

1 Balonların havasını almak gerekiyor

1 Kredi kontrolünde BDDK da devrede

2 Bütçede seçim etkisi düşük

3 Bu sene enflasyon %8'i geçecek

4 Faiz makası açılıyor

SAYI: 06/11

- Turkish Yatırım Araştırma Birimi tarafından her ay yayınlanır.
- Baskıya giriş tarihi: 24.06.2011
- 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

KRİZİN ÜÇ BALONU

Denizde dalga, ekonomide dalgalanma bitmez. Dalgaya pek itirazımız yok. Ama fırtına yani kriz istemiyoruz. Aslında dalgalanma olmasa, spekülâtif kâr da oluşmaz. Spekülâtif kâr oluşmazsa, insanların bir anda zengin olma ümidi biter. Hiçbir “sonradan olma zengin”, aylık kazancından, mesela maaşından %10 veya %20 tasarruf ederek zengin olmuş değildir. Olamaz da. Tasarrufla zengin olmaya bir ömür yetmez. Mutlaka ya arsada ya da borsada iri bir kâr balığı yakalamıştır. Yani aldığı arsanın veya hisse senedinin fiyatı, kısa zamanda beş on kat artmıştır. Ondan sonra, nispeten şanslı ve akıllı ise, servetini büyütüştür. Değilse, haydan gelen huya gitmiştir.

Dalgalanmanın şiddetlisine İngilizce de “boom and bust” denir. Türkçesi “şiş ve patla”. Bu ifadenin önemi, insanlara, “aklımızdan hiç çıkarmayın, her şişmenin sonunda bir patlama olur” demesindedir. O zaman insanlar da “Lala, patlamanın alametleri nedir?” diye akli evvellere soru sorarlar. İktisatçılar, patlama alametlerine “öncü göstergeler” diyor. Ancak patlamanın ne zaman ortaya çıkacağını bilmek mümkün değildir. Çünkü bunun için önce “insanların ruh haleti ne zaman değişir” sorusuna cevap vermek gerekir. Yine de patlamadan önce gelen şişmenin üç alametini anlatalım. Bunlardan birincisi “varlık fiyatları balonudur”. Rahmetli Ayhan Şahenk’in deyişiyle “borsanın ve arsanın fiyatının artması”dır. İkincisi “cari işlem açığının

büyümesidir”. Bunun bir diğer anlamı, ulusal tasarruf oranının düşmesidir. Üçüncüsü “kredi hacminin genişlemesidir”.

Türkiye’de bu üç gösterge de bir şişme yaşandığına işaret ediyor. Hükümet de bunun farkında. Onun için balon patlamadan havasını almaya çalışıyor. Bankalar üzerine uygulanan kısıtlama önlemlerinin gerekçesi budur.

Sui Generis

Tuğrul Belli

KREDİ ARZINI DEĞİL, TALEBİNİ KONTROL ETMEK DAHA DOĞRU

BDDK bankaların bundan sonra kullanılabilecekleri konut ve taşıt dışındaki tüketici kredilerinin hem karşılıklarını, hem de sermaye yeterliliği hesaplamasındaki risk ağırlıklarını artırdı. BDDK’nın konuyla ilgili notunda belirttiği gibi son dönemlerde bu kredilerin artışında bir ivmelenme söz konusu. (Bazı bankalar tarafından ihtiyaç kredilerinin konut kredilerine getirilen %25 ana para yatırma zorunluluğunu karşılama amacıyla kullanıldığı da iddia edilmekte.) Ancak, bankacılık kesimi henüz ne verdiği tüketici kredi miktarının toplamı, ne de temerrüte düşen kredi oranı bakımından çok riskli bir pozisyonda değil.

