamen ortadan kalkacağına öngörüyor. Arkasından da ilave ediyor: "Bu yok olma önümüzdeki 15 – 20 yıl içinde gerçekleşebilir; geçmişte de "para birimi birlikleri" kurulmuştu. Onlar da çalışmadı; bu da çalışmaz" diyor. Bir bakıma 20 yıl sonrasına iddiaya giriyor. Göreceğiz bakalım. Arkasından şu tavsiye de bulunmayı ihmal etmiyor: Yunanistan'ın iflas etmesine izin verilmelidir. Bu Euro'nun ciddi bir para birimi olduğunu kanıtlar. Aksi takdirde Yunanistan'ı kurtarılsa arkasından başkaları da gelir bu da Euro'yu batırır. Harvard'lı iktisatçı Martin Feldstein de aynı kanaatte. Yunanistan ya moratoryum ilan etmeli, ya Euro'dan çıkmalı ya da ikisini birden yapmalı. Başka çaresi yoktur fikrinde.

Dan Bey, İngiliz Sterlini için de karamsar. Gerçi İngiliz Sterlini Euro gibi ortadan kalkmayacak ama "ciddi şekilde zayıflayacaktır çünkü İngiltere'nin hem iç hem dış açığı devasa boyutlardadır" değerlemesini yapıyor. Sıra Amerikan Dolarına gelince Dan Bey, onun da başı belada diyor, ama daha fazlasını söylemiyor. Ancak "ABD'nin iç borçları ile Çin'de emlak fiyatları patlayacak şekilde şişiyor, yatırımcılar dikkat etmelidir" ikazında bulunuyor.

Mantiken tüm para birimleri

aynı anda değer kaybetmez. Devalüasyon izafi bir kavramdır. Değer kaybeden varsa cebirsel olarak değer kazanan para da olacaktır. Bu da şüphe yok ki; Çin parası Yuan ve Japon Parası Yen'dir.

Sui Generis

Tuğrul Belli

ENFLASYON HEDEFLERİ TEHLİKEYE GİREBİLİR

Merkez Bankası son yayınladığı enflasyon raporunda 2010 yılına ilişkin enflasyon tahminin belirgin bir şekilde yukarı doğru revize etmek zorunda kaldı. 3 ay önceki raporunda %70 olasılıkla %5.5 ile %8.3 arasında (orta noktası %6.9) tahmin ettiği TÜFE yeni raporda %70 olasılıkla %7.2 ile %9.6 aralığında (orta noktası %8.4) olarak tahmin edilmiş bulunuyor. Kısacası, MB tahminlerinde 3 ay gibi kısa bir sürede %1.5 gibi çok da azımsanamayacak bir artış söz konusu. Bu, tabii ki Merkez'in bilinçli olarak istediği bir şey değil, son aylardaki enflasyon gelişmelerinin dikte ettirdiği bir durum.

MB tahminlerindeki değişikliğin nedenlerini şöyle sıralıyor:

1-Geçmişe dönük ekonomik aktivitede tahminlerin üzerinde bir hareketlenme,

2-Gıda fiyatlarındaki 2010 artış tahmininin %7'den %9'a revize edilmesi,

3-Uygulamaya konulan vergi ve zamların enflasyona %1.9 oranında katkıda bulunması (tahmin %1.5 idi),

4-Petrol fiyatlarının 2010 ortalamasının 80 dolardan 85 dolara çıkarılması.

Bunların hepsi de tahminleri değiştirmek için geçerli sebepler.

