

- 1 Endeks tarihsel olarak en yüksek seviyelerinde
- 1 Artık Fed bile deflasyondan bahsediyor
- 2 Bütçe açığı beklentilerin altında
- 2 Cari açık 40 milyar dolar koşuyor
- 3 Krizin yaraları kısmen sarıldı

SAYI: 09/10

- Turkish Yatırım Araştırma Birimi tarafından her ay yayınlanır.
- Baskıya giriş tarihi: 23.09.2010
- 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

EKONOMİK RAPOR

Kilometre Taşları

Ege Cansen

BORSADA BAVUL YAPMA ZAMANI

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, “anormal” bir düzeye çıktı. İstatistik biliminde normal, sık rastlanan demektir. Dolayısıyla anormal de “sık rastlanmayan” anlamına gelir. Normalin hangi sayıya tekabül ettiğini bulmanın en kestirme yolu “ortalama” almaktır. Mesela İMKB endeksinin normal değerini bulmak için son 10 yıl içinde her ayın 15. günü hangi sayıda olduğu alt alta yazılır. Böylece (10 yıl çarpı her yılda 12 ay hesabıyla) 120 adetlik bir örnek kümesi bulunmuş olur. Bu sayılar toplanır ve 120’ye bölünür. Çıkan rakama normal denir. Pek tabii fiyatlar genel düzeyinin sürekli olarak ve önemli yüzdelerde artışı enflasyonist bir ortamda, borsanın endeks sayılarında bir çarpıklık vardır. Bu çarpıklık enflasyon düzeltilmesi yapılarak ortadan kaldırılabılır. Ortalama ondan sonra hesaplanır.

Bizim borsanın hâkim oyuncularını yabancılardır. Onların benzeri bir düzeltmeyi döviz kurlarına göre yapmaları daha makuldür. Netice itibarıyla borsaya “Dolar veya Euro” yatırmışlardır, çıkarken de kârlarını veya varsa zararlarını dövizle hesaplayacaklardır.

İMKB endeksi şu günlerde TL fiyatlarla tüm zamanların rekorunu kırmıştır. Dolar cinsinden rekor, endeks “75,000” rakamı geçildiği zaman kırılmış olacaktır. Bu rekor da, doların düşmesi ve/veya endeksin yükselmesiyle yakında kırılabilir. Ama nereden bakılırsa bakılsın, artık borsadan çıkma zamanı gelmiştir. Çünkü

endeks anormal yüksektir. Doğanın içinde de her anormalliği “normal”e çeken gizli bir güç vardır.

Borsa oyuncusu asla elveda demez. Ama bazen “hadi bana eyvallah” der.

Sui Generis

Tuğrul Belli

ABD’DE DEFLASYON RİSKİ RESMİYET KAZANDI

Son zamanlarda ABD ekonomisindeki gelişmeler her zamankinden daha fazla dikkatle takip ediliyor. Fed’in Eylül ayı toplantı açıklamasında özel sektör yatırımlarındaki artış hızında bir yavaşlama olduğuna dikkat çekilmekte. Banka kredilerindeki gerileme hızının azaldığı da not edilmiş. (Kredilerde net artış ise hala söz konusu değil!) Ancak asıl önemlisi çekirdek enflasyon gelişmelerine yapılan vurgu. Bu ayki kararda, açıkça, çekirdek enflasyon düzeyinin azami istihdam ve fiyat istikrarını sağlayacak düzeyin altında kaldığı belirtiliyor. (Ağustos itibarıyla ABD’de 12 aylık TÜFE %1.1) Ayrıca, ekonomik toparlanmayı desteklemek ve enflasyonu istenen düzeye çıkarmak için gerekirse ek imkanların devreye sokulacağı ifade ediliyor. Böylelikle, krizden sonra ilk defa Fed, biraz kapalı bir ifadeyle olsa da, bir deflasyon riskinden söz etmiş oluyor.