Hatta, kredilerdeki artışı ekonomide uygun ortamın oluşmasıyla birlikte bankaların yıllardır gereğinden fazla miktarda taşıdıkları devlet tahvili portföylerini azaltarak, kredilere (bir anlamda gerçek bankacılığa) döndükleri şeklinde yorumlamak da mümkün. Keza, kredi artışları bankaların yurtdışından buldukları ucuz yabancı kaynakları

devamı sayfa 4’de

Bütçe ve Kamu Finansmanı

Bütçede seçim etkisi düşük

◆ Mayıs'ta geçen seneye göre bütçe fazlasında 3 milyar TL azalma olmasına rağmen, ilk 5 ayın kümülatif performansı geçen seneden çok daha iyi. Geçen seneki 10 milyar TL açığa karşın,

MERKEZİ YÖNETİM BÜTÇESİ	2010 Mayıs	2011 Mayıs	Artış	2010 Oca-May	2011 Oca-May	Artış
Harcamalar	19,054,164	24,298,092	27.5%	112,600,127	119,618,136	6.2%
1-Faiz Hariç Harcama	16,889,628	20,233,820	19.8%	88,383,787	98,744,414	11.7%
Personel Giderleri	5,108,991	5,926,514	16.0%	26,514,159	30,722,727	15.9%
Sosyal Güv.Kur. Devlet Primi	870,098	1,005,776	15.6%	4,484,117	5,311,431	18.4%
Mal ve Hizmet Alımları	2,140,679	2,317,072	8.2%	8,556,478	9,684,188	13.2%
Cari Transferler	6,875,949	8,008,646	16.5%	42,126,245	45,481,108	8.0%
Sermaye Giderleri	1,435,217	1,763,671	22.9%	3,637,610	4,827,096	32.7%
Sermaye Transferleri	185,067	855,469	362.2%	901,305	1,354,863	50.3%
Borç Verme	273,627	356,672	30.3%	2,163,873	1,363,001	-37.0%
2-Faiz Harcamaları	2,164,536	4,064,272	87.8%	24,216,340	20,873,722	-13.8%
Gelirler	24,866,255	27,132,998	9.1%	102,616,549	119,384,968	16.3%
1-Genel Bütçe Gelirleri	24,201,167	26,356,548	8.9%	98,892,793	115,187,969	16.5%
Vergi Gelirleri	19,550,738	23,287,720	19.1%	82,782,941	100,024,647	20.8%
Teşebbüs ve Mülkiyet Gelirleri	1,670,512	1,265,867	-24.2%	5,650,640	5,397,347	-4.5%
Alınan Bağış ve Yardımlar ile Özel Ge	51,686	59,797	15.7%	617,909	572,282	-7.4%
Faizler, Paylar ve Cezalar	2,122,221	1,695,515	-20.1%	8,689,153	7,669,827	-11.7%
Sermaye Gelirleri	789,957	30,261	-96.2%	1,063,192	1,412,143	AD
Alacaklardan Tahsilat	16,053	17,388	8.3%	88,958	111,723	
2-Özel Bütçeli İdarelerin Öz Gelirleri	547,335	686,838	25.5%	2,462,970	2,827,325	14.8%
3-Düzen. ve Denet. Kurumların Gelirleri	117,753	89,612	-23.9%	1,260,786	1,369,674	8.6%
Bütçe Dengesi	5,812,091	2,834,906	-51.2%	-9,983,578	-233,168	-97.7%
Faiz Dışı Denge	7,976,627	6,899,178	-13.5%	14,232,762	20,640,554	45.0%

bu sene açık sifıra yakın.

◆ Mayıs'ta vergi gelirlerinde %19.1 oranında artış görülürken mülkiyet gelirleri ve cezalarda azalma var. Cezalardaki azalmada vergi affının ve seçimlerin etkisi olabilir.

◆ Yüzde 20 artmış bulunan faiz-dışı harcamaların alt kalemlerinden sermaye harcamalarındaki %362 oranındaki artış dikkat çekici. Bu artışın seçimlerle ilintili olması ihtimal dahilinde.

◆ İlk 5 ayın toplamında ise bütçenin performansı kötü değil. Özellikle sene sonu hedefinin 33 milyar TL açık olduğu hatırlanırsa, hedefin altında kalma olasılığının oldukça yüksek olduğu görülüyor.

◆ İlk 5 aydaki yüksek oranlı ekonomik büyümeye rağmen Mayıs'ta dahilde alınan KDV'de azalma olması ilginç bir gelişme. Bu durum büyük ihtimalle KDV

ödemesini aksatan enerji kuruluşlarından kaynaklanmakta. İthalatın alınan KDV ise her ay olduğu gibi rekor kırmaya devam ediyor. Bu ayki artış oranı %60. Buna paralel olarak Mayıs ithalatında da %50 civarında artış olması şaşırtıcı olmayacaktır.

