

- 1 Devletleştirme ile krizin dip noktası geçildi
- 1 Yatırım harcamaları durdu
- 2 Bütçe mucizevi bir şekilde fazla vermeye devam ediyor
- 3 Büyümede beklenmeyen düşüş
- 3 Gıda ve ulaştırma enflasyonu düşürdü

SAYI: 09/08

- Turkish Yatırım Araştırma Birimi tarafından her ay yayınlanır.
- Baskıya giriş tarihi: 11.09.2008
- Sahibi ve Yazı İşleri Müdürü:
Turkish Bank A.Ş. adına Tuğrul Belli
- Yazışma Adresi:
Ekonomik Rapor,
Turkish Bank A.Ş.,
Vali Konağı Cad., no:7,
Nişantaşı, İstanbul 34371
- tel: 212- 225 0330
- 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

KAPİTALİSTLER DE DEVLETLEŞTİRİR !

Amerika'nın "ipoteke karşılığı kredi" nam-ı diğer "morgiç" sistemi, Amerikan ekonomisinin itici güçlerinden en önemlisi olan konut sektörünün finansman modelidir. Aslında her finansman modelinde olduğu gibi, bu da bir "tasarruf sahibi ile kredi talep edeni" buluşturma mekanizmasıdır. Başlangıçta, bu işlemler sadece tasarruf edenle ev almak için uzun vadeli borçlanmak isteyen Amerikalıların arasında yapılıyordu. Küreselleşme ile birlikte başka milletlerin tasarruf sahipleri de ev almak isteyen Amerikalıları finanse etmeye başladı. Amerika'da emlak fiyatları balonunun patlaması, alınan teminatları yetersiz bıraktı. Bu yüzden hem Amerikan hem de Avrupa finansman sisteminde "çürük krediler" oluştu. Çürük hatta batık hale gelmiş krediler zarara atılınca, bankaların sermayeleri yetersizleşti. Bu yüzden mali kriz çıktı. Mali kriz reel sektöre bulaşıp, iktisadi krize yol açmasın diye batan bankalar devletleştirilmeye başlandı.

Batan finansman kuruluşlarının devletleştirilmesi, ortaya çıkan bireysel zararların önemli bir kısmının kamusallaştırılması demektir. Kısaca bu işlem ortaya zararın vergi mükellefinin sırtına yüklenmesi demektir. Freddie Mac ve Fannie Mae adlarında imtiyazlı statüleri dolayısıyla yarı kamusal kimlikleri olan iki büyük mali kuruluş, Amerikan Devleti tarafından "kamulaştırıldı". Bunların toplam borçları

6 trilyon dolara yakındı. Böylece, bu kuruluşlardan alacağı olan diğer mali kuruluşlar da, artık Amerikan devletinden alacaklı hale geldiler. Artık daha fazla bankanın batmaması gerekir. Bu da krizin dip noktası olur. Bundan sonra "düşük faiz-yüksek enflasyon"la zararlar kâra dönüştürülecektir.

Sui Generis

Tuğrul Belli

BÜYÜME ALARM VERİYOR!

2. çeyrek milli hasıla büyüme oranı %3.8 olan beklentilerin oldukça altında %1.9 olarak gerçekleşti. Milli hasılanın bileşenlerine baktığımızda en büyük sürprizin tarımdaki %3.5'lik daralma olduğunu görüyoruz. Her ne kadar bu sürpriz kısmen geçen senenin aynı dönemindeki tarım üretimi azalışının %2.3'den %1.2'ye düşürülmesinin yarattığı baz etkisinden kaynaklanıyorsa da, genel beklenti tarımda ilk çeyrekteki %5.6'ya yakın bir pozitif büyüme olduğu yönündeydi. (Mamafihi, bu rakam da %2.6 olarak revize edilmiş bulunuyor.) Eğer böyle olsaydı, milli hasıla da %0.6 daha fazla olacaktı.

İmalat sanayi büyümesinde fazla bir sürpriz yok. Zaten 3 ayın imalat sanayi üretimi endeksi artış ortalaması %2.7 idi. Milli hasıladaki sanayi büyümesi de %2.5 oldu. Öte yandan milli hasılda önemli payı olan ticaret ve ulaştırma sektörlerinde geçen çeyreğe göre büyüme artışında önemli ölçüde zayıflamalar olduğu görülüyor. Ticaret büyümesi %9.1'den %3.3'e gerilerken, ulaştırmadaki büyüme de %7.8'den %3.2'ye gerilemiş durumda. Aslında bu gerilemeler de çok büyük sürpriz sayılmaz

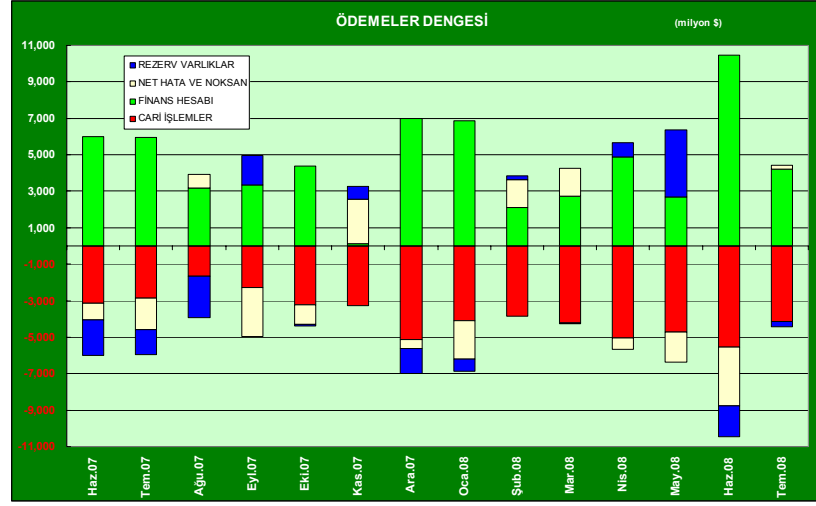
devamı sayfa 4'de

Bütçe ve Kamu Finansmanı

8 ay sonunda bütçe 4 myr fazlada

◆ Maliye geçen yıl mali tatil uygulamasının ilk defa başlamasından dolayı iki ay arasında geçişlerin söz konusu olması nedeniyle Temmuz ve Ağustos ayı bütçe sonuçlarını aynı anda açıklama yoluna gitti.

◆ Ağustos ayında bütçeye TL 6 milyar sermaye geliri eklenmesi sayesinde bütçe dengesi de tam o miktarda fazla vermiş bulunuyor. 8.1 milyarlık faiz giderleri de eklendiğinde ağustostaki faiz-dışı



mesisi daha fazla önem kazanıyor.

◆ Geçen seneye göre petrol

bir azalma olduğunu, ya da kaçak oranının ciddi boyutta artmakta olduğunu gösteriyor.

◆ Dayanıklı tüketim mallarından alınan ÖTV'nin son 2 ayda %16,7, sene başından beri ise %6,6 azalmış olması iç talebin kötüleşmeye devam ettiğinin somut bir göstergesi.

◆