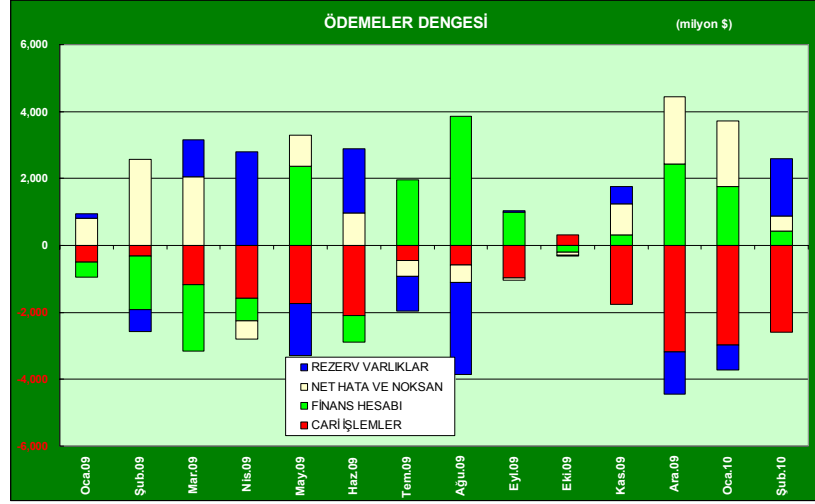
devamı sayfa 4'de

Bütçe ve Kamu Finansmanı

Bütçe rakamları bir miktar toparlanmaya işaret ediyor

◆ Mart ayında da bütçe rakamları olumlu seyrini devam ettirdi. Bu ay faiz-dışı harcamalar %10 artarken, gelirlerdeki artış %33'e yaklaştı.

◆ Tabii ki, önemli olan arızı gelirlerden çok, ekonomideki temel iyileşmelerden kaynaklanan gelirler. Örneğin dahilde alınan KDV, ki burada %40'a yakın bir artış görülmekte. İlk 3 ayda %34 artan ÖTV ve %58 artan ithalat-



istihdamda pek bir toparlanma olmadığını gösteriyor.

giderleri gibi bazı kalemler sene sonu tahminlerinin çok altında seyretmekte. Bazı harcamaların veya ödemelerin geciktiriliyor olma ihtimali kuvvetli.

◆ Öte yandan, ağırlıklı olarak sosyal güvenlik açıklarından oluşan cari transferler kaleminde ilk 3 ayda görülen %14.6'lık artış bile çok olumsuz görülmeyebilir (Geçen sene bu kalemdaki artış %31 olmuştu.)

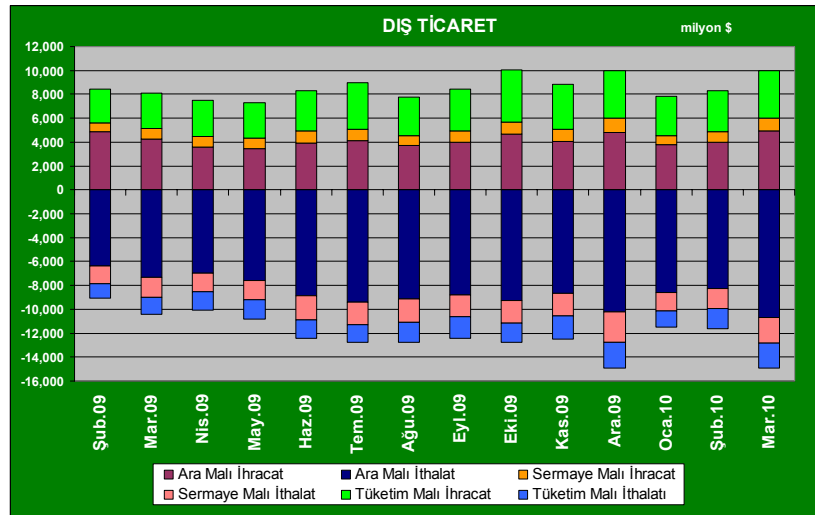
◆ Hazine'nin Mayıs-Temmuz aylarına ilişkin açıkladığı iç borçlanma stratejisinde itfanın altında borçlanmaya devam edeceği görülmekte. Bono faizleri üzerindeki baskıyı azaltan bir durum söz konusu.

