

1 Üç zaman içinde ikinci dalga gelecek

1 MB tek başına sıcak parayı kontrol edemez

2 Orta Vadeli Program Mali Kuraldan sıkı!

3 Gıda fiyatları TÜFE'yi yükseltti

SAYI: 10/10

- Turkish Yatırım Araştırma Birimi tarafından her ay yayınlanır.
- Baskıya giriş tarihi: 23.10.2010
- 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***SULAR ÇEKİLİNCE KİMİN MAYOSUZ YÜZDÜĞÜ ORTAYA ÇIKACAK!**

Ekonomik kriz hamdolsun bitti. Artık "ikinci kez dibe vurmaktan" bahseden kalmadı. Buna, krizin şöhret yaptığı kâhin iktisatçı Rubini de dâhil. Zaten iktisat tarihi, bir krizde adı kâhine çıkan büyük iktisatçıların kısa bir süre sonra "kâhinlik" rütbesinin geri alındığını gösteren örneklerle doludur. Anlaşılan "hem krizi hem de krizden çıkışı, üstelik tarih de vererek" öngörmek mümkün olmuyor. Birinciyi tutturana, genellikle ikinciyi tutturamıyor.

Hal böyle olmakla birlikte şimdi de dersini almamış biri olarak ben iddia ediyorum: "Üç zaman içinde" ikinci bir, hadi kriz demeyelim, ama ciddi bir ters dalga, hisse senedi, emlak ve emtia fiyatlarını vuracaktır. Dr. Saruhan Özel'in Zaman gazetesindeki makalesinde bize hatırlattığı gibi, işte o zaman milyarder borsacı Buffet'in benzetmesiyle "sular çekilince mayosuz yüzenler" ortaya çıkacaktır. Burada suların çekilmesinden kasıt, Amerikan Merkez Bankası (FED)'in ve Avrupa Merkez Bankası'nın yarattığı ölçsüz miktardaki paranın geri çekilmesidir.

2008'in sonunda tomurcuk açan ve 2009 yılının ilk yarısında bir anda patlayan finansal krizin kök sebebi, kendi parası ile 7,5 trilyon dolar kümülâtif cari açık veren ABD ekonomisi idi. Krizi çıkartan mekanik sebep ise, (efsanevi diye bilinen ve şimdi esamisi dahi okunmayan) FED Başkanı Greenspan'ın uygula-

dığı "düşük faiz" politikasıydı. Eğer Greenspan'ın uyguladığı düşük faiz politikası 2009 krizine sebep olmuşsa, şimdiki Başkan Bernanke ve saz arkadaşlarının dünyada uyguladığı "sıfır reel faiz" politikası niçin ikinci bir krize sebep olmasın. Dalga, öncelikle varlık ve emtia fiyatları balon yapan ülkeleri vuracaktır. Bu kümeye biz de dâhiliz.

Sui Generis*Tuğrul Belli***SICAP PARA İÇ TALEPTE AŞIRI ISINMA YARATIYOR**

Gelişmiş piyasalardaki menfi gelişmelere karşı Türkiye bu sene büyümesine devam ediyor. Sene başında büyümenin son 2 çeyrek ve özellikle son çeyrekte yavaşlatacağına ilişkin öngörüler bu günlerde rafa kalkmış vaziyette. 3. çeyreğe ilişkin sanayi ve kapasite kullanım rakamlarının beklenenin üzerinde seyretmesi, tüketici güvenini bir ölçüde azaltan "referandum" belirsizliğinin ortadan kalkmış olması ve gelişmiş ülkelerde miktarsal gevşemenin devam ettirilmesinin söz konusu olması nedeniyle 3. ve 4. çeyreklerde %5'in üzerinde büyüme oranları görmek şaşırtıcı olmayacak. Artık tüm sene büyüme hızının %8 civarında gerçekleşmesi beklenebilir. Bu iyi haber.

Kötü haber ise büyümenin neredeyse tamamen iç talepteki canlanmadan kaynaklanıyor olması. Bu canlanmada miktarsal gevşeme dolayısıyla yurtdışından gelen sıcak paraların payı büyük. İlk 8 aydaki Ödemeler Dengesi gelişmelerine baktığımızda, sene başından beri Türkiye'ye giren 38 milyar doların yaklaşık 16 milyar doları bankaların borçlanmalarından, 15 milyarı hisse senedi ve hazine kağıtlarına yapılan sıcak para yatırım-

devamı sayfa 4'de

Bütçe ve Kamu Finansmanı

OVP Mali Kural'dan da sıkı!

