

1 Yunanistan eninde sonunda kurtarılacak

1 Kimse '94 veya '01 gibi bir kriz beklemesin

2 Bütçe fazla verme rekorları kırıyor

3 Bu sene büyüme %6.5 civarında

4 Politika faizi bu sene artmayacak

SAYI: 07/11

- Turkish Yatırım Araştırma Birimi tarafından her ay yayınlanır.
- Baskıya giriş tarihi: 26.07.2011
- 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

BATAMAZSIN, (EURO'DAN) ÇIKAMAZSIN, KURTARILAMAZSIN !

Financial Times gazetesinin Wolfgang Münchau adındaki iktisat yazarı, krizdeki Yunanistan'la üyesi bulunduğu Avrupa Birliği arasındaki "muhabbet" in özetini yukarıdaki gibi yapmış. Gerçi Wolfgang Bey, bu yazıyı yazdıktan 10 gün sonra, 100 milyar Euro'luk bir yardım paketiyle Yunanistan'ın ödemeleri sistemi tekrar harekete geçirdi. Yani, Yunanistan bir nevi kurtarıldı. Ama herkes biliyor ki; borçları yeniden yapılandırmak yani "vadesini uzatıp, faizlerini indirmek" finansal bir kolaylıktır. Reel ekonomide yapısal dönüşümü gerçekleştirmek için bir zaman kazanmaktır. Eğer Yunanistan halkı, reel sorunlarına realist çözümleri hayata geçiremezse, bu erteleme de bir süre sonra "işe yaramadı" ilan edilecektir. O zaman Wolfgang Bey'in "OLAMAZ" diye sıraladığı üç seçenekten biri devreye girecektir.

1. Borçlarını ödeyemeyen Yunan Devleti batacaktır. Devlet memurlarına maaş ödeyemez hale gelecek ve Yunanistan halkı fakirleşecek, "çok çalışıp, az tüketmeye" mecburen razı olacaktır. Dibe vurduğu noktadan itibaren de yukarı çıkmaya başlayacaktır.

2. Yunanistan Euro'dan çıkacak ve ulusal para birimi olan Drahmi'ye dönecektir. Büyük bir devaluasyon sonunda Yunanistan, hem borçlarının anaparasını metazori düşürecek ve ücretler Euro cinsinden ineceği için rekabet gücü kazanacaktır.

Tam bir felaket yaşanacaktır.

3. Yunanistan AB tarafından tam olarak kurtarılacaktır. Yani Yunanistan'ın borçlarının % 50'sini AB'nin zengin ülkeleri ödeyecektir. Bu arada Yunan hükümeti de "kamu kesimi açıklarını kapatmak" ve yeniden kamu borcu yaratmaz hale gelecektir.

Bana sorarsanız tercih edilecek olan üçüncü seçenektir.

Sui Generis

Tuğrul Belli

BOŞUNA KRİZ BEKLEYEREK ENSEYİ KARARTMAYALIM!

Cari açık milli hasılanın %10'u gibi çok yüksek sayılabilecek bir seviyeye koşmasına ve son dönemde döviz kurlarında görülen hareketlenmeyle birlikte kriz söylemlerinin de gereksiz bir şekilde tedaviye sokulmuş olmasına rağmen, şahsen bugünkü ekonomik ortamda 1994 ve 2001 benzeri milli gelirin küçülmesi şeklinde tezahür edecek bir ekonomik krizin ortaya çıkacağını düşünmemekteyim. Aksine, sınırlı kalmak kaydıyla dövizdeki hareketlenmenin hem fazlaca ısınmış olduğunu düşündüğüm ekonomik aktiviteyi sınırlayarak, hem de dış ticaret açığını daraltarak kronik problemimiz olan cari açığa bir miktar düzeltmeye sebep vereceği için gayet hayırlı olduğu fikrindeyim.