MERKEZİ YÖNETİM BÜTÇESİ	2009 Mart	2010 Mart	Artış	2009 Oca-Mart	2010 Oca-Mart	Artış
Harcamalar	21,820,289	23,436,480	7.4%	66,424,698	68,372,793	2.9%
1-Faiz Hariç Harcama	17,371,673	19,103,788	10.0%	48,334,482	53,373,523	10.4%
Personel Giderleri	4,420,834	4,974,105	12.5%	14,496,612	16,224,015	11.9%
Sosyal Güv.Kur. Devlet Primi	536,666	860,603	60.4%	1,769,422	2,754,187	55.7%
Mal ve Hizmet Alımları	2,224,389	2,123,511	-4.5%	4,801,531	4,202,296	-12.5%
Cari Transferler	8,235,812	9,822,547	19.3%	24,179,364	27,719,235	14.6%
Sermaye Giderleri	786,844	782,592	-0.5%	1,109,714	1,011,533	-8.8%
Sermaye Transferleri	235,209	124,805	-46.9%	387,330	281,092	-27.4%
Borç Verme	931,929	415,625	-55.4%	1,590,509	1,181,165	-25.7%
2-Faiz Harcamaları	4,448,616	4,332,692	-2.6%	18,090,216	14,999,270	-17.1%
Gelirler	13,052,988	17,488,207	34.0%	47,297,927	57,032,180	20.6%
1-Genel Bütçe Gelirleri	12,499,341	16,570,234	32.6%	45,435,535	54,718,303	20.4%
Vergi Gelirleri	10,514,428	14,461,137	37.5%	38,144,120	47,901,768	25.6%
Teşebbüs ve Mülkiyet Gelirleri	399,106	398,941	0.0%	1,225,408	1,673,552	36.6%
Alınan Bağış ve Yardımlar ile Özel Ge	111,656	172,267	54.3%	359,408	461,766	28.5%
Faizler, Paylar ve Cezalar	1,433,226	1,487,067	3.8%	4,322,182	4,563,757	5.6%
Sermaye Gelirleri	22,666	28,433	25.4%	1,342,612	57,098	-95.7%
Alacaklardan Tahsilat	18,259	22,389		41,805	60,362	
2-Özel Bütçeli İdarelerin Öz Gelirleri	503,578	850,512	68.9%	1,007,868	1,461,401	45.0%
3-Düzen. ve Denet. Kurumların Gelirleri	50,069	67,461	34.7%	854,524	852,476	-0.2%
Bütçe Dengesi	-8,767,301	-5,948,273	-32.2%	-19,126,771	-11,340,613	-40.7%
Faiz Dışı Denge	-4,318,685	-1,615,581	-62.6%	-1,036,555	3,658,657	-453.0%

tan alınan KDV oranları da olumlu.

◆ Öte yandan, büyük bölümü maaşlardan kesilen ve kayıt-ıçi istihdam açısından bir gösterge niteliğinde olan ve ilk 2 ayda azalma gösteren gelir vergisi tahsilatları 3. ayda %53 artışla bir patlama yapmış gibi gözüküyor. Ancak, bütçe rakamları tahsilat bazında muhasebeleştirildiği için, aylar arasında bazı oynamalar da mümkün. İlk 3 ayın toplam sonuçları ise gelişmeler hakkında daha doğru bir sonuç verebilir. Nitekim ilk 3 ayda gelir vergisi tahsilatının geçen seneye göre sadece %0.5 oranında artmış olduğunu görüyoruz ki, bu da

◆ Harcamalar tarafındaki %10'luk artış ise biraz yanıltıcı çünkü mal alımları ve sermaye



Ödemeler Dengesi ve Dış Ticaret

Cari açık artıyor, ama finansmanda şimdilik problem yok

◆ Son açıklanan Mart ayı dış ticaret rakamlarına göre bu ay ihracat geçen senenin aynı ayına göre %22 artarak 10 milyar dolara, ithalat ise %43 artarak 15 milyar dolara ulaşmış bulunuyor.