◆ Ağustos ayında 3.1 milyar TL fazla veren Merkezi Yönetim Bütçesi Eylül'de ise 6.9 milyar TL açık verdi. Ancak, bu durum bütçede ciddi bir kötüleşme olduğu anlamına gelmemeli çünkü açık geçen senenin aynı ayında tam 9.5 milyar TL idi. Aksine, bütçenin performansı beklenenden daha iyi. Faiz-dışı açıkta %35'lik bir gerileme söz konusudur.

◆ Bu ay faiz hariç harcamalar-

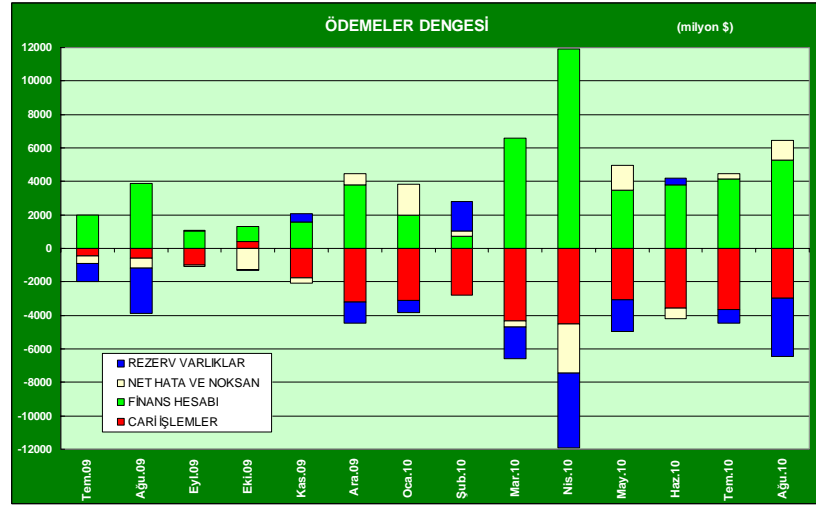
MERKEZİ YÖNETİM BÜTÇESİ	2009 Eylül	2010 Eylül	Artış	2009 Oca-Eyl	2010 Oca-Eyl	Artış
Harcamalar	25,427,734	25,395,318	-0.1%	197,169,028	208,827,162	5.9%
1-Faiz Hariç Harcama	20,441,164	21,398,278	4.7%	151,656,550	169,543,829	11.8%
Personel Giderleri	4,850,310	5,464,498	12.7%	42,596,872	47,423,371	11.3%
Sosyal Güv.Kur. Devlet Primi	584,995	908,296	55.3%	5,139,410	8,017,876	56.0%
Mal ve Hizmet Alımları	1,916,170	1,842,779	-3.8%	17,325,344	16,955,487	-2.1%
Cari Transferler	10,022,619	10,625,737	6.0%	70,205,058	77,695,294	10.7%
Sermaye Giderleri	2,296,168	1,993,684	-13.2%	10,292,027	12,219,347	18.7%
Sermaye Transferleri	419,562	299,049	-28.7%	2,193,508	2,844,417	29.7%
Borç Verme	351,340	264,235	-24.8%	3,904,331	4,388,037	12.4%
2-Faiz Harcamaları	4,986,570	3,997,040	-19.8%	45,512,478	39,283,333	-13.7%
Gelirler	15,953,209	18,492,735	15.9%	156,358,086	187,537,705	19.9%
1-Genel Bütçe Gelirleri	15,556,464	17,981,999	15.6%	151,879,529	181,683,270	19.6%
Vergi Gelirleri	12,517,349	15,000,212	19.8%	125,332,103	153,789,299	22.7%
Teşebbüs ve Mülkiyet Gelirleri	476,812	482,038	1.1%	8,519,822	8,257,747	-3.1%
Alınan Bağış ve Yardımlar ile Özel Ge	135,795	51,156	-62.3%	713,262	1,434,819	101.2%
Faizler, Paylar ve Cezalar	2,397,348	1,650,297	-31.2%	15,642,859	15,775,045	0.8%
Sermaye Gelirleri	12,070	792,730	6467.8%	1,449,734	2,291,578	58.1%
Alacaklardan Tahsilat	17,090	5,566	-67.5%	221,749	134,782	-39.2%
2-Özel Bütçeli İdarelerin Öz Gelirleri	327,178	443,923	35.7%	2,938,181	4,234,351	44.1%
3-Düzen. ve Denet. Kurumların Gelirleri	69,567	66,813	-4.0%	1,540,376	1,620,084	5.2%
Bütçe Dengesi	-9,474,525	-6,902,583	-27.1%	-40,810,942	-21,289,457	-47.8%
Faiz Dışı Denge	-4,487,955	-2,905,543	-35.3%	4,701,536	17,993,876	282.7%

