

**1** Enflasyon bekleyen-  
ler varlık yatırımı  
yapıyor

**1** Doların 2011'den  
önce toparlanması  
zor

**2** 2010 bütçesinde vergi  
hedefleri zor  
gözüküyor

**3** İhracat alarm  
sinyalleri veriyor

**4** Enflasyon bu sene  
%5'in altında

SAYI: 10/09

- Turkish Yatırım Araştırma Birimi tarafından her ay yayınlanır.
- Baskıya giriş tarihi: 21.10.2009
- 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](mailto: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*

### YA ENFLASYON, YA DEFLASYON

Dünyanın başı ABD Doları ile dertte. Tabiri caizse, cinsiyeti “dişi” olan dünya ekonomisi, “erkek” ABD tarafından ortalığa saçılan yaklaşık 8 trilyon adet spermle (dolarla) hamile kalmış durumda. Bu 8 trilyon rakamı, ABD'nin son 10 yılda kendi parasıyla finanse ettiği cari açıklarının toplamıdır. Her ne kadar bu 8 trilyon doların önemli bir kısmı, sermaye hareketleriyle ABD'ye geri dönmüş ve Amerikan menkul ve gayrimenkul varlıkları haline inkılâp etmişse de netice itibarıyla Dünya, ABD halkından 8 trilyon dolar alacaktır.

“Borçlunun durumunu, en sıkı alacaklıları izler” denir. Bunu bankacılar çok iyi bilir. Alacaklı olmak bir yerde riski taşımak demektir. Borçlu batarsa, kazığı alacaklı yer. Bu yüzden elinde ABD Doları veya varlığı olanlar, sürekli ABD ekonomisini ve dolarını izliyor. Geceleri rüyalarına dolar giriyor. Rüyada dolar çıktı görürlerse, neşeli; düştü görürlerse sıkıntılı bir şekilde uyanıyorlar.

ABD dışında tedavi eden dolarların yarattığı tedirginlik bir yana bir de ABD'nin kamu açıkları meselesi var. ABD şirketlerinin 11, tüketicilerin 14, devletinin 11 ve finansal sektörünün 17 trilyon dolar borcu varmış. Pek tabii bu borçların çoğunun alacaklısı da Amerikan halkıdır.

Ortalıkta iki senaryo dolaşiyor. Birincisi, mevcut tablodan enflasyon çıkar diyor. Dolayısıyla,

varlık yatırımı olanlar güvenlidir. İkincisi ise, “hayır, 1929 Buhran'ında olduğu gibi bu durum öncelikle deflasyona yol açar, yani varlık fiyatları düşer diyor. Dolayısıyla “servetini nakitte tutan bu fırtınadan kârlı çıkacaktır” sonucuna varıyor.

Anlaşılan “önce deflasyon, sonra enflasyon.”

## Sui Generis

*Tuğrul Belli*

### DOLAR DEĞER KAYBETMEYE DEVAM EDER Mİ?

Son günlerde dolardaki değer kaybının hızlanması doların geleceği ile ilgili soru işaretleri oluşturmaktadır. Halihazırda dünyadaki toplam döviz rezervlerinin %65'i dolarda, %25'i ise euroda. Önümüzdeki dönemde küresel dengesizliklerin kaçınılmaz bir şekilde azalması ile birlikte, bu rezerv kompozisyonunda dolar aleyhine bir gelişme olması beklenebilir. ABD'nin azalan dış ticaret ve cari açıkları, ister istemez nette tasarruf fazlası veren ve bu nedenle döviz biriktiren ülkelerin rezerv kompozisyonunda diğer para ve varlıkların önemini artırmakta. Ancak bu noktada da euro dışında hala güçlü bir alternatif olmaması ciddi bir handikap. Altının da bir rezerv alternatifi olarak görülmesi bu yatırım aracının son dönemde değer kazanmasının başlıca sebebi. Japon ekonomisinin eski parlak günlerinde olmaması yen'in, Çin'in de bölgesel ihracatının zayıf olması nedeniyle renminbi'nin kısa vadede bir alternatif oluşturmaları söz konusu değil. Her ne kadar uzun vadede Uzak-Doğu'da güçlü bir para biriminin tesisi kaçınılmaz ise de, bugüne baktığı-