◆ İthalatın Şubat ayına göre de çok yüksek boyutta artmış olması ((%28) oldukça dikkat çekici. Öte yandan, göreceli olarak daha zayıf gerçekleşen yatırım mallarındaki ithalat artışı şirketlerin henüz yatırıma yönelmediklerini göstermekte.

◆ Her ne kadar dış ticarete kısmi bir toparlanma söz konusu ise de, gelişmeleri geçmişe yönelik bir perspektiften incelemekte yarar var. Şubat ayında 147 olan ihracat miktar endeksi halen 2008 Şubatındaki 174 rakamının oldukça altında. Keza, ithalat miktar endeksi de 2 sene önceki 133.8 ile 2 sene önceki 165 rakamının çok gerisinde.

◆ Cari işlemler açığının son aylarda oldukça artmış olduğu görülmekte. Şubat'taki 2.6 milyar dolarlık açıktan sonra, Mart'ta açığın 4 milyar dolar civarında gelmesi sürpriz olmayacak.

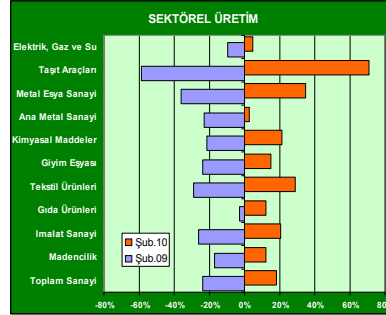
◆ Şubat'ta MB rezervlerinde son 8 ayın en yüksek miktardaki gerilemesinin yaşanmış olması da dikkat çekici. Ancak, o günden sonraki MB rezervlerine bakıldığında bir gerileme olmadığı, aksine (ihrac edilen eurobondlardan dolayı) bir artış olduğu görülmekte. Yani, cari açıktaki artışa rağmen açık sermaye yatırımları ve net hata kalemleri tarafından finanse edilmeye devam etmekte. Ancak aylık açığın 3 milyar dolar seviyelerine çıkması, yıllık açığın

da 40 milyara çıkabileceğini göstermekte ki, bu oldukça yüksek bir rakam.

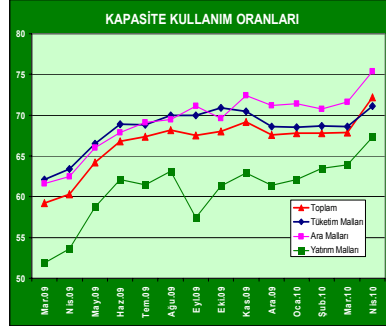
Üretim ve Büyüme

Nisan'da ilk defa net bir canlanma görülüyor

◆ Grafikten de görüldüğü gibi geçen senenin Şubat'ında istisnasız bütün sektörlerde yüksek oranlı üretim gerilemesi söz konusu idi. Bu nedenle bu sene sektörel üretimlerde topyekun artış görülmesi şaşırtıcı değil. Özellikle taşıt araçları, tekstil ve kimyasal madde sektörleri kayıplarını telafi etmiş gözüküyor.



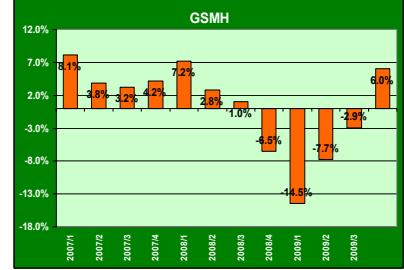
◆ Takvim etkisinden arındırılmış üretim endeksi bir önceki yılın aynı ayına göre %18.2 artış, mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış endeks ise bir önceki aya göre % 1.6 artış gösterdi.



◆ Nisan ayı kapasite kullanım oranları da geçen Kasım ayından beri ilk defa belirgin bir artışa işaret etmekte.