daki artış sadece %4.7 ki, bu 2010 yılı ortalaması olan %11.8'in oldukça altında. Mal ve hizmet alımları ve sermaye giderleri harcamaları ise 2009'un altında.

◆ Gelirler tarafında ise büyümenin beklentilerin üzerine çıkması ile birlikte vergi tahsilatları %20'lerdeki artışını sürdürüyor. Özellikle dahilde alınan KDV bu ay %35 artışla patlama yapmış vaziyette.

◆ Sene sonu açığının tahminimiz olan 35 milyar TL ile milli gelirin %3.5'inin altında kalmasının olasılığı yüksek.

◆ Ekim ayı içerisinde Hükümetin 2011-2013 yıllarını içeren Orta Vadeli Programı da açıklan-



dı. OVP ile ilgili ilginç bir nokta programda ortaya konulan bütçe

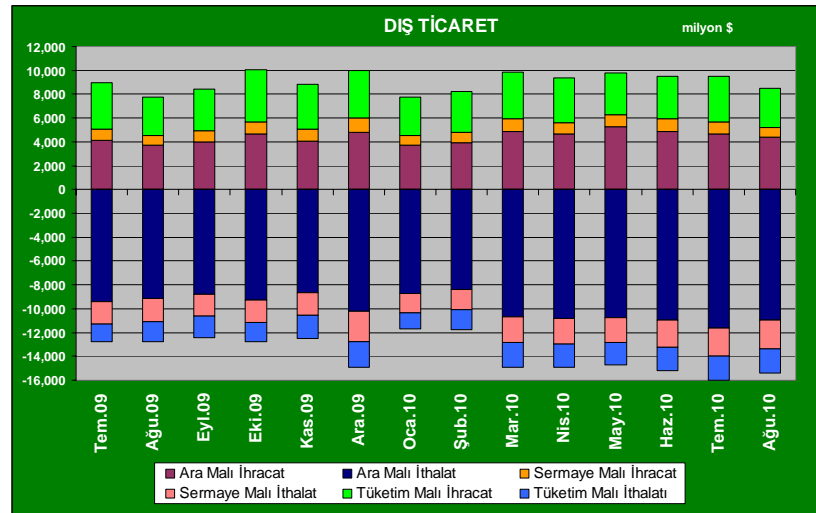
oluşacak bütçe hedeflerinden bile daha düşük oranlarda belirlenmiş olmasıydı.

◆ OVP'ye göre 2011 için % 2.8 olarak öngörülen açığın milli hasılaya oranı, bütçe mali kurala göre hazırlanmış olsaydı, %3.2 olacaktır.

Ödemeler Dengesi ve Dış Ticaret

◆ Resmi rakamlara göre Ağustos ayı ihracatı \$ 8.6 milyar, ithalatı ise \$ 15.4 milyar oldu. Böylece, ihracatın ithalatı karşılama oranı da %55.4 ile 2007 Ağustos'undan sonra tarihin en düşük 2. seviyesine geriledi.

◆ Gümrük kayıtlarına göre



Eylül'de ihracat %11.4 artışla \$ 9.2 milyar ve ithalat da %16 artışla \$ 14.5 oldu. Ekim ayının ilk 24 gününde ise ihracat %6.2 artışla \$ 8.2 milyar olarak gerçekleşti.