Bu gelişme, ister istemez, daha önce de gündeme gelen, 1990 sonrası Japonya’nın durumu ile 2010 sonrası ABD’nin durumu arasındaki olası paralelliklerin tekrar sorgulanmasına yol açmakta. Bilindiği gibi, Japonya neredeyse 20 yıldır deflasyonist bir ortamın içerisinde. (Bizim gibi uzun süre kronik enflasyon yaşamış bir ekonomi için inanıl-

devamı sayfa 4’de

Bütçe ve Kamu Finansmanı

Bütçe açığı hedefin oldukça altında

◆ Merkezi Yönetim Bütçesi Ağustos ayında 3.1 milyar TL fazla verdi. Böylece ilk 8 ay sonunda bütçe açığı TL 14.4 milyara gerilemiş oldu.

◆ Bilindiği gibi hükümetin 2010 yıl sonu bütçe açığı hedefi 50.2 milyar TL. Görünen o ki, bütçe açıkları önümüzdeki aylarda geçen senenin aynı ayları paralelinde gelişse bile, açık TL 35 milyar civarında gerçekleşecek.

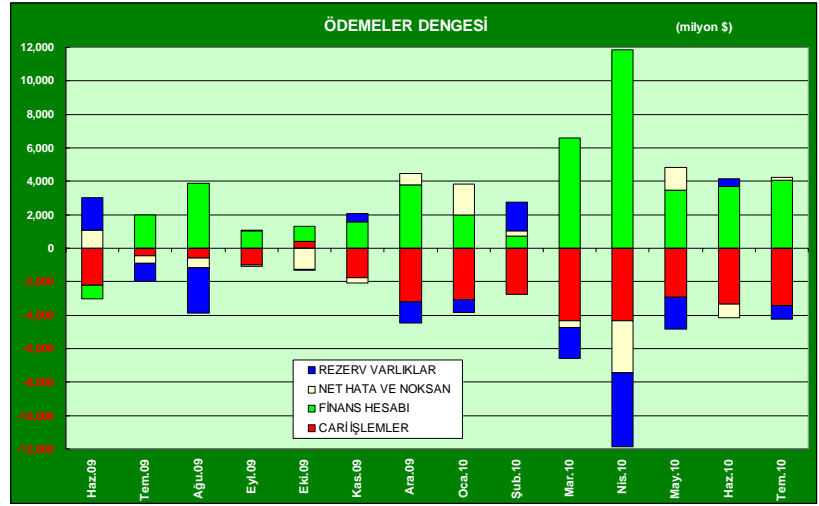
◆ Açığın hedefin altında kalma-

MERKEZİ YÖNETİM BÜTÇESİ	2009 Ağus.	2010 Ağus.	Artış	2009 Oca-Ağus	2010 Oca-Ağus	Artış
Harcamalar	23,518,304	23,162,994	-1.5%	171,741,294	183,431,844	6.8%
1-Faiz Hariç Harcama	15,460,658	20,059,783	29.7%	131,215,386	148,145,551	12.9%
Personel Giderleri	4,406,468	4,888,386	10.9%	37,746,562	41,958,873	11.2%
Sosyal Güv.Kur. Devlet Primi	544,947	864,597	58.7%	4,554,415	7,109,580	56.1%
Mal ve Hizmet Alımları	2,277,658	2,225,142	-2.3%	15,409,174	15,112,708	-1.9%
Cari Transferler	6,447,761	7,613,067	18.1%	60,182,439	67,069,557	11.4%
Sermaye Giderleri	1,297,178	2,805,325	116.3%	7,995,859	10,225,663	27.9%
Sermaye Transferleri	220,059	780,377	254.6%	1,773,946	2,545,368	43.5%
Borç Verme	266,587	882,889	231.2%	3,552,991	4,123,802	16.1%
2-Faiz Harcamaları	8,057,646	3,103,211	-61.5%	40,525,908	35,286,293	-12.9%
Gelirler	21,993,651	26,251,662	19.4%	140,404,877	169,044,970	20.4%
1-Genel Bütçe Gelirleri	21,712,882	25,626,453	18.0%	136,323,065	163,701,271	20.1%
Vergi Gelirleri	19,296,297	23,207,676	20.3%	112,814,754	138,789,087	23.0%
Teşebbüs ve Mülkiyet Gelirleri	360,982	481,652	33.4%	8,043,010	7,775,709	-3.3%
Alınan Bağış ve Yardımlar ile Özel Ge	26,446	74,915	183.3%	577,467	1,383,663	139.6%
Faizler, Paylar ve Cezalar	1,995,113	1,752,150	-12.2%	13,245,511	14,124,748	6.6%
Sermaye Gelirleri	24,680	101,864	312.7%	1,437,664	1,498,848	4.3%
Alacaklardan Tahsilat	9,364	8,196	-12.2%	204,659	129,216	-33.2%
2-Özel Bütçeli İdarelerin Öz Gelirleri	213,542	553,064	159.0%	2,611,003	3,790,428	45.2%
3-Düzen. ve Denet. Kurumların Gelirleri	67,227	72,145	7.3%	1,470,809	1,553,271	5.6%
Bütçe Dengesi	-1,524,653	3,088,668	-302.6%	-31,336,417	-14,386,874	-54.1%
Faiz Dışı Denge	6,532,993	6,191,879	-5.2%	9,189,491	20,899,419	127.4%