Bugün içinde bulunduğumuz küresel ve yerel ekonomik ortam yüksek devaluasyona bağlı krizler yaşadığımız 1994 ve 2001 yıllarından oldukça farklı. Bu nedenle, döviz kurlarında yaşanabilecek bir düzeltmenin ekonomik büyüme üzerindeki olası etkileri de o günlerdekine

devamı sayfa 4'de

Bütçe ve Kamu Finansmanı

Yarı yılda bütçe fazla verdi

◆ Haziran'da bütçe dengesi TL 3.1 milyar TL, faiz-dışı denge ise 4.7 milyar TL fazla verdi. Böylece ilk 6 ay sonunda kümülatif bütçe dengesi de 2.9 milyar TL fazla vermiş oldu. Bu pozitif sonuçlar büyük ölçüde son ay gelirlerde görülen %45 oranındaki artışın sonucu.

MERKEZİ YÖNETİM BÜTÇESİ	2010 Haziran	2011 Haziran	Artış	2010 Haziran	2011 Haziran	Artış
Harcamalar	23,894,163	23,597,222	-1.2%	136,494,290	143,215,358	4.9%
1-Faiz Hariç Harcama	20,551,651	22,036,092	7.2%	108,935,438	120,780,506	10.9%
Personel Giderleri	5,222,027	6,114,371	17.1%	31,736,186	36,837,098	16.1%
Sosyal Güv.Kur. Devlet Primi	877,151	1,036,567	18.2%	5,361,268	6,347,998	18.4%
Mal ve Hizmet Alımları	1,958,954	2,708,162	38.2%	10,515,432	12,392,350	17.8%
Cari Transferler	9,694,396	9,479,717	-2.2%	51,820,641	54,960,825	6.1%
Sermaye Giderleri	1,824,825	1,976,481	8.3%	5,462,435	6,803,577	24.6%
Sermaye Transferleri	500,135	380,067	-24.0%	1,401,440	1,734,930	23.8%
Borç Verme	474,163	340,727	-28.1%	2,638,036	1,703,728	-35.4%
2-Faiz Harcamaları	3,342,512	1,561,130	-53.3%	27,558,852	22,434,852	-18.6%
Gelirler	18,448,256	26,686,272	44.7%	121,064,805	146,071,240	20.7%
1-Genel Bütçe Gelirleri	17,950,514	25,998,637	44.8%	116,843,307	141,186,606	20.8%
Vergi Gelirleri	15,839,217	22,704,192	43.3%	98,622,158	122,728,839	24.4%
Teşebbüs ve Mülkiyet Gelirleri	651,812	576,094	-11.6%	6,302,452	5,973,441	-5.2%
Alınan Bağış ve Yardımlar ile Özel Ge	502,940	75,387	-85.0%	1,120,849	647,669	-42.2%
Faizler, Paylar ve Cezalar	1,370,887	2,199,848	60.5%	10,060,040	9,869,675	-1.9%
Sermaye Gelirleri	-429,276	437,749	-202.0%	633,916	1,849,892	191.8%
Alacaklardan Tahsilat	14,934	5,367	-64.1%	103,892	117,090	12.7%
2-Özel Bütçeli İdarelerin Öz Gelirleri	365,453	600,159	64.2%	2,828,423	3,427,484	21.2%
3-Düzen. ve Denet. Kurumların Gelirleri	132,289	87,476	-33.9%	1,393,075	1,457,150	4.6%
Bütçe Dengesi	-5,445,907	3,089,050	-156.7%	-15,429,485	2,855,882	-118.5%
Faiz Dışı Denge	-2,103,395	4,650,180	-321.1%	12,129,367	25,290,734	108.5%

◆ Her ne kadar bütçede elde edilen bu parlak sonuçların kısmen geçici sebeplerden kaynaklandığı iddia edilebilirse de, sonuçların gayet olumlu olduğu da yadsınamaz.

◆ Bu ay vergi gelirlerindeki artışı sağlayan en önemli etmen vergi barışından elde edilen tahsilat oldu. Geçen senenin aynı ayına göre gelir vergisindeki artış %32, kurumlar vergisindeki artış ise %636.

◆ Öte yandan, MB'nin ekonomik aktivitenin artış hızında azalma olduğu iddialarına karşın bu ay dahilinde alınan KDV %57 ve ÖTV de %24 oranında artmış vaziyette. Sadece geçtiğimiz aylarda %50-60 oranlarında artış göstermiş olan ithalde alınan KDV'deki artışta kısmi bir durulma (%34 artış) görülüyor.