◆ Öte yandan, kurumlar vergisindeki 1. dönem geçici vergi tah-

silatı geçen senenin aynı dönemine göre %7.4 gerilemiş. Bu durumun ana sebebi zorunlu karşılık artışlarıyla birlikte banka kârlarında görülen azalma.

gerileyerek 7.7 milyar dolar olmasına rağmen, gene de bu durum bu ayki açığın tüm zamanların en yüksek 2. açık olmasını engelleyemedi.

◆ Bu ay da finans girişlerinin açığın üstünde olması nedeniyle Merkez Bankası rezervleri de 1.5 milyar dolar artış kaydetti.

◆ Geçen ay olduğu gibi bu ay da devlet tahvili piyasasına yüklü miktarda (\$ 4.8 milyar) yabancı girişi olduğu görülmekte.

◆ Dış finansmanın kalanı ise bankaların döviz varlıklarındaki \$ 2.2 milyar azalmadan ve borçlarındaki \$ 1.1 milyar artıştan kaynaklanıyor. Şimdiden net bir sonuca varmak için erken ancak bankaların yurtdışı fon bulma imkanları biraz zayıflamış gibi gözükmemekte.

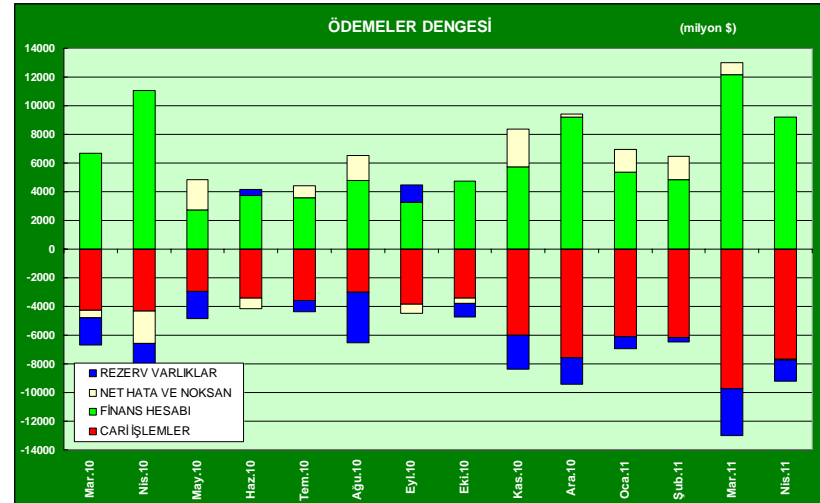
◆ Son 12 aylık cari açık \$ 68 milyara yaklaştı. Bu sene açığın \$ 80 milyar dolarla milli hasılanın %10'una ulaşması sürpriz olmayacak.

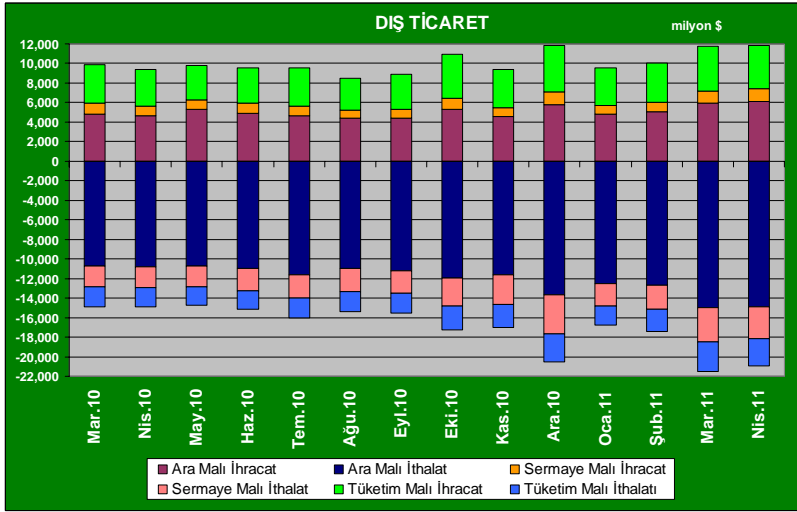
◆ Nisan ayı ihracatı %26.5 artışla \$ 11.9 milyar, ithalatı ise %40 artışla \$ 21 milyar olarak gerçekleşti. Gümrük kayıtlarına göre ise Mayıs'ta ihracat %22 artışla \$ 11.1 milyar oldu. Bu ay artışta dikkat çeken sektörler kimyevi maddeler ve tekstil ürünleri.

