

- 1 Dolar basarak yeni kriz ortamı yaratılıyor
- 1 Krizden çıkış krize giriş kadar hızlı olmayacak
- 2 İyi gidiyor derken, bütçe tepetaklak oldu
- 3 Büyüme oranı görüldüğü gibi değil
- 4 Enflasyon beklentilerinin altında

## SAYI: 07/10

- Turkish Yatırım Araştırma Birimi tarafından her ay yayınlanır.
- Baskıya giriş tarihi: 23.07.2010
- 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](mailto:rapor@turkishbank.com)
- Raporun eski sayıları Turkish Bank web sitesinden indirilebilir. Rapora ücretsiz olarak abone olmak isteyenler, e-mail adresine başvurabilirler.

**Kilometre Taşları**

Ege Cansen

**DOLAR GELİYOR DOLAR, OKYANUSU AŞA, AŞA!**

2008 son çeyreğinde başlayan ve 2009'un son çeyreğine kadar süren iktisadi kriz, bugün için geride kalmış gibi duruyor. Burada kullandığım ölçüm dünya milli gelirler toplamının seyridir. Dünya milli geliri toplamda 2010 yılbaşından itibaren artıyor. Bu yıl dünya ekonomisinin %4,5'tan daha yüksek bir hızda büyümesi öngörülüyor. Zaten "iktisadi kriz" esasında, "milli gelirin düşmesi, işsizliğin artması" demektir. Tersine de krizin bitmesidir. Nitekim ülkemizde de hem milli gelir artıyor, hem de işsizlik azalıyor.

\*\*\*

Kriz denilen oluşumlar, bilimsel açıdan yani "sebep-sonuç" ilişkisini bulup ortaya çıkarmak için incelendiğinde karşımıza hep aynı şey çıkıyor. Varlık (menkul ve gayrimenkul) fiyatlarındaki artışlar, eğer uzunca bir süre tüketici fiyat endeksindeki artıştan yüksek olarak gerçekleşirse, ortaya bir "gerilim çıkıyor" çıkıyor. Bu gerilim yani "stres" boşalınca kriz patlıyor. Varlık fiyatları bir anda çöküyor. Çözüm denilen sürecinin, sonunda bu fiyat endekslerini (gayrimenkul fiyatları, borsa endeksi ve TÜFE) kriz öncesi seviyeye olmasa bile tekrar eski alışılmış düzeye getirmesi gerekir. Bu da dünya ekonomisine dünya parası yani dolar pompalamak demektir. Şimdi bu bekleniyor.

\*\*\*

Demek ki; çözüm, aslında krizi doğuran tabloya geri dönmektir. Tam kafa karıştıracak bir açık-

lama oldu. Gel de çık işin içinden. Borsayı yükseltmezsen kriz bitmemiş oluyor. Yükseltirsen ikinci kriz ihtimali doğuyor. O zaman tekrar para basılıyor. Anlayanlar, anlamayanlara anlatsın.

**Sui Generis**

Tuğrul Belli

**"V" ŞEKLİNDE TOPARLANMA ÇOK ZOR!**

Finansal sistemi neredeyse erime noktasına getiren küresel krizden çıkış sürecinde "V", yani yaşanan hızlı küçülme ile aynı orantılı hızlı bir büyüme şeklinde bir toparlanma beklemek fazla iyimser bir beklenti. Yaratılan aşırı para nedeniyle menkul değerler piyasalarında görülen suni yükseliş kimseyi yanıltmamalı. Nitekim, bugünlerde canlanmanın soğuduğuna ilişkin net emareler de ortaya çıkmakta. ABD tarafında yeni konut inşaatlarının tekrar durma noktasına gelmesi, tüketici güveninin zayıf seyretmesi, ve istihdamın bir türlü düzelmemesi bu emarelerden bazıları. (Özellikle daha önceki krizlerde ortalama işsizlik süresi 10 haftayı geçmemişken, bu sefer resesyon sonrasında da işsiz kalma süresi artmaya devam ederek 25 haftaya ulaşmış bulunuyor. Bu durum işsizlikte bazı yapısal değişimlere işaret etmekte.) Belli ki, ABD'de faizler daha uzun süre düşük düzeylerde kalacak.