◆ Mal ve hizmet alımlarında görülen yüksek oranlı artışa rağmen (%38), bu ay toplam harcamalardaki artış sadece %7.2.

◆ Sosyal güvenlik açıklarından oluşan cari transferler kalemi bu ay geçtiğimiz yılın aynı ayına göre nominal bazda bile azalış göstermiş bulunuyor. Bu kalemden ilk 6 ayın kümülatif artış oranı da %6.1 ile enflasyonun gerisinde. Eğer sosyal güvenlik sistemi açıkları gerçekten de kontrol

kanıksanmaya başladı. Mayıs'ta da açık geçen yılın \$ 4.8 milyar üzerinde artarak \$ 7.8 milyara ulaştı. Böylece 12 aylık açık da \$ 68 milyarı geçti.

◆ Mayıs ayında ödemeler dengesi ile ilgili en dikkat çekici gelişme açığın finansman tarafında "Net Hata ve Noksan" rakamının büyüklüğü oldu. Bu ay toplam finansmanın %40'tan fazlası bu yolla sağlanmış gözüküyor. Bu gelişmede Orta-Doğu'da yaşanan karışıklığın da bir etkisi olabilir.

◆ Bu ay finansman tarafındaki bir başka gelişme ise yaklaşık 10 aydan sonra ilk defa hazine bonolarından net bir çıkış yaşanması. Bono faizlerinin bu seviyelerde yabancı yatırımcıları tatmin etmediği görülüyor.

◆ Buna mukabil bankacılık kesimi ise \$ 3.8 milyarlık oldukça yüksek bir borçlanma gerçekleştirmiş.

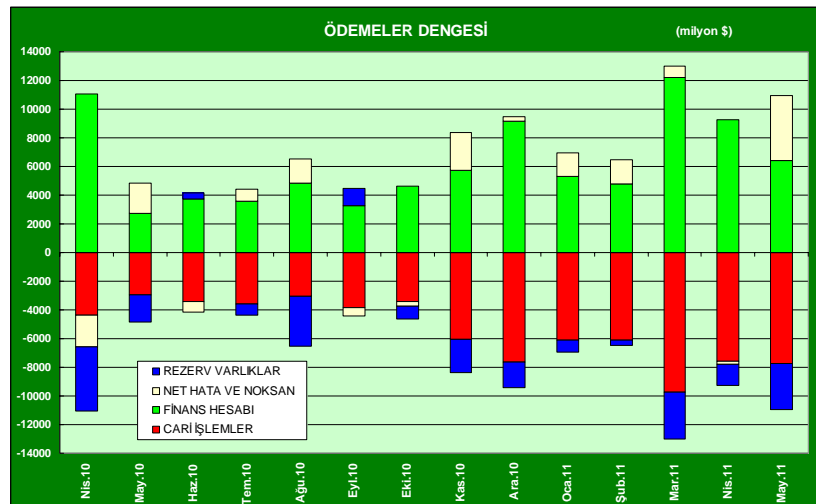
◆ Haziran'da ise gerek turizm gelirlerinin devreye girmeye başlaması, gerekse de ithalatın göreceli yavaşlamaya başlaması ile açık bir miktar gerileyebilir. Ancak asıl gidişat Temmuz ve sonrasında daha belirginleşecektir.