devamı sayfa 4'de

## Bütçe ve Kamu Finansmanı

### 2010 gelir tahminleri iyimser

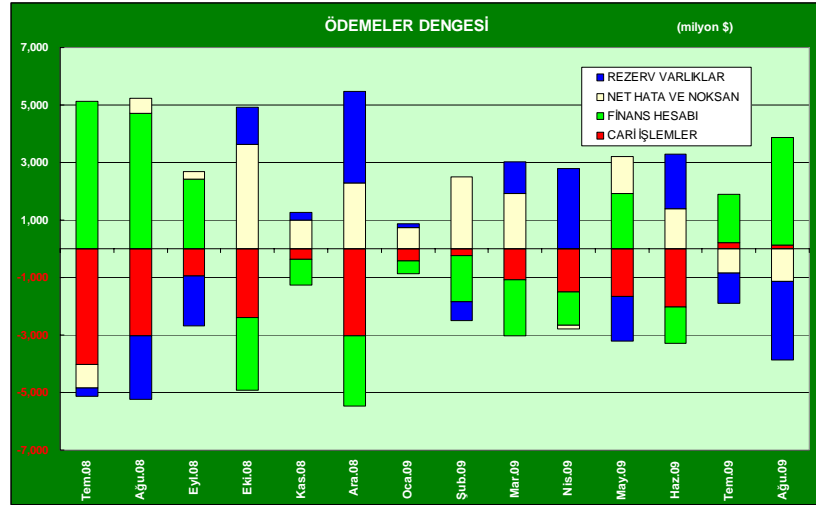
◆ Eylül bütçesinde gelirler tarafında geçen aylara göre dikkat çekici bir gelişme geçen yılın aynı dönemine göre toplam gelirlerin %15 kadar artmış olması. İlk bakışta sevindirici bir gelişme gibi gözükse de, bu artış kısmen baz etkisinden, yani 2008 Eylül'ünde bütçe gelirlerinin düşük gerçekleşmiş olmasından kaynaklanmaktadır.

◆ Alt kalemlere bakıldığında ise en büyük artışın %55 ile dahilde

MERKEZİ YÖNETİM BÜTÇESİ	2008 Eylül	2009 Eylül	Artış	2008 Oca-Eyl	2009 Oca-Eyl	Artış
<b>Harcamalar</b>	<b>23,214,516</b>	<b>25,427,734</b>	<b>9.5%</b>	<b>165,477,698</b>	<b>197,169,028</b>	<b>19.2%</b>
<b>1-Faiz Hariç Harcama</b>	<b>18,192,676</b>	<b>20,441,164</b>	<b>12.4%</b>	<b>124,139,897</b>	<b>151,656,550</b>	<b>22.2%</b>
Personel Giderleri	4,884,243	4,850,310	-0.7%	37,147,154	42,596,872	14.7%
Sosyal Güv.Kur. Devlet Primi	507,224	584,995	15.3%	4,534,414	5,139,410	13.3%
Mal ve Hizmet Alımları	1,917,930	1,916,170	-0.1%	15,067,922	17,325,344	15.0%
Cari Transferler	8,174,108	10,022,619	22.6%	52,507,176	70,205,058	33.7%
Sermaye Giderleri	2,050,101	2,296,168	12.0%	9,825,053	10,292,027	4.8%
Sermaye Transferleri	239,287	419,562	75.3%	2,052,616	2,193,508	6.9%
Borç Verme	419,783	351,340	-16.3%	3,005,562	3,904,331	29.9%
<b>2-Faiz Harcamaları</b>	<b>5,021,840</b>	<b>4,986,570</b>	<b>-0.7%</b>	<b>41,337,801</b>	<b>45,512,478</b>	<b>10.1%</b>
<b>Gelirler</b>	<b>13,788,288</b>	<b>15,953,209</b>	<b>15.7%</b>	<b>160,661,674</b>	<b>156,358,086</b>	<b>-2.7%</b>
<b>1-Genel Bütçe Gelirleri</b>	<b>13,362,407</b>	<b>15,556,464</b>	<b>16.4%</b>	<b>156,361,064</b>	<b>151,879,529</b>	<b>-2.9%</b>
Vergi Gelirleri	11,827,389	12,517,349	5.8%	127,277,063	125,332,103	-1.5%
Teşebbüs ve Mülkiyet Gelirleri	307,051	476,812	55.3%	6,363,393	8,519,822	33.9%
Alınan Bağış ve Yardımlar ile Özel Ge	85,805	135,795	58.3%	645,705	713,262	10.5%
Faizler, Paylar ve Cezalar	951,252	2,397,348	152.0%	13,531,884	15,642,859	15.6%
Sermaye Gelirleri	184,220	12,070	-93.4%	8,257,063	1,449,734	-82.4%
Alacaklardan Tahsilat	6,690	17,090	256.6%	285,955	221,749	-21.4%
<b>2-Özel Bütçeli İdarelerin Gelirleri</b>	<b>354,904</b>	<b>327,178</b>	<b>-7.8%</b>	<b>2,862,996</b>	<b>2,938,181</b>	<b>2.6%</b>
<b>3-Düz. ve Den. Kurum. Gelirleri</b>	<b>70,977</b>	<b>69,567</b>	<b>-2.0%</b>	<b>1,437,614</b>	<b>1,540,376</b>	<b>7.1%</b>
<b>Bütçe Dengesi</b>	<b>-9,426,228</b>	<b>-9,474,525</b>	<b>0.5%</b>	<b>-4,816,024</b>	<b>-40,810,942</b>	<b>747.4%</b>
<b>Faiz Dışı Denge</b>	<b>-4,404,388</b>	<b>-4,487,955</b>	<b>1.9%</b>	<b>36,521,777</b>	<b>4,701,536</b>	<b>-87.1%</b>