silatı geçen senenin aynı dönemine göre %7.4 gerilemiş. Bu durumun ana sebebi zorunlu karşılık artışlarıyla birlikte banka kârlarında görülen azalma.

Ödemeler Dengesi ve Dış Ticaret

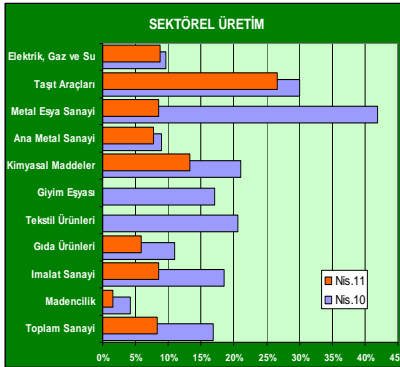
◆ Nisan'da cari açık önceki aya göre 2 milyar dolara yakın





◆ Haziran'ın ilk 23 gününde ise ihracat %22 artarak 7.8 milyar dolara ulaşmış bulunuyor.

Üretim ve Büyüme



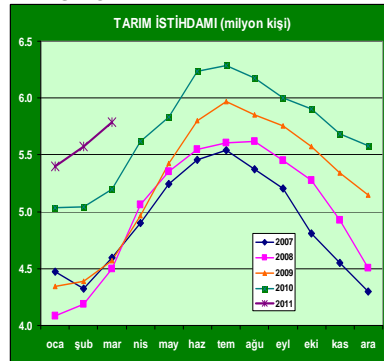
◆ Üretim endeksi Nisan ayında %8.3 artış gösterdi. Öte yandan, mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış sanayi üretim endeksi ise bir önceki aya göre %0.6 azalış gösterdi. Bu şekilde hesaplanan endeks önceki 2 ay da azalmıştı.

İŞGÜCÜ DURUMU (Mart)	TÜRKİYE	
	2010	2011
Kurumsal olmayan nüfus (000)	71 105	72 014
15 ve daha yukarı yaştaki nüfus (000)	52 287	53 242
İşgücü (000)	25 179	26 103
İstihdam (000)	21 741	23 286
İşsiz (000)	3 438	2 816
İşgücüne katılma oranı (%)	48,2	49,0
İstihdam oranı (%)	41,6	43,7
İşsizlik oranı (%)	13,7	10,8
Tarım dışı işsizlik oranı (%)	16,7	13,4
Genç nüfusta işsizlik oranı ⁽¹⁾ (%)	24,6	19,3
İşgücüne dahil olmayanlar (000)	27 108	27 139

◆ Öte yandan, Şubat-Nisan

döneminde işsizlik oranı 11.5'ten 10.8'e geriledi. Bu dönemde mevsim etkilerinden arındırılmış işsizlik de 0.1 puan azalışla %9.9 oldu. Açıkçası, mevsim etkilerinden arındırılmış üretim endeksi azalırken, işsizliğin de azalıyor olması çok mantıklı değil.

◆ Nitekim, uzun zamandan beri olduğu gibi işgücü rakamlarında gene tarım lehine bir şişme olduğu görülmekte.



◆ Grafikten görüldüğü gibi 2007'den beri her sene tarımda önemli istihdam artışları söz konusu. Halbuki, ne tarımsal üretim miktarı, ne de tarımda artan mekanizasyon olgusu böyle bir artışı desteklemiyor. Bu durumda maalesef rakamlarda bir şişirme olma ihtimali ortaya çıkmakta.