◆ Küresel konjonktürdeki gelişmeler dikkate alındığında ihracat performansımızın çok kötü olmadığı söylenebilir. Ancak, doların son bir senede önemli ölçüde zayıflamış olmasının, ihracat rakamlarının dolar değerinin olduğundan yüksek görünmesine yol açtığı da bir gerçek. Nitekim resmi rakamlara göre ilk 8 ayda %13 oranında artan ihracatımız, aynı dönemde ihracat değer endeksinde göre sadece %7 artmış. (Aynı dönemde ithalattaki miktarsal artış ise %21.)

◆ OVP ise ihracat konusunda fazlasıyla iyimser bir tablo çiziyor. 2011-2013 arasında her sene TL'nin dolara karşı %2-3 kadar reel değerlenmesi tahmin edilirken, ihracatımızın da her sene dolar bazında %13 civarında artması öngörülüyor. Dünyada kur-lar savaşı başlamışken, TL'yi daha da değerlendiren böyle bir ihracat performansı yakalamak oldukça zor.

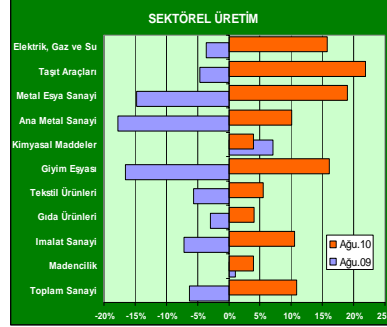
◆ Cari denge Ağustos'ta \$ 3 milyar açık vererek ilk 8 ayda \$ 28 milyar açığa ulaştı. OVP'de 2010 cari açık tahmininin revize edilerek 39 milyara çıkarıldığı görülmüyor. Ancak, bu olsa olsa tahmin aralığının alt sınırı olabilir.

Üretim ve Büyüme

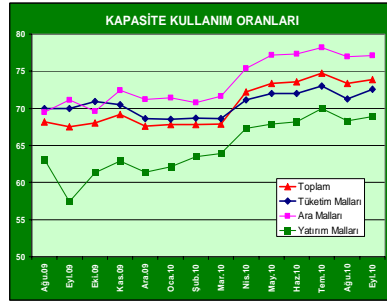
◆ Ağustos ayında sanayi üretim endeksi %10.8 artış gösterdi. Özellikle taşıt araçları sektöründe %21.8 ile önemli bir canlanma dikkat çekiyor. %15'in üzerindeki büyüme hızlarıyla metal eşya ve giyim onu takip etmekte.

◆ Ağustosta mevsimsel nedenlerden azalma gösteren kapasite

kullanım oranı Eylül'de özellikle tüketim malları üretimindeki artışla tekrar yükseldi. Tüketim malları ağırlıklı olarak yurtiçinde kullanıldığı için kapasite kullanımındaki artışın da ağırlıklı iç talep kaynaklı olduğu söylenebilir.



◆ 2. çeyrekte özel sektör yatırımlarında görülen %32'lik artış ve yatırım malları ithalatının hız kazanmış olması aynı zamanda imalat kapasitelerinin de artmakta olduğu anlamına geliyor. Bu nedenle, KKO'daki artış yavaşlansa da, üretim artışı devam edecektir.



◆ Mart'tan beri gerilemekte olan manşet işsizlik oranı ilk defa Temmuz'da durakladı.

İŞGÜCÜ DURUMU (Temmuz)	2009		2010
	2009	2010	2010
Kurumsal olmayan nüfus (000)	70 571	71 372	71 372
15 ve daha yukarı yaşta ki nüfus (000)	51 714	52 572	52 572
İşgücü (000)	25 480	26 260	26 260
İstihdam (000)	22 213	23 478	23 478
İşsiz (000)	3 267	2 782	2 782
İşgücüne katılma oranı (%)	49,3	50,0	50,0
İstihdam oranı (%)	43,0	44,7	44,7
İşsizlik oranı (%)	12,8	10,6	10,6
Tarım dışı işsizlik oranı (%)	16,3	13,6	13,6
Genç nüfusta işsizlik oranı ⁽¹⁾ (%)	23,2	19,5	19,5
İşgücüne dahil olmayanlar (000)	26 234	26 312	26 312

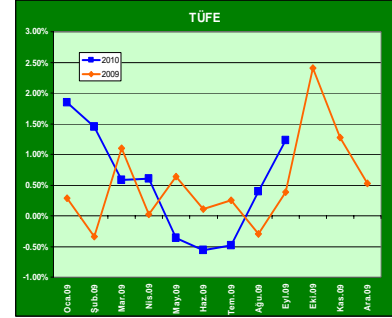
◆ Mevsim etkilerinden arındırılmış verilere baktığımızda, işgücü ve istihdamda azalma olma-

sına rağmen, işgücüne katılım oranının da gerilemesi nedeniyle, işsizlik oranının %11.7 ile bir önceki ayla aynı kaldığı görülmüyor.