alınan KDV'den kaynaklandığı görülmekte. Ancak bu durum Eylül ayında sona eren elektronik ve mobilyadaki KDV indiriminin bu ürünlerdeki talebi öne çekerek satışları artırmasından kaynaklanıyor. Keza, motorlu taşıtların ÖTV'sinde görülen %23'lük artış da aynı sebeplere dayanmakta. Vergi indirimlerinin kalkmasıyla birlikte Ekim bütçe sonuçları gidişat hakkında daha net bir resim ortaya koyacaktır.

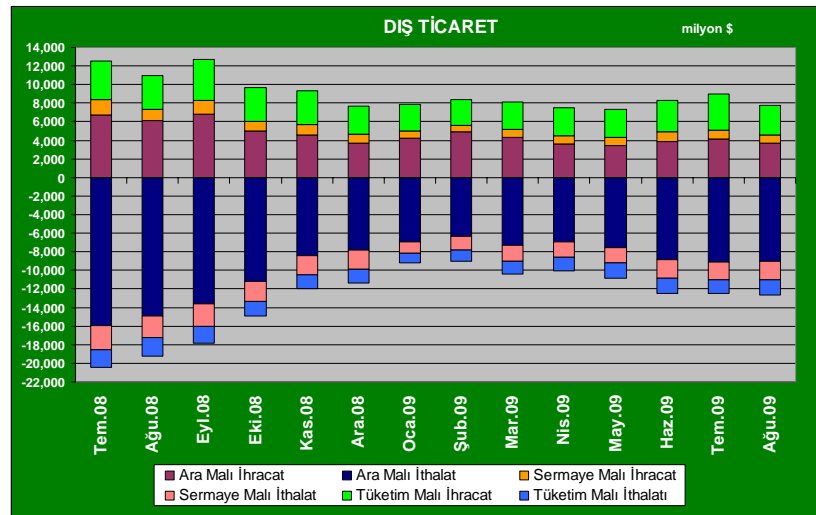
◆ Bütçenin artık iyice problem arz eden noktası ise sosyal güvenlik açıkları. İlk 9 ayda emekli maaşı ödemeleri ve sağlık harcamaları sonucunda oluşan sosyal güvenlik kurumlarının



açıkları için bütçeden transfer edilen kaynaklar 23.7 milyar TL.

ayda senelik ödenek aşılmış bulunuyor. Özellikle göreceli genç bir nüfusa sahip bir ülkede açıkların bu boyuta ulaşması kabul edilebilir bir durum değil. Mutlaka sağlık sistemini ve emeklilik şartlarını düzenleyen yeni bir reforma ihtiyaç var.