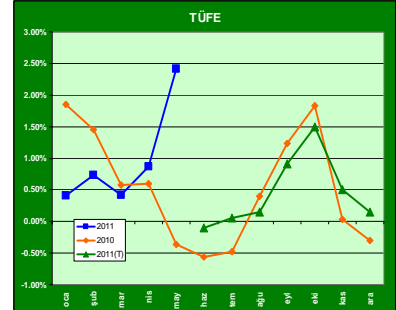
◆ 1. çeyrekte işsizlikteki hızlı azalışa karşın işgücü maliyet endeksinde çok güçlü bir artış

görülmemesi (%8.3) ise enflasyon beklentileri yönünden olumlu.

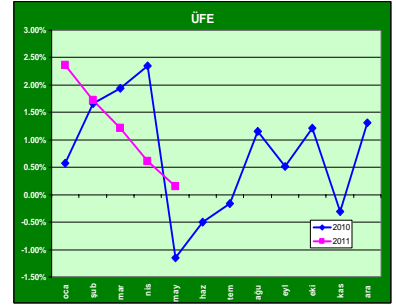
Enflasyon

Bu sene enflasyon %8'i geçer

◆ Mayıs'ta TÜFE %2.42, ÜFE ise %0.15 artış gösterdi. Böylece son 12 aylık enflasyon TÜFE'de %7.18, ÜFE'de ise %9.63 oldu.



◆ Bu ay TÜFE'nin beklentilerin çok üstünde gelmesinde etkili olan işlenmemiş gıda fiyatları oldu. %2.42'lik artışın %1.26'sı gıdadan kaynaklanmakta. Bu durum bu sene havalara bağlı olarak taze sebze ve meyvenin geç ve az miktarda arz olmasından kaynaklandı.

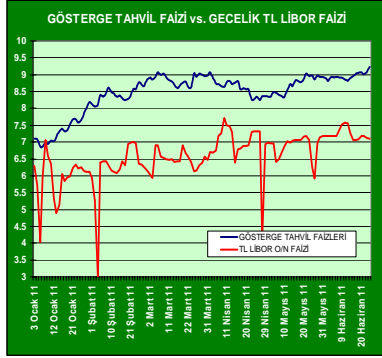


◆ Merkez Bankası bu artışların Haziran'da terse döneceğini düşünüyor. Ancak, Haziran'da % -0.75 gibi çok düşük bir TÜFE gelse bile kalan aylarda TÜFE son yıllardaki trendi içinde hareket ettiği takdirde Grafikte yeşil çizgi) enflasyon %7.5'e çıkmış olacak. Koruma amaçlı olarak tekstile getirilecek olan gümrük vergisinin, ÖTV ve KDV gibi muhtemel vergi artışlarının ve kur artışının etkilerini de ilave ettiğimizde bu sene enflasyonun %8'i geçmesi çok muhtemel.

Faizler

Piyasa-politika faiz makası açılıyor

◆ Merkez Bankası beklendiği gibi Haziran toplantısında ne faizlerde, ne de karşılık oranlarında bir değişiklik yapmadı. Öncesinde BDDK'nın tüketici kredileri ile ilgili aldığı kararlar MB'nin herhangi bir harekette bulunmayacağını ve "bekle-gör" stratejisine devam edeceğini sinyallerini vermişti.



◆ MB faizleri sabit tutma

SUI GENERIS-s1'den devam

Türkiye ekonomisine kanalize etmelerinin bir sonucu olarak da görülebilir. Kısacası, kredi ivmelenmesini "bankaların aşırı rekabeti sonucu bilinçsizce kredi verme yarışına girmiş olmaları ve bu durumun da sektörün riskliliğini istenmeyen boyutlarda artırdığı" şeklinde yorumlamak çok da doğru değil. Böyle olunca, alınan son tedbirlerin kredileri yavaşlatarak cari açığa müdahalede bulunmak amaçlı olduğu görülüyor.