sının bir nedeni gelir artışının gider artışının üzerinde kalması ise, diğer bir nedeni de Hazine'nin her sene olduğu gibi bu sene de aşırı abartılı bir faiz gideri rakamı hesaplamasından kaynaklanıyor. Bu sene TL56.8 milyar olarak tahmin edilen faiz harcamaları 48 milyar TL civarında olacak.

◆ Milli gelirin %3.5'ine tekabül edecek olan göreceli düşük açık oranı Mali Kural'ın rafa kaldırılmasıyla oluşan riskleri kısmen bertaraf etmiş olacak.

◆ Bütçe rakamları 3. çeyrekteki büyüme hızıyla ilgili de ipuçları içeriyor. Dahilde alınan KDV Temmuz'da %17, Ağustos'ta ise



%28.2 oranında artış göstermiş. Aynı şekilde, ÖTV tahsilatlarında

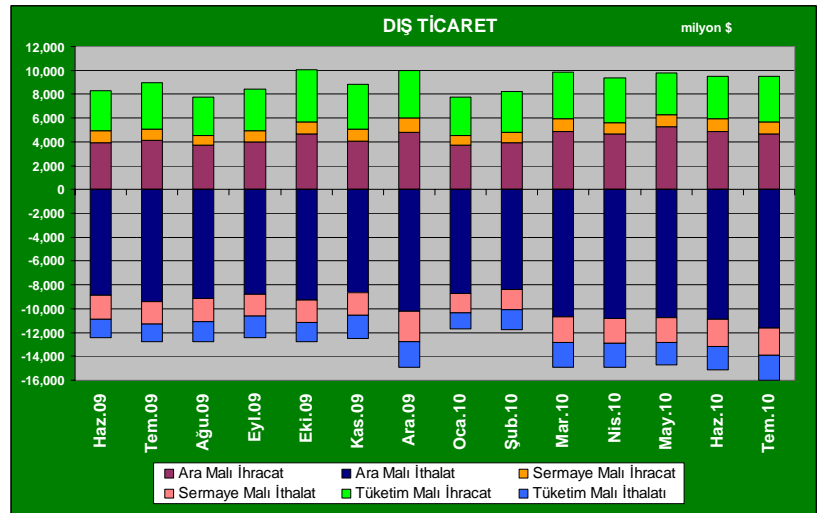
oldukça ısınmış olduğunu göstermekte.

◆ Öte yandan aynı aylarda ithalde alınan KDV'de görülen %24.3 ve %48 oranlarında artışlar da dikkat çekici.

Ödemeler Dengesi ve Dış Ticaret

Cari açığın önlenemez yükselişi

◆ Ağustos'ta ihracat %11.4 artışla \$ 8.6 milyar oldu. 2008 Ağustos ayındaki ihracatımız ise 11 milyar dolardı. Euro'nun değer kaybı ihracatımızın dolar değerini son ayda %5 kadar etkilemiş olsa da ihracatın miktar bazında da düzeyinin hala 2008 yılının oldukça altında olduğu görülmekte.



◆ Bu duruma paralel olarak cari açık da artmaya devam ediyor. Son oniki aylık açık 30 milyar doları geçmiş durumda. Temmuz ayı gibi turizm gelirleri nedeniyle mevsimsel olarak düşük bir cari açık, hatta zaman zaman cari fazla verilen bir ayda bile açık \$ 3.4 milyar oldu.