◆ 17 Ekim'de 2010 yılı Bütçe Tasarısı Meclis'e sunuldu. Tasarı daha önce açıklanan ve oldukça gerçekçi tahminler içeren Orta Vadeli Mali Program üzerine inşa edildiği için geçen seneki Bütçe gibi skandal bir sapma göstermeyecektir. Ancak, gene de alt kalemlere bakıldığında bazı fazla iyimser beklentilerin yer aldığı gözden kaçmamakta. Toplam faiz hariç bütçe giderlerinin 2009 sene



sonu tahmininin %9 üzerinde 287 milyar TL olarak belirlenmiş olması gerçekçi kabul edilebilir. Ancak, toplam büyüme beklentisinin %3.5 olduğu bir senede bütçe gelirlerinde %16.1, vergi gelirlerinde ise %18.2 oranındaki artış beklentisi pek gerçekçi gözükmemektedir. Özellikle, bu sene 42 milyar TL civarında gerçekleşmesini beklenen ÖTV gelirlerinin önümüzdeki sene %30 artışla 54.6 milyara çıkarılması hemen hemen imkansız gözükmemektedir. Eğer petrol ve doğalgaz hammadde fiyatlarında çok yüksek artış olmaz ise (ki olması durumunda başka problemler yaşarız), buradaki vergi gelirlerinin 2009'a göre %15'den fazla artması beklenmemelidir. Tütünde ise sene ortasındaki vergi artışlarına rağmen, biraz da yasak kapsamının artmasıyla, vergi gelirlerinde dikkati çeken bir azalış söz konusudur. Sigaraya ek vergi getirilmesi ise kullanımı daha da azaltacak ve kaçakçılığı da artıracaktır.

## Ödemeler Dengesi ve Dış Ticaret

### İhracat saman alevi gibi söndü

◆ Beklendiği gibi Temmuz'dan sonra Ağustos'ta da cari denge fazla verdi. (\$ 127 mil.) Bu ay dış kaynak girişleri de \$ 3.7 milyar kadar fazlada. Bunların neticesinde de MB rezervlerinde \$ 2.7 milyar kadar artış var.

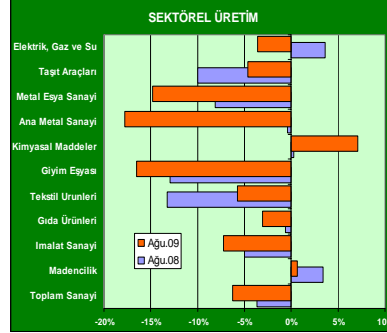
◆ Ağustos'ta ihracat \$ 7.8 milyar, ithalat ise \$ 12.7 milyar oldu. İthalat son 3 aydır aynı seviyelerde kalırken, ihracatta belirgin bir düşüş söz konusu. İhracat miktar endeksinde baktığımızda da bu endeksin Ağustos'ta 24 puanlık düşüşle 139.6'ya gerilediğini görüyoruz. Avrupa'daki canlandırma paketlerinin

sonuna gelmiş olması ihracatımızdaki zayıf toparlanmayı da sonlandırmış gözüküyor.

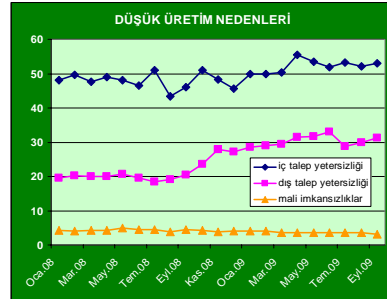
◆ TİM verilerine göre Eylül'de ihracat %30.5 gerileyerek 8,4 milyar oldu. 2008 Eylül'ünde ihracat \$12.1 milyar olmuştu.

## Üretim ve Büyüme

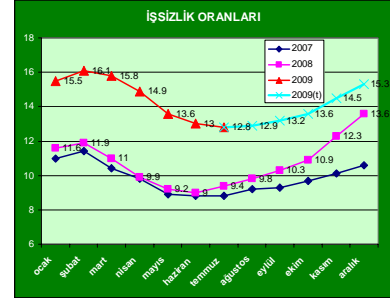
◆ Ağustos'ta toplam sanayi üretimi %6.3 oranında daraldı. Özellikle metale dayalı sanayilerdeki yüksek oranlı düşüşler dikkat çekici boyutlarda.



◆ Öncü gösterge olan Eylül kapasite kullanımı da geçen Eylül'e göre 9.7 puan gerileyerek 70.1 oldu. Düşük üretim nedenlerine baktığımızda son 2 aydır dış talepteki yetersizliğin artmakta olduğu görülüyor. İç talep yetersizliği yüksek seviyesini korurken, işletmelerin mali yetersizlikten kaynaklanan üretim sorunlarının çok düşük seviyelerde kalmaya devam ettiği görülüyor. Esasen bu durum bankaların sanayiye kredi vermediği şeklindeki argümanları da geçersiz kılıyor. Görüldüğü kadar sanayinin kaynak ihtiyacı yok.