Bilindiği gibi Hükümet kanadı tarafından bundan bir süre önce cari açığın kontrolü açısından bankacılık sektöründe 2011 yılında toplam kredi büyümesinin %25'i aşmaması gerektiği ifade edilmişti. Ancak, 10 Haziran itibarıyla bankalar şimdiden bu sene 53 milyar TL kredi kullanmış durumdadır. 34 milyar TL kredi kullandırmaları durumunda söz konusu %25

PARASAL GÖSTERGELER (milyon YTL)	1 10.06.2011	2 06.05.2011	3 31.12.2010	4 1/2	5 1/3
Dolaşımdaki Para	50,443	48,932	44,595	3.1%	13.1%
Vadesiz Mevduatlar	50,571	48,350	48,963	4.6%	3.3%
M1	101,014	97,282	93,559	3.8%	8.0%
Vadeli Mevduatlar	329,475	320,923	305,696	2.7%	7.8%
M2	430,489	418,204	399,255	2.9%	7.8%
DTH	154,854	154,283	144,790	0.4%	7.0%
DTH (milyar\$)	98.5	100.4	93.7	-1.9%	5.1%
M2Y	585,343	572,487	544,045	2.2%	7.6%
Mevduat Bankaları Kredileri	491,751	470,160	420,643	4.6%	16.9%
Açık Piyasa İşlemleri	-58,049	-48,042	-10,913	20.8%	431.9%
Kamu Menkul Kıymetleri	237,816	237,286	249,473	0.2%	-4.7%
Dolarizasyon (DTH/M2Y)	26.5%	26.9%	26.6%	-1.8%	-0.6%

kararında her zaman olduğu gibi özel tüketim ve yatırım talebinin ılımlı seyrini, dış talebin ise zayıf görünümünü vurguladı.

◆ Alınan (ve alınmayan) son kararlardan sonra gösterge tahvil faizi %9'un üzerine çıkmış bulunuyor. Bankalararası gecelik faiz ise %7'nin az üzerinde. Mevduat ve kredi faizlerinde de artışlar söz konusu. Kısacası, MB politika faizi olan 1 haftalık repo faizleri ile piyasa faizleri arasındaki makas açılmakta. Ancak MB'nin şimdilik bu durumdan çok rahatsız olmadığı görülüyor.

limitine ulaşmış bulunacaklar. Esasen bankaların önünde bu miktarın aşılmasında herhangi bir kanuni engel yok. Bu nedenle BDDK'nın bu aşamada devreye sokulması gerekti.

Aslında kredi arzını kontrol etmeye çalışarak cari açığı kontrol altına almak çok da etkili bir strateji değil. Bunun yerine kredi talebini azaltmaya çalışmak daha doğru. Bu bağlamda, önümüzdeki günlerde kredilerdeki KKDF oranlarında ve otomotiv başta olmak üzere bazı malların ÖTV'sinde bir miktar artışa gidilmesi şaşırtıcı olmayacaktır. Bu tedbirler kredi ve ithalat talebinde bir miktar azalma ve kamu maliyesinde de iyileşme sağlayacaktır. Bazı kesimlerin "vergi artışları enflasyonu da artırır" şeklindeki itirazları ise çok da anlamlı değil. Evet, bu durumda fiyat seviyeleri bir defalık artar, ama

Parasal Göstergeler

◆ Banka kredileri ilk 5 ayda %17 oranında artmış durumda. %25 limitine oldukça az bir mesafe kalmış durumda.

◆ MB'nın piyasa fonlamasını giderek artırdığı görülüyor. 10 Haziran itibarıyla fonlama TL 58 milyara çıkmış durumda.

◆ Tedavüldeki devlet tahvili miktarları pozitif bütçe dengesi ile birlikte sene başından beri %5'e yakın oranda gerilemiş durumda.

ileriye dönük enflasyon beklentileri ise aksine azalır.

Herkesin bildiği gibi ekonomiyi kaza yapmadan soğutmanın esas yolu ise doğrudan politika faizlerinin artırılması. Ayrıca artık enflasyonda gelinen nokta da bir faiz artırımına yeşil ışık yakacak düzeyde. Ancak gerek Hükümet'in "0" faiz söylemi, gerekse de MB'nin "faiz artışı sıcak para girişine sebep olur" iddiası, aslında ilk düşünülmesi gereken bu tedbirin alınmasını geciktiriyor. Tahminim, MB'nin faiz artış silahını ancak ve ancak döviz piyasasında gözle görülür bir bozulma ve kurlarda kalıcı bir ivmelenme olması durumunda devreye sokacağı yönünde. (Son günlerde bu yönde işaretler de alınmıyor değil, hani!).