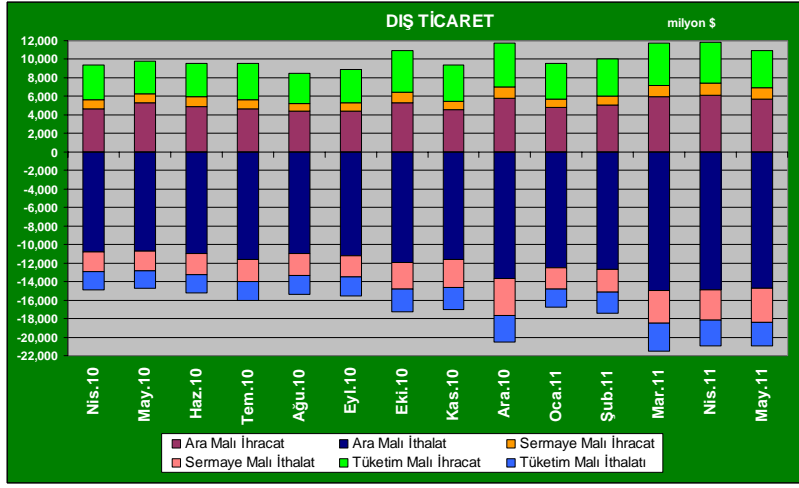
◆ Yüksek açığa rağmen MB rezervlerinin son 12 ayda \$ 17 milyar artış göstermiş olması da

altına alınmış ise, bu ekonomi açısından iyi bir haber olacaktır.

Ödemeler Dengesi ve Dış Ticaret

◆ Her ay cari açığın yüksek çıkması artık piyasalar tarafından





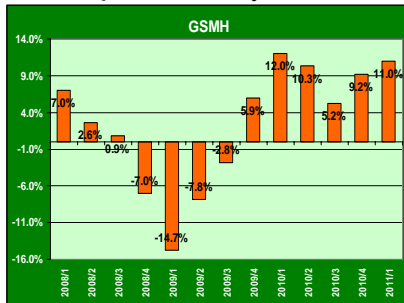
ilginç bir gelişme.

◆ İhracat kayıt rakamlarına göre Haziran'da ihracat %25 civarında artış göstermiş bulunuyor. Otomotiv ihracatındaki artış %30'lar civarında. Benzer rakamlar Temmuz ayının ilk 25 günü için de geçerli.

Üretim ve Büyüme

Bu sene büyüme %6.5 civarında

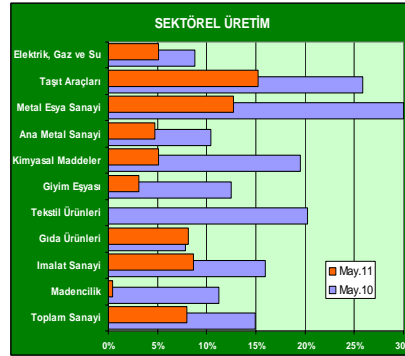
◆ Milli hasıla 2011'in ilk çeyreğinde %11 gibi oldukça yüksek bir oranda gerçekleşti. İlk çeyrekte üretim endeksindeki artışın %14'ün üzerinde olması böyle bir sonuca işaret etmekteydi.



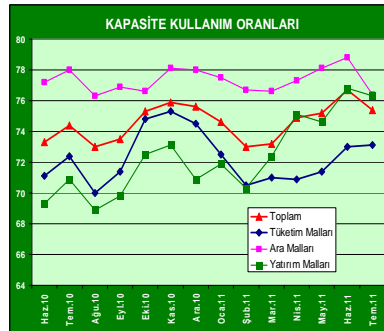
◆ Bu sonuçta baz etkisinin olmaması (2010 1. çeyreğinde büyüme %12 olmuştu) ciddi bir ısınmayı da düşündürmekte.

◆ Büyümenin bileşenlerine bakıldığında en büyük katkının milli hasılanın %73'ünü oluşturan ve %12.1 artan hanehalkları tüketiminden geldiği görülmekte.

İkinci sırada ise %38 artan özel sektörün yatırım harcamaları var.



◆ Üretim endeksi Mayıs ayında %8 arttı. Bu artışa karşın, önceki 3 ayda olduğu gibi, takvim ve mevsim etkilerinden arındırılmış endeks önceki aya göre az da olsa (%-0.3) bir gerileme gösterdi.



◆ Temmuz'da KKO'da tüketim ve ara mallarından kaynaklanan bir azalma gözlenmekte.