◆ Beklenenden biraz daha iyi gelmesi dışında geçen ay açıklanan 2009 yılı milli hasıla rakamlarında fazla bir sürpriz

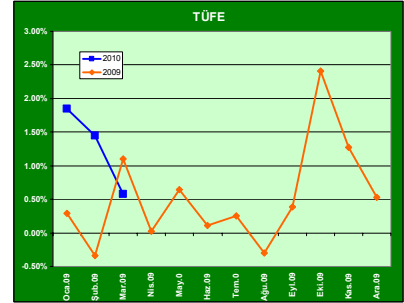
yoktu. Yılın ilk 3 çeyreğindeki daralma rakamlarının azalma yönünde revize edilmesi, 2008 4. çeyrek cari hasıla değerlerinin de 2009 4. çeyrek artış hızını artıracak şekilde negatif yönde revize edilmesi, %4.7 olarak açıklanan 2009 küçülme oranının beklentilerin altında kalmasına sebep oldu denilebilir.



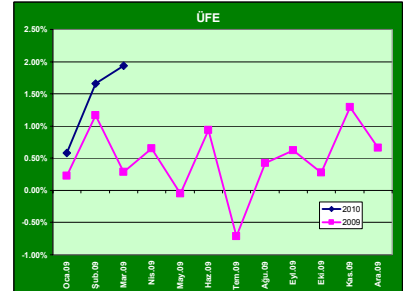
Enflasyon

Enflasyonda iki hane kaçılmaz

◆ Mart ayında TÜFE %0.58, ÜFE ise %1.94 arttı. Son 12 aylık enflasyon TÜFE'de %9.56, ÜFE'de ise %8.58 oldu.



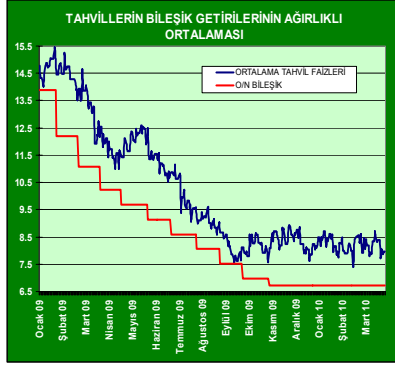
◆ Baskıya girdiğimizde Nisan ayı enflasyonu açıklanmamıştı ancak beklentiler artan ekonomik faaliyetlerin de etkisiyle enflasyonun artacağı yönünde. Nitekim,



her ne kadar TÜFE ile çok yakın bir korelasyon göstermese de,

İTO Ücretliler Geçinme Endeksi Nisan'da %2.7 gibi oldukça yüksek bir artış gösterdi.

Faizler



◆ Merkez Bankası Nisan ayında da gecelik faizlerde bir değişiklik yapmadı. Ay içinde yayınladığı çıkış stratejisi ve ay sonunda yayınladığı enflasyon raporlarında da normal şartlarda faizleri senenin son çeyreğine kadar değiştirmeyeceğini vurguladı.

SUI GENERIS—s1'den devam

Ancak, henüz piyasalar tam anlamıyla açılmadan Nisan sonu itibarıyla enflasyonun çift hanelere çıkmış olması, bir şeylerin yolunda gitmediğini de göstermekte. Şu an yaşanmakta olan kısmen arz tarafından kaynaklanan fiyat hareketliliğinin, ileriki dönemlerde talebin ısınmasıyla yükselerek devam etmesi çok önemli bir risk unsuru.