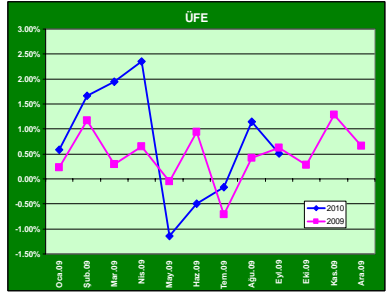
Enflasyon

Gıda fiyatları TÜFE'yi sıçrattı.

◆ Eylül'de TÜFE %1.23, ÜFE ise %0.51 artış gösterdi. 12 aylık enflasyon TÜFE'de %9.24, ÜFE'de ise %8.90 oldu.



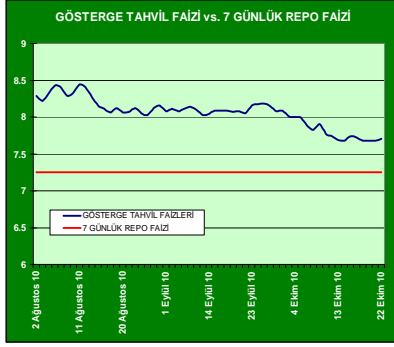
◆ Özellikle endeksin %28'ini oluşturan ve enflasyona %1.3 etki yapan gıdadaki artışlar TÜFE'nin yüksek çıkmasında etkili oldu.



◆ Her ne kadar çekirdek enflasyon verilerinde bir kıvrımdanma yoksa da, gıda fiyatları manşet enflasyonu yukarı taşıdığı için MB tarafından dikkatle takip edilecektir.

◆ Ekim'de de başta domates olmak üzere pek çok gıda maddesinde çok yüksek oranlı artışlar görüldü. Geçen Ekim'de TÜFE'nin %2.4 gibi çok yüksek bir oranda çıkması nedeniyle yıllık enflasyon artmasa bile, %7.5 gibi pek de başarılı sayılmayacak bir enflasyon oranı ile seneyi bitirme ihtimali artmaktadır.

Faizler



◆ MB 14 Ekim'de elinde atıl fonu olan bankaların MB yerine diğer bankalara plasman yapmasını teşvik etmek amacıyla borçlanma faiz oranını 50 baz puan daha düşürerek %5.75'e çekti.

◆ Piyasaya repo yoluyla verdiği paraları azaltma amacıyla olan MB gün sonunda kendisine geri dönen paraları azaltarak piyasadaki para miktarını artırmaya çalışıyor.

SUI GENERIS—s1'den devam

larından ve sadece 5 milyar doları doğrudan sermaye yatırımlarından oluşuyor. Bu dönemdeki 28 milyar dolarlık açığa karşın Merkez Bankası da rezervlerini 11 milyar dolar kadar artırmış.

Aynı dönemde tüketici kredilerindeki artış da dikkat çekici boyutlarda. Sene başından beri konut kredilerinde görülen artış 9.5 milyar TL ile %22'nin üzerinde. Konut kredisi dışındaki tüketici kredilerindeki artış ise %28 ile daha da yüksek. Bankalar Birliği'nin Eylül ayına ilişkin sunumunda verilen "bireysel krediler/tasarruf mevduatı" rasyosunun ise %48'e tırmanmış olduğu gözüküyor. Bu çok yüksek bir oran. Ancak rasyonun payında kullanılan bireysel kredilerden konut kredilerini çıkartıp kredi kartları kredilerini ilave ettiğimiz ve tasarruf mevduatlarına da DTH'ları eklediğimiz zaman, oran daha makul bir %27'e geriliyor. Öte yandan, bireysel kredilerin aşırı