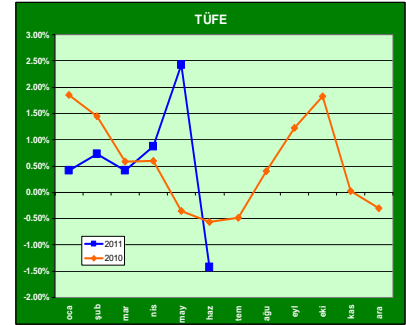
◆ KKO'daki gelişmeler üretimin Haziran'da %9 civarında arttıktan sonra, Temmuz'da %6

nın altına gerileyeceğini göstermekte.

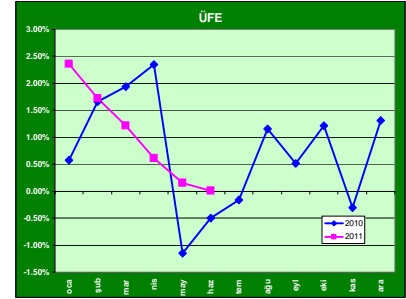
◆ Büyümenin her çeyrek biraz daha ivme kaybetmesi (%6.5, %5 ve %3 gibi) şaşırtıcı olmayacaktır. Neticede tüm sene büyümesi %6.5 civarında gerçekleşecek gibi gözüküyor.

Enflasyon

◆ Haziran'da TÜFE %1.43 azalırken, ÜFE %0.01 artış gösterdi. Son 12 aylık enflasyon TÜFE'de %6.24, ÜFE'de ise %10.19 oldu.



◆ Beklendiği gibi bu ay düştüşteki tek katkısı %-1.7 ile gıda fiyatları yaptı. Diğer tüm ana harcama gruplarında az da olsa artışlar gözlemlendi.

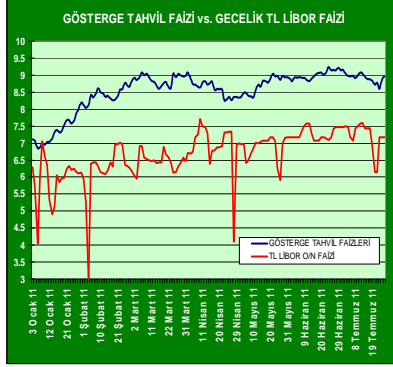


◆ Her ne kadar bu ay gıda fiyatlarındaki düzeltme beklentinin üstünde olduysa da, tekstile getirilen gümrük vergisinin, ve özellikle son dönemde hareketlenen kurun etkisiyle akaryakıt fiyatlarındaki artışlar ve muhtemel KİT zamlarının etkileri dikkate alındığında sene sonu enflasyonunun %8 seviyelerinin altına gerilemesi mümkün gözüküyor.

Faizler

Bu sene politika faizi artışı yok

◆ Merkez Bankası Temmuz ayı toplantısında da herhangi bir değişikliğe gitmedi. Avrupa'daki olumsuz koşulları ön plana çıkaran Kurul açıklamasında bir likidite daralması olması durumunda gecelik faizlerde bir artışa gidebileceğini ifade etti.



◆ Öte yandan aynı açıklamada MB gelişmiş ülke ekonomilerindeki sorunların daha da derinleş **SUI GENERIS**-s1'den devam

göre çok daha kısa ve yumuşak olacaktır. Peki, nedir dünyanın ortamıyla bugünün ortamı arasındaki farklar?

1-Dünya'da görülmemiş bir para bolluğu var. Görüyoruz ki, ne ABD'nin, ne AB'nin, ne de Japonya'nın sorunları kısa vadede çözümlenebilecek gibi değil. Daha oldukça uzun bir süre bellibaşlı para birimlerinin nominal ve reel faizleri çok düşük seviyede seyredecek.

2-Kuzey Afrika – Orta Doğu problemleri buralardan önemli ölçüde kaynak girişi (bir kısmı "net hata ve noksan"a yansıyan) sağlamaya devam etmekte.

3-Gerek politika faizleri, gerekse de tahvil faizleri reel olarak düşük seviyelerde. Bu durum bize gerektiğinde piyasa dengelerini fazla bozmayacak göreceli düşük bir faiz artışı ile dış kaynak çekilebileceğinin işaretini veriyor.