◆ Ayrıca, bütçe rakamlarından da görüldüğü gibi ithalatın ağustosta da hızlanarak artmaya devam etmekte olması cari açık konusunda iyi sinyaller vermiyor. Bu gidişle sene sonuna kadar açığın 40 milyar dolarla milli hasılanın %6'sını geçmesi sürpriz olmayacak.

◆ Açığın artışından daha endişe verici durum ise açığın finansmanı. Son 12 ayda finans hesabından giriş miktarı \$ 43.5 milyara ulaştı. Bu miktarla cari açık finanse edildiği gibi, Merkez Bankası da \$ 11 milyar kadar rezerv artışı gerçekleştirdi.

◆ Ancak, finans girişlerinin sadece \$ 7.5 milyarı doğrudan sermaye girişi. Gerisi ise \$ 12.5 milyarlık portföy (sıcak para) girişi ve \$ 30 milyara yakını da bankaların borç ve döviz pozisyon artışları.

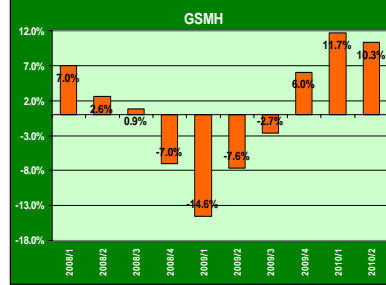
Üretim ve Büyüme

Krizin yaraları sarıldı

◆ Milli hasıla büyüme hızı %10.3 ile beklentilerin oldukça üzerinde gerçekleşti. Böylece ilk defa bir çeyrek hasıla rakamı reel bazda krizin başladığı dönemin üstüne çıkabilmeyi başardı.

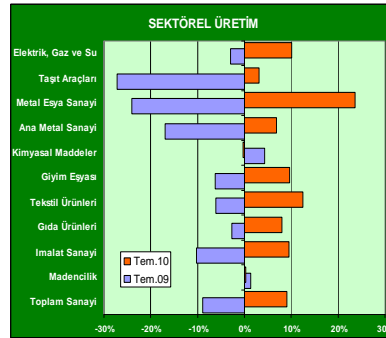
◆ Sektörler itibarıyla bakıldığında ise, 2008'in etkilerinden en çok bankacılık, imalat sanayi ve tarımın sıyrılmış olduğu görülüyor. İnşaat sektörü ise bu dönem %21.9 gibi yüksek bir ivmelenme gösterse de, reel bazda henüz 2008'in 2. çeyreğinin gerisinde.

◆ Büyüme trendini daha iyi takip edilmesini sağlayan "mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış gayri safi yurtiçi hasıla artış hızı" ise %3.7 oldu. 1. çeyrekte sadece %0.1 olarak açıklanan bu rakam erken bir durgunluk sinyali olarak algılanmıştı. Ancak bu dönem gelen yüksek rakam büyümenin devam ettiğini gösteriyor.



◆ İlk 6 ayda %11'lik bir reel büyüme artışı sonrasında, 2. yarıda beklendiği gibi ekonomi ivmesini bir ölçüde kaybetse bile, 2010 tüm sene büyüme hızı %7'nin üzerinde oluşacaktır.

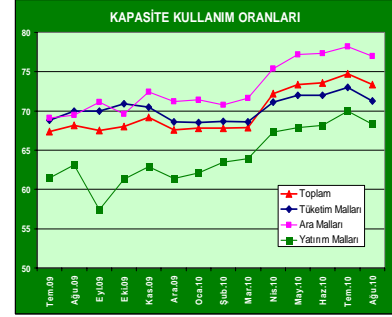
◆ Büyümenin bileşenlerinden yerleşiklerin tüketim harcamalarındaki artış azalırken, özel yatırım harcamalarının artış hızı artmakta. 2010'un 1. çeyreğinde %8.5 olan yerleşik hanehalklarının tüketim artışı 2. dönemde %6.2 oldu. Öte yandan, özel sektörün yatırım harcamalarındaki artışın hızlanarak devam ettiği görülüyor. İlk çeyrekte %23.1 olan artış, ikinci çeyrekte %32.1'e tırmanmış.