Avrupa tarafına gelirse, gene aslında hiç de sürpriz olmaması gereken, yüksek borçlu ülkelerin girdikleri darboğaz piyasaları meşgul etmeye devam etmekte. Almanya'nın pek çok yorumcu tarafından çok erken bir hareket olarak değerlendirilen maliye politikasını sıkılaştırıcı tedbirlere yönelmesi kıtanın zaten zayıf olan büyüme beklentilerini iyice devamı sayfa 4'de

## Bütçe ve Kamu Finansmanı

### Hoop, bütçe tekrar açığa döndü!

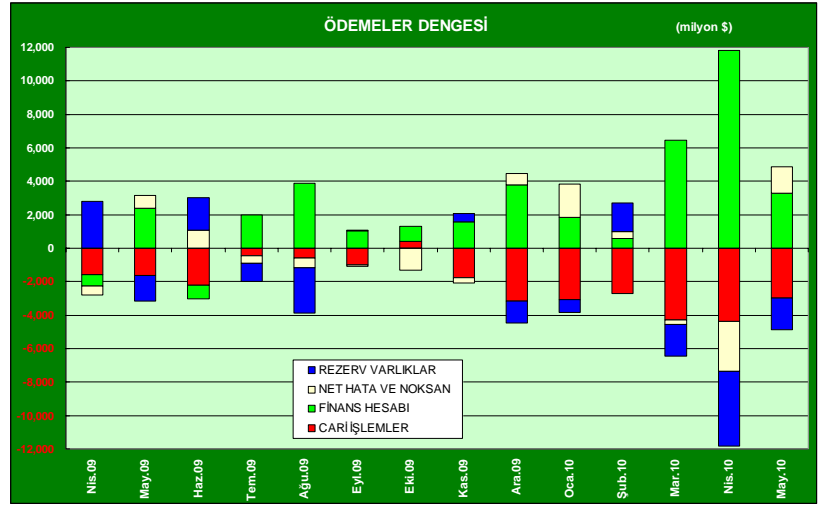
◆ Mayıs'ta bütçe 8 milyar TL gibi yüksek miktarda bir fazla vermişti. Biz de vergi gelirlerindeki olumlu artışı not ederken, sosyal güvenlik kuruluşlarına transferlerin düşük düzeyde kaldığını ve bu durumun SGK açıklarında kalıcı bir düzelmeye işaret edip etmediğinin gelecek aylarda görüleceğini belirtmiştik. Nitekim, Haziran sonuçları bu açıkların devam ettiğini göstermekte. Geçen Haziran'a göre bu kalemdeki artış %25!