4-Petrol fiyatlarının ilelebet

PARASAL GÖSTERGELER	1	2	3	4	5
(milyon YTL)	08.07.2011	10.06.2011	31.12.2010	1/2	1/3
Dolaşımdaki Para	51,008	50,443	44,595	1.1%	14.4%
Vadesiz Mevduatlar	50,466	50,571	48,963	-0.2%	3.1%
M1	101,475	101,014	93,559	0.5%	8.5%
Vadeli Mevduatlar	331,091	329,475	305,696	0.5%	8.3%
M2	432,566	430,489	399,255	0.5%	8.3%
DTH	157,686	154,854	144,790	1.8%	8.9%
DTH (milyar\$)	96.9	98.5	93.7	-1.6%	3.4%
M2Y	590,252	585,343	544,045	0.8%	8.5%
Mevduat Bankaları Kredileri	505,933	491,751	420,643	2.9%	20.3%
Açık Piyasa İşlemleri	-60,059	-58,049	-10,913	3.5%	450.3%
Kamu Menkul Kıymetleri	236	237,816	249,473	-99.9%	-99.9%
Dolarizasyon (DTH/M2Y)	26.7%	26.5%	26.6%	1.0%	0.4%

mesi ve yurt içi iktisadi faaliyetin durgunluk sürecine girmesi halinde bütün politika araçlarının genişletici yönde kullanılmasının söz konusu olabileceği belirtiliyor. Kısacası, sene sonuna kadar pek çoklarının beklediğinin aksine politika faizi olan 1 haftalık repo oranlarında değil artış, azalma bile söz konusu olabilir.

Parasal Göstergeler

◆ Mevduat bankaları kredileri ilk 6 ayda %20'nin üzerinde artış göstermiş durumda. Bu trendle 8.

yükselmesi söz konusu olmayacaktır. Bugün 12 aylık petrol faturası 40 milyar dolara yükselmiş durumda. Önümüzdeki dönemde bu fatura azalacaktır.

5-Türkiye'nin ne özel sektör borçluluğu, ne de kamu sektörü borçluluğu risklilik limitlerinin yakınında bile değil. Evet tüketici kredilerinde hızlı bir artış var ama bugünkü duruma balon demek insafsızlık olur.

6-Dolaylı vergilerin yüksek bü-yüme ortamında bütçe dengesine ters-döngüsel bir etkisi olması bütçe dinamiklerini koruyan bir unsur. Ayrıca bu ve önümüzdeki senelerde vergi barışından sağlanacak kaynaklar da bütçeyi sağlam tutacak.

7-Bankacılık kesiminde önemli bir miktarda açık pozisyon riski söz konusu değil. Özel sektörün riski biraz daha fazla ancak gözükken döviz borçlarının önemli bir miktarı kendi paraları.

ayda %25 limitine ulaşılmış olacak. Bu durumda otoritelerin nasıl bir tepki gösterecekleri oldukça merak konusu.

◆ MB'nın piyasa fonlaması da kredilere paralel bir şekilde artmaya devam ediyor.

◆ Öte yandan milli hasıladaki nominal artış dikkate alındığında parasal büyüklüklerdeki artışın sınırlı boyutlarda olduğu söylenebilir.

8-Son yıllarda döviz kurundan enflasyona geçiş (pass-through) oranında bir azalma söz konusu. %20 olarak tahmin edilen bu oran son dönemde yaşadığımız cinsten TL'nin geçici zayıflıklarında MB'ye önemli bir marj sağlıyor.

9-MB'nin rezerv miktarı rekor seviyelerde. 70 milyar dolara yakın açık verdiğimiz son 12 ayda bile rezervler 17 milyar dolar artmış vaziyette.

Görünen o ki, cari açık %10 seviyelerinde tepe noktasına ulaştıktan sonra ekonomik aktivitenin göreceli olarak hız kaybetmesi, TL'nin (geçici) zayıflığının dış ticaret ve hizmet dengelerinde sağlayacağı kısmi düzeltme ve petrol fiyatlarında gerileme ile birlikte, 2012'de %6-7 seviyelerine gerileyecek. Bu seviyeler ise Türkiye ekonomisi için önemli bir risk oluşturmayacaktır.