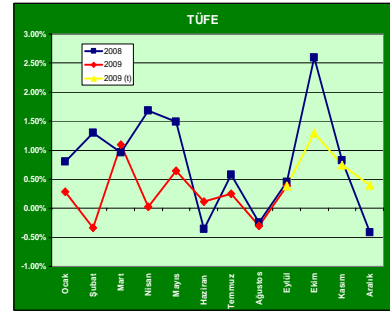
◆ İşsizlik oranı beklentilerimiz doğrultusunda azalmaya devam etmekte. Ancak bu durumun mevsimsellikten kaynaklandığını ve sene sonunda işsizliğin yeniden %15'in üzerine çıkacağını tahmin ediyoruz.



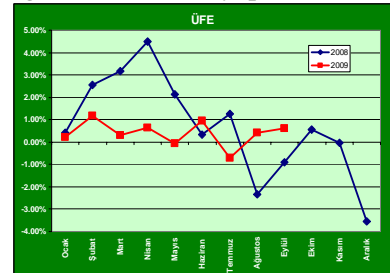
## Enflasyon

### Enflasyon %5'in altında kalacak

◆ Eylül'de TÜFE %0.39, ÜFE ise %0.62 arttı. Son 12 aylık enflasyon TÜFE'de %5.27, ÜFE'de ise %0.47 oldu.



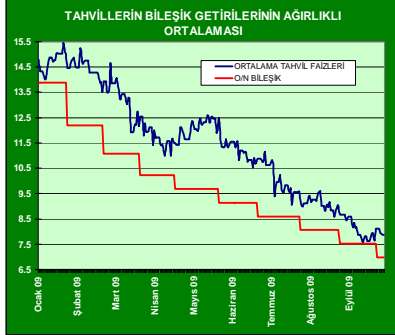
◆ Bu ay fiyatlardaki tek düşüş enflasyona net etkisi %-0.07 olan giyimden geldi. Artış yönündeki en yüksek etkiyi konut, eğitim ve eğlence sektörleri yaptı.



◆ Kalan aylarla ilgili TÜFE tahminlerimiz 2009 yılı tüm sene enflasyonunun %5'in altında kalacağını göstermekte.

## Faizler

◆ Merkez Bankası 16 Ekim'de faizleri 50 baz puan daha indirerek %6.75'e çekti. Döviz kurları ve talepte devam eden zayıflık sene sonuna kadar faizlerin %6'ya kadar düşürülebileceğini gösteriyor.



◆ MB faiz indirimiyle birlikte

mızda ana döviz yatırım ekse- ninin euro-dolar kalmaya devam edeceği gözüküyor.

Doların değer kaybetmesi henüz ABD'ye bir ihracat ivmesi sağlayacak boyutlarda değil. Ancak doların çok çok zayıflaması ABD menşeli ürünleri rekabetçi bir konuma getirebilir. ABD'nin dış ticaret açığındaki azalma aslen ABD tüketicisinin tasarruf oranını artırması ve genel talep daralması ile birlikte ithal ürünlere olan talebinde azalmasından kaynaklanıyor. Öte yandan, bu trend ister istemez Dünya döviz rezervlerinde dolar ağırlığının azalmasını ve dolayısıyla doların değer yitirmesini beraberinde getiriyor. Ancak, iç talebi canlandırma ile ilgili bütün söylemlerine rağmen, Çin gibi parasını ABD dolarına bağlayarak ihracat yoluyla kalkınma modelini benimsemiş bir ülkenin bu stratejisinden vazgeçeceğini beklemek de saftillik olur. Çin'in dev boyutlardaki canlandırma paketinin ana yatırım mecraları hâlâ ve hâlâ ihracata yönelik sektörler. Her ne kadar Çin parasının değerini dolara fikslemeye devam ederek rekabetçi