◆ Sanayi üretimi artmaya devam ediyor. Ancak önemli bir ihracat kalemi olan taşıt

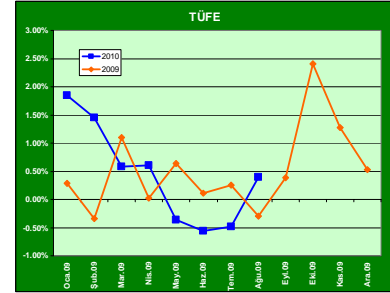
araçlarında çok güçlü baz etkisine rağmen artış çok düşük oranlarda.

◆ Temmuz'da ise kapasite kullanımında net bir hareketlenme gözlenmekte. Aynı dönemde ihracatın çok artmadığı göz önüne alınırsa hareketlenmenin iç talep kaynaklı olduğu söylenebilir.

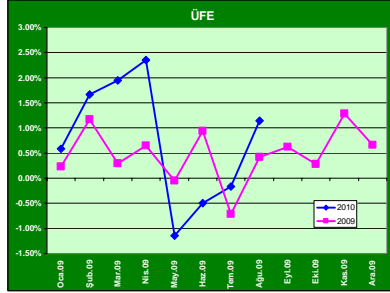


Enflasyon

◆ Ağustos'ta TÜFE %0.40, ÜFE ise %1.15 artış gösterdi. 12 aylık enflasyon TÜFE'de %8.33, ÜFE'de ise %9.03 oldu.



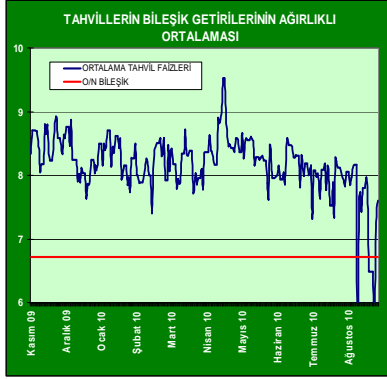
◆ TÜFE'de gıda fiyatları %0.8 artı yönde etki yaparken, giyim fiyatları %0.35 eksi etki yaptı.



◆ Beklendiği gibi 3 aydan sonra ilk defa yıllık enflasyonda artış görüldü. Ancak ilerleyen aylarda baz etkisi dolayısıyla 12 aylık enflasyonda tekrar bir gerileme söz konusu olacak ve sene

sonunda enflasyon %6 civarında gerçekleşecektir. (Ancak sene sonu TÜFE beklentisi hâlâ %7.5)

Faizler



◆ MB Eylül'de politika faizini değiştirmemekle birlikte, para politikasında bazı ince ayarlar yaptı. Önce PPK'da gün içinde bankaların yatırdığı atıl fonlara verdiği faiz oranını 25 baz puan düşürdü. Böylece elinde fonu olan bankaların MB yerine diğer bankalara plasman yapmasını teşvik etmiş oldu. Bu durum

SUI GENERIS—s1'den devam

maz bir olgu ama Japonya'daki tüketici fiyatlarının bugünkü düzeyi 1993 yılındaki düzeyine eşit. Aynı dönemde Türkiye'de ise fiyatlar 200 kat kadar arttı!) Dünya'da daha önce yaşanan finansal krizlerle ilgili yapılan bazı araştırmalar da krizlerden çıkış süresinin ortalama 10 yıl olduğunu göstermekte. Ancak ABD, ekonomisinin küresel sistem içerisindeki payı ve parasının "güvenli liman" özelliği nedeniyle, herhangi bir ekonomi de değil.