Öte yandan, MB son Enflasyon Raporu'nda baz senaryoda senenin son çeyreğine kadar bir faiz artışı öngörmemekte. Ayrıca, küresel krizle birlikte haftalık ve 3 aylık repo ihaleleri ile piyasaya sağladığı miktarsal rahatlama'nın (quantitative easing) geri çekilmesinde de çok agresif bir strateji izlemeyeceğini bu konuda açıkladığı raporla ortaya koymuş bulunmaktadır. Öyle ki, çıkış stratejisi için "hiçbir sıkılaştırma yapmadan parasal tedbirler nasıl geri alınmış görüntüsü verilebilir" konusunda bir tez çalışması olduğu

PARASAL GÖSTERGELER	1	2	3	4	5
(milyon YTL)	16.04.2010	19.03.2010	25.12.2009	1/2	1/3
Dolaşımdaki Para	37,309	36,368	35,400	2.6%	5.4%
Vadesiz Mevduatlar	36,973	35,323	35,754	4.7%	3.4%
M1	74,282	71,691	71,153	3.6%	4.4%
Vadeli Mevduatlar	260,860	260,725	247,566	0.1%	5.4%
M2	335,143	332,415	318,719	0.8%	5.2%
DTH	138,466	135,543	139,321	2.2%	-0.6%
DTH (milyar\$)	94.1	89.4	92.4	5.2%	1.7%
M2Y	473,608	467,958	458,040	1.2%	3.4%
Mevduat Bankaları Kredileri	319,365	307,764	289,388	3.8%	10.4%
Açık Piyasa İşlemleri	-7,880	-15,782	-12,248	-50.1%	-35.7%
Kamu Menkul Kıymetleri	240,531	244,948	233,783	-1.8%	2.9%
Dolarizasyon (DTH/M2Y)	29.2%	29.0%	30.4%	0.9%	-3.9%

Parasal Göstergeler

- ◆ Sene başından beri DTH'lar dışında bütün parasal büyüklüklerde artışlar göze çarpmakta.
- ◆ DTH'lar da kurlardaki düşüş nedeniyle TL bazında geriliyor gibi gözükse de, son 4 haftada dolar bazında ciddi bir artış göstermekte.
- ◆ Son dönemde dikkatle takip edilen banka kredileri ise ilk 3.5 ayda %10.4 gibi oldukça yüksek bir artış sağlamış durumda.

söylenbilir.

Sıkılaştırma yapmadığı gibi, Merkez piyasadan 8 milyar TL kadar devlet tahvili alarak, ek bir likidite sağlıyor. Ayrıca, Ekim 2009 gibi oldukça geç bir dönemde bankaların zorunlu karşılık oranlarını %6'dan %5'e indirerek bankacılık sistemine sağladığı 3.3 milyar TL'lik kalıcı likiditeyi de geri çekmiyor. Özetle, para politikasında şimdilik ciddi bir daraltma gündemde değil gibi gözüküyor.

Para politikasının maliye politikasına göre önemli bir handikapı daraltıcı veya genişletici yönde etkisinin minimum 9-12 ay arasında ortaya çıkmasıdır. Bu nedenle, ekonomideki ısınma net olarak ortaya çıktığı zaman, enflasyonla savaş için çok geç kalınmış olabilir. Özellikle, önümüzdeki aylarda enflasyonun çift hanelerde seyredeceğini de dikkate aldığımızda, Merkez Bankası'nın biraz riskli bir

- ◆ MB'nın para politikasından çıkış stratejisine başlamasıyla açık piyasa işlemlerinde de gerileme görülmeye başlandı. Ancak, piyasanın sıkışması durumunda fonlamadaki daraltmanın geri çekilmesi oldukça muhtemel.
- ◆ Kamu menkul kıymetlerinde net bir artış yaşanmaması bütçenin kontrol altında olduğunun bir başka göstergesi sayılabilir.

strateji izlemeye başladığını söyleyebiliriz. Artık, MB'nın kendi tahminleriyle de yönlendirdiği piyasa beklentilerini değil de, enflasyonun mutlak değerini dikkate alması gerekiyor. Kıscası, enflasyon eğer %11-12 gibi hiç istenmeyen rakamlara gelirse piyasa beklentileri bozulmakla kalmaz, bu durum genel fiyatlama davranışları üzerinde de çok ciddi bozulmalara neden olabilir. Açıkçası, MB gevşek para politikasını devam ettirerek tehlikeli sulara seyrediyor.