MERKEZİ YÖNETİM BÜTÇESİ	2009 Haziran	2010 Haziran	Artış	2009 Oca-Haz	2010 Oca-Haz	Artış
<b>Harcamalar</b>	<b>17,932,371</b>	<b>23,894,163</b>	<b>33.2%</b>	<b>124,830,776</b>	<b>136,494,290</b>	<b>9.3%</b>
<b>1-Faiz Hariç Harcama</b>	<b>16,809,105</b>	<b>20,551,651</b>	<b>22.3%</b>	<b>97,588,623</b>	<b>108,935,438</b>	<b>11.6%</b>
Personel Giderleri	4,685,801	5,222,027	11.4%	28,468,920	31,736,186	11.5%
Sosyal Güv.Kur. Devlet Primi	564,296	877,151	55.4%	3,446,440	5,361,268	55.6%
Mal ve Hizmet Alımları	1,900,419	1,958,954	3.1%	10,698,808	10,515,432	-1.7%
Cari Transferler	7,758,742	9,694,396	24.9%	46,097,195	51,820,641	12.4%
Sermaye Giderleri	1,280,834	1,824,825	42.5%	4,986,837	5,462,435	9.5%
Sermaye Transferleri	272,096	500,135	83.8%	1,176,611	1,401,440	19.1%
Borç Verme	346,917	474,163	36.7%	2,713,812	2,638,036	-2.8%
<b>2-Faiz Harcamaları</b>	<b>1,123,266</b>	<b>3,342,512</b>	<b>197.6%</b>	<b>27,242,153</b>	<b>27,558,852</b>	<b>1.2%</b>
<b>Gelirler</b>	<b>15,411,031</b>	<b>18,448,256</b>	<b>19.7%</b>	<b>101,626,268</b>	<b>121,064,805</b>	<b>19.1%</b>
<b>1-Genel Bütçe Gelirleri</b>	<b>14,984,950</b>	<b>17,950,514</b>	<b>19.8%</b>	<b>98,286,792</b>	<b>116,843,307</b>	<b>18.9%</b>
Vergi Gelirleri	12,850,277	15,839,217	23.3%	79,083,322	98,622,158	24.7%
Teşebbüs ve Mülkiyet Gelirleri	460,057	651,812	41.7%	7,312,851	6,302,452	-13.8%
Alınan Bağış ve Yardımlar ile Özel Ge	89,755	502,940	460.3%	521,949	1,120,849	114.7%
Faizler, Paylar ve Cezalar	1,558,065	1,370,887	-12.0%	9,799,209	10,060,040	2.7%
Sermaye Gelirleri	19,141	-429,276	-2342.7%	1,397,345	633,916	-54.6%
Alacaklardan Tahsilat	7,655	14,934	172.116	172,116	103,892	-59.8%
<b>2-Özel Bütçeli İdarelerin Öz Gelirleri</b>	<b>308,791</b>	<b>365,453</b>	<b>18.3%</b>	<b>2,016,179</b>	<b>2,828,423</b>	<b>40.3%</b>
<b>3-Düzen. ve Denet. Kurumların Gelirleri</b>	<b>117,290</b>	<b>132,289</b>	<b>12.8%</b>	<b>1,323,297</b>	<b>1,393,075</b>	<b>5.3%</b>
<b>Bütçe Dengesi</b>	<b>-2,521,340</b>	<b>-5,445,907</b>	<b>-116.0%</b>	<b>-23,204,508</b>	<b>-15,429,485</b>	<b>-33.5%</b>
<b>Bütçe Dışı Denge</b>	<b>-1,398,074</b>	<b>-2,103,395</b>	<b>50.4%</b>	<b>4,037,645</b>	<b>12,129,367</b>	<b>200.4%</b>

◆ Bu ay bütçe dengesi 5.5 milyar TL açık verirken, faiz-dışı denge de 2.1 milyar TL açık verdi. Kümülatif bütçe açığı 15 milyar TL'yi geçerken, faiz-dışı 12 milyar TL fazlada.

◆ Her ne kadar son rakamlar bütçenin çok da dengede olmadığını göstermekte ise de, açık sene sonu açık hedefi olan 50 milyar TL'nin altında kalacaktır. Ancak hedefin baştan fazla yüksek tutulmuş olduğunu da belirtmek gerekiyor.

◆ %23 oranında artan vergi gelirlerinin kompozisyonuna bakıldığında gelir vergisinde %18 oranında bir artış göze çarpmakta.



Bu durum istihdamda son dönemde görülen artışta da ilintili bir gelişme olabilir.