PARASAL GÖSTERGELER (milyon YTL)	1 08.10.2010	2 10.09.2010	3 25.12.2009	4 1/2	5 1/3
Dolaşımdaki Para	42,830	45,802	35,400	-6.5%	21.0%
Vadesiz Mevduatlar	40,284	42,801	35,754	-5.9%	12.7%
M1	83,114	88,603	71,153	-6.2%	16.8%
Vadeli Mevduatlar	280,071	281,088	247,566	-0.4%	13.1%
M2	363,185	369,691	318,719	-1.8%	14.0%
DTH	141,845	139,220	139,321	1.9%	1.8%
DTH (milyar\$)	100.5	92.6	92.4	8.5%	8.7%
M2Y	505,030	508,911	458,040	-0.8%	10.3%
Mevduat Bankaları Kredileri	374,391	366,320	289,388	2.2%	29.4%
Açık Piyasa İşlemleri	-12,843	-17,095	-12,248	-24.9%	4.9%
Kamu Menkul Kıymetleri	237,616	243,224	233,783	-2.3%	1.6%
Dolarizasyon (DTH/M2Y)	28.1%	27.4%	30.4%	2.7%	-7.7%

şıyor. Nitekim, 14 Ekim günü piyasa fonlamasını TL 7 milyara kadar düşürdü. Ancak, sonrasında 7 günlük repo faizlerini politika hedefi olan %7'de tutabilmek için fonlamayı tekrar TL 13 milyara kadar yükseltmek zorunda kaldı.

◆ Açıkçası MB'nin faiz oranlarını doğrudan yükseltmeden böyle dolaylı tedbirlerle iç piyasayı soğutması mümkün değil. Ancak faiz artırımını da daha fazla sıcak para ve daha fazla ısınma demek. Sonuçta, MB'nin yapabilecekleri son derece kısıtlı.

fazla olduğu ABD'de bile söz konusu oran %34. Bireysel kredilerin hızlı artışı devam ettiği takdirde, kısa sürede bu riskli seviyelere gelmemiz işten bile değil.

Neticede, son dönemde giriş hızı artan sıcak paranın canlanmaya büyük katkısı olduğu aşikar. Ancak, tabii ki beraberinde riskler de getiriyor. Öncelikle gelen fonların vadesi gittikçe kısalmakta. Her ne kadar MB'nin belirli bir miktar rezervi varsa da, ani çıkış durumlarında döviz artışları yaşanma ihtimali söz konusu. Ancak açıkçası ben bu ihtimali çok yüksek görmüyorum. Sıcak paranın asıl zararı ise gerek TL'ni aşırı değerli tutarak, gerekse de iç talebi fazlasıyla tahrik ederek, Türkiye'nin uzun vadede ihracata dayalı, sürdürülebilir bir ekonomi politikası izlemesine imkan vermemesi. Açıkçası bu şartlar altında MB'nin alabileceği önlemler de

Parasal Göstergeler

◆ Son ayda özellikle DTH'larda hızlı bir artış göze çarpıyor. %8.5 oranındaki bu artışın en az yarısı dönem süresince euro'nun dolar karşısında %10 değer kazanmasından kaynaklanmakta.

◆ Banka kredileri hız kesmiyor. Ağustos'ta da %2.6 artış gösterdi. Yılbaşından beri artış oranı %30'a yaklaşmış durumda.

çok kısıtlı. Faiz politikası tamamen kullanışsız. Faiz artırımları daha fazla sıcak para girmesine, faiz indirimleri ise kredilerin daha da artarak ekonominin iyice ısınmasına sebep olacak.

Aslında bu noktada Merkez Bankası'nın değil, Hükümetin devreye girmesi gerekiyor. Brezilya'nın yaptığı ve artık neredeyse IMF'nin bile alenen desteklediği ılıyke giren sıcak paranın vergilendirilmesi ve tüketici kredilerinin maliyetini artırmak için KKDF gibi fon kesintilerinin artırılması akla ilk gelen uygulamalar. Ancak seçimlere kadar sıcak para dolayısıyla herhangi bir ekonomik sıkıntının ortaya çıkma ihtimalinin çok çok düşük olduğu gözönüne alınırsa Hükümet iç talebi ve büyümeyi azaltıcı bu tip önlemleri devreye sokmamayı tercih edecektir..