Öte yandan, ABD'de bazı ekonomistler uzun zamandır krizle ilgili alınan önlemlerin hem yetersiz kaldığı, hem de kısa kesildiği konusunda eleştirilerde bulunmakta. Önemli argümanlarından biri politika faizleri "sıfır noktası"na geldiğinde (ki ABD %0.25 faizle uzun süredir o noktada), para politikasının

PARASAL GÖSTERGELER (milyon YTL)	1 03.09.2010	2 06.08.2010	3 25.12.2009	4 1/2	5 1/3
Dolaşımdaki Para	42,773	40,831	35,400	4.8%	20.8%
Vadesiz Mevduatlar	40,051	38,738	35,754	3.4%	12.0%
M1	82,825	79,569	71,153	4.1%	16.4%
Vadeli Mevduatlar	280,145	278,346	247,566	0.6%	13.2%
M2	362,969	357,915	318,719	1.4%	13.9%
DTH	140,178	138,681	139,321	1.1%	0.6%
DTH (milyar\$)	93.1	92.8	92.4	0.4%	0.7%
M2Y	503,147	496,596	458,040	1.3%	9.8%
Mevduat Bankaları Kredileri	365,858	356,531	289,388	2.6%	26.4%
Açık Piyasa İşlemleri	-15,270	-14,480	-12,248	5.5%	24.7%
Kamu Menkul Kıymetleri	2,383	240,766	233,783	-99.0%	-99.0%
Dolarizasyon (DTH/M2Y)	27.9%	27.9%	30.4%	-0.2%	-8.4%

interbank piyasasında oluşan faizlerde çok az bir düşüşe sebebiyet verebilir.

◆ MB'nin ikinci ve daha şaşırtıcı kararı ise zorunlu karşılıklar oranını TL'de %5'ten %5.5'e, DTH'nda ise %10'dan %11'e çıkarması oldu. Böylece TL'den 2.1 milyar, dövizden ise 1.5 milyar dolar çekilmiş oldu. Ayrıca MB TL zorunlu karşılıklara vermekte olduğu %5 oranındaki faizi de kaldırdı.

◆ Her ne kadar DTH karşılıklarının artışı döviz kurunu bir miktar artıracaksa da, TL'nin daraltılması ve faiz ödemesinin durdurulması banka maliyetlerini

etkisizleştirdiği şeklinde. Bu şartlar altında, para politikası kanalıyla yapılacak fazla bir şeyin olmadığını ve maliye politikasına ağırlık verilmesi gerektiğini savunuyorlar. Özellikle, Bush zamanında çıkartılan ve yıllık geliri 250 bin doların üzerindeki ABD vatandaşlarına sağlanan vergi indirimlerinin kaldırılması, işsizlik yardımlarının uzatılması, ve genel olarak bütçe açıklarının devam ettirilmesinin önemine vurgu yapıyorlar. Ancak, işin bir de siyasi boyutu var. Obama'nın mali canlandırma programlarının zayıf kalması, Cumhuriyetçilerin ve piyasacı ekonomistlerin "Gördüğünüz gibi bu tedbirler işe yaramıyor, ayrıca bugününün açıkları yarının gelirlerine ipotek koyduğu için harcamalar da artmıyor; işin doğrusu bütçe açıklarını kapatmak" şeklindeki savlarının

etkileyecek ve kredi ve piyasa faizlerinin bir miktar artmasına sebep olacaktır.

◆ Eğer hedeflerden birisi kurları yükseltmek idiye, bunun orta vadede geri tepeceği muhakkak. Risk algılamasının değişmediği bir durumda TL faizlerin artması, yabancı fonların girişini azaltan değil aksine artıran bir unsurdur.

Parasal Göstergeler

◆ Banka kredileri Ağustos'ta da %2.6 artış gösterdi. Böylece yılbaşından beri artış oranı %26.4'e ulaştı.

kamuoyunda geçerlilik kazanmasına yol açıyor. Bunun yanında, devleti minimize etmek gibi daha ekstrem liberal görüşleri olan "Tea Party" hareketi de belirli kesimlerden destek almakta. Tabii, sonuçta Kasım ayında seçimler var ve Obama'nın bu seçimleri kaybetmesi halinde Parlamento'daki çoğunluğunu da kaybederek, gerekli reformları gerçekleştirilememesi ihtimali söz konusu. Kısacası, belki de ABD göz göre göre, uzun süreli bir deflasyon ortamının içine doğru sürüklenmekte. Tabii, bu durum başta ABD'ye ihracat kanalıyla büyüyen Çin olmak üzere tüm Dünya ekonomilerini etkileyecektir.