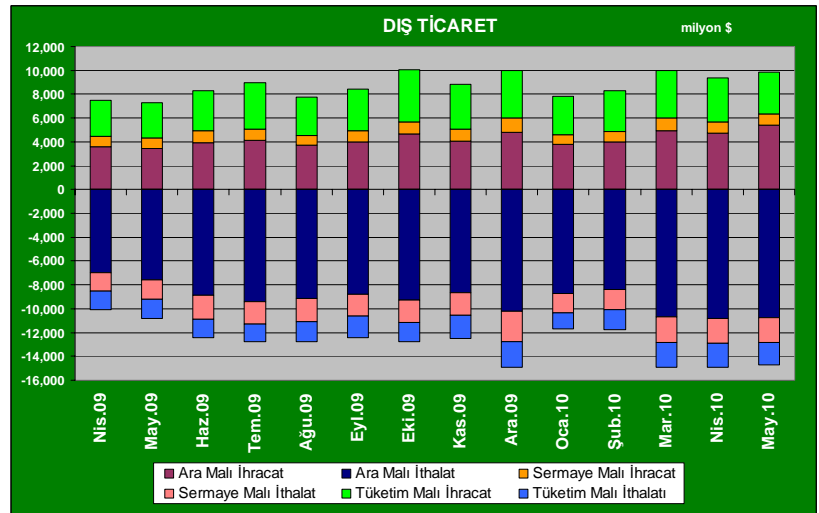
tahsilatlarında sırasıyla %26 ve %35 oranlarında artış görülürken, ithalde alınan KDV'deki artış oranı beklenmedik derecede düşük (%7). Bu durum ithalatta olası bir yavaşlamadan kaynaklanabileceği gibi, bu aya ait tahsilatların Temmuz'a sarkmış olmasından da kaynaklanabilir.

◆ Nakit Dengesi'ne göre ise tamamı Hazine kasasından karşılanan Haziran açığı 10 milyar TL'nin de üstünde. Bu da Temmuz bütçesi için iyi bir endikasyon değil.

## Ödemeler Dengesi ve Dış Ticaret

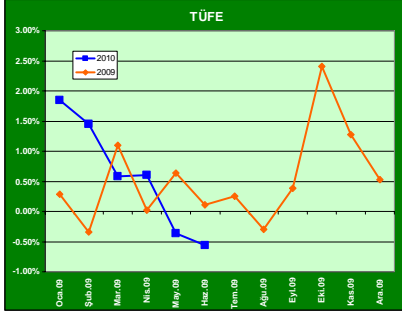
◆ Haziran'da iç talebi yansıtan dahilde alınan KDV ve ÖTV

◆ Cari açık Mayıs'ta 3 milyar

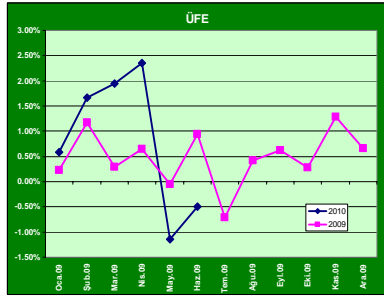




aylık enflasyon TÜFE'de %8.37, ÜFE'de ise %7.64 oldu.



◆ Geçen ay olduğu gibi bu ay da TÜFE'deki düşüşte etkili olan aylık bazda %2.5 oranında gerileyen gıda fiyatlarıydı.



◆ Bu noktada enflasyon ciddi bir ekonomik risk olmaktan çıkmış gözüküyor. Nitekim, MB'nin son beklenti anketine göre sene sonu TÜFE beklentisi de %7.7 civarına gerilemiş bulunuyor.

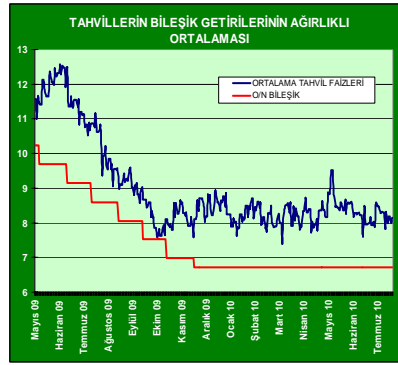
### SUI GENERIS—s1'den devam

düşürmüş vaziyette. Esasen piyasaları rahatlatmak amacıyla yapılan doksan küsur bankayla ilgili stres testleri de, beklenilen aksine, piyasaları daha da stres altına soktu. Çok zayıf senaryolar altında bile 7 bankanın gerekli minimum sermaye yeterliliği oranı olan %6'nın altına düşmesi pek de güven tazeyici bir sonuç değildi. Öte yandan, euro bölgesi ekonomilerinin toparlanmasına önemli bir katkı sağlayabilecek olan euro'nun zayıflama süreci de geçen hafta Çin'in euro'yu destekleyici açıklamasıyla bir süreliğine sekteye uğramış gözüküyor.