PARASAL GÖSTERGELER	1	2	3	4	5
(milyon YTL)	09.10.2009	04.09.2009	26.12.2008	1/2	1/3
Dolaşımdaki Para	33,737	32,696	30,568	3.2%	10.4%
Vadesiz Mevduatlar	30,742	29,361	27,106	4.7%	13.4%
M1	64,479	62,057	57,675	3.9%	11.8%
Vadeli Mevduatlar	231,877	229,149	224,186	1.2%	3.4%
M2	296,356	291,205	281,861	1.8%	5.1%
DTH	137,812	137,564	127,823	0.2%	7.8%
DTH (milyar\$)	94.8	91.7	84.8	3.4%	11.8%
M2Y	434,168	428,769	409,683	1.3%	6.0%
Mevduat Bankaları Kredileri	273,095	266,862	267,667	2.3%	2.0%
Açık Piyasa İşlemleri	-16,674	-16,499	-2,836	1.1%	487.9%
Kamu Menkul Kıymetleri	223,014	209,808	169,559	6.3%	31.5%
Dolarizasyon (DTH/M2Y)	31.7%	32.1%	31.2%	-1.1%	1.7%

ilk defa bir miktarsal genişleme tedbiri de aldı. Bankaların TL mevduat için MB'de tutması gereken karşılık oranlarını %6'dan %5'e indirdi. Böylece piyasaya TL 3.3 milyar taze kaynak verilmiş oldu. Bu kaynağın krediden çok bu ay gene itfasının üzerinde borçlanacak olan Hazine'ye gitmesi

daha olası.

◆ Grafikten de görüldüğü gibi Anayasa Mahkemesi'nin yabancıardan stopaj alınmaması kararını iptal etmesi bonolara satış getirerek politika faizindeki indirime rağmen piyasa faizlerinin bir miktar artmasına sebep oldu.

konumunu koruyabilirse de, bunun artık sürdürülebilir bir strateji olmadığı da muhakkak. Elinde tuttuğu trilyon dolarlık ABD Hazine bonoları da dikkate alındığında, Çin doların fazla değer kaybetmesini istemeyecek ve dolar cinsinden rezerv tutmaya devam edecektir. Bu da doların değer kaybını sınırlı tutacak bir olgudur.

Döviz kurlarındaki hareketin diğer bir belirleyicisi ise ileriye dönük faiz ve enflasyon beklentileridir. ABD ekonomisinde asıl risk hâlâ deflasyondur. Lehman batışı sonrasında dolar varlıklarının güvenli liman olması dolayısıyla 10-yıllık sabit-faizli Hazine bonoları ve enflasyona endeksli bonolar arasındaki verim farkının sıfıra düşmüş olmasından sonra farkın bugünlerde tekrar %2'ler civarına gelmiş olması ABD'de enflasyon beklentilerinin arttığı anlamına gelmektedir. Bu gelişme sadece bir normalizasyon olarak algılanmalıdır. İleriye dönük faiz artırımları ile ilgili sinyaller ise daha karışık seyretilmektedir. Görünen o ki, ilk etapta krizden az etkilenen doğal kaynak zengini ve/veya ihracat kaybı yaşamayan Avustralya, Norveç, Kanada ve

G.Kore gibi ülkeler artırma gideceklerdir (Avustralya ufak da olsa bir artırıma gitmiştir bile). Ancak bu para birimleri doların ticaret ağırlıklı değerine çok da etki yapacak dövizler değildir. Euronun ise, kendi para birimi içinde bulunan bazı ülkelerin ekonomilerinin zayıf seyretilmeye devam etmesi nedeniyle, agresif bir faiz artırımına gitmesi mümkün gözükmemektedir.

Netice olarak şunu söyleyebiliriz. Dolardeki değer kaybı bir süre daha kontrollü bir şekilde devam edecektir. Her ne kadar son dönemde doların değer kaybında bir hızlanma olmuşsa da, daha uzun bir perspektiften bakıldığında, dolar hâlâ Eylül 2008 seviyesinden yukarıdadır. FED'in politika faizlerinde artışa geçmesi de doları fazla güçlendirecek bir olgu değil çünkü bu artış diğer para birimlerinden daha kısa sürede ve daha hızlı olmayacaktır. Ancak, ne zaman ki ABD ekonomisinde işsizliğin nisbi olarak azalması ile birlikte kalıcı büyüme sinyalleri ortaya çıkarsa, doların değer kazanması o zaman söz konusu olabilir. Açıkçası bu durumun 2011 yılından önce görülmesi düşük bir olasılıktır.