Son dönemde Çin de teklemeye sinyalleri veriyor. Tabii, Çin gibi

PARASAL GÖSTERGELER	1	2	3	4	5
(milyon YTL)	09.07.2010	11.06.2010	25.12.2009	1/2	1/3
Dolaşımdaki Para	40,573	40,127	35,400	1.1%	14.6%
Vadesiz Mevduatlar	38,832	38,610	35,754	0.6%	8.6%
M1	79,405	78,736	71,153	0.8%	11.6%
Vadeli Mevduatlar	281,184	274,981	247,566	2.3%	13.6%
M2	360,589	353,717	318,719	1.9%	13.1%
DTH	133,994	133,290	139,321	0.5%	-3.8%
DTH (milyar\$)	86.7	83.9	92.4	3.4%	-6.2%
M2Y	494,583	487,007	458,040	1.6%	8.0%
Mevduat Bankaları Kredileri	352,928	342,467	289,388	3.1%	22.0%
Açık Piyasa İşlemleri	-12,821	-14,422	-12,248	-11.1%	4.7%
Kamu Menkul Kıymetleri	239,818	240,189	233,783	-0.2%	2.6%
Dolarizasyon (DTH/M2Y)	27.1%	27.4%	30.4%	-1.0%	-10.9%

## Faizler



◆ Beklendiği gibi MB faiz oranlarını değiştirmeden olağan açıklamasında enflasyon göstergelerinin orta vadeli hedeflerle uyumlu seyrini sürdürdüğüne dikkat çekerek, işlenmemiş gıda fiyatlarındaki düşüşün ve emtia fiyatlarındaki gevşemenin de katkısıyla enflasyonun Nisan

bir ülkenin teklemesi büyüme hızının çift hanelerden tek haneye düşmesi anlamına geliyor! Ancak, bu ülkede özellikle konut sektöründe her an patlamaya hazır büyük bir balon olduğu da uzun zamandır dillendirilmekte. Gerek fazla ısınmış olan iç talebi kontrol altına almaya yönelik tedbirler, gerekse de ihracat piyasalarının zayıf seyri, Çin ekonomisini kısmen dizginleyecektir. Bu bağlamda, Dünya ticaret hacminin önemli bir göstergesi sayılan Baltık Kuru Yük Endeksi'nin son 2 ayda 4000 seviyelerinden 2000'in altına gerilemiş olması da önemli. Her ne kadar bu gerilemenin kısmen

Enflasyon Raporu'nda öngörülen daha olumlu bir görünüm arz ettiğini belirtti.

## Parasal Göstergeler

◆ Banka kredilerindeki artış oldukça yüksek boyutlara ulaşmış durumda. İlk 6 ayda %22 oranında artmış olan kredilerdeki son 12 aylık artış oranı da %35.

◆ Ancak kredilerdeki artışın önemli bir bölümü tüketici kredilerinden kaynaklanmakta. TL kredilerdeki son 1 yıllık artışın yarısı bu tip kredilerden.

◆ Artan kredilerle birlikte bankaların kaynak ihtiyacı da artınca MB'nın politika faizini koruyabilmek için piyasa fonlamasına devam etmek zorunda kaldığı görülüyor.

kapasite artışından kaynaklandığı iddia ediliyorsa da, kriz öncesinde endeks değerinin 9000'lerde olduğu da unutulmamalı.

Bütün bu küresel gelişmeler ışığında BRIC ve Türkiye gibi mali durumları görünürde daha iyi olan gelişmekte olan ülkelerin kısmen ayrışarak yüksek büyüme performanslarını devam ettirecekleri şeklinde bir öngörü aşırtı iyimser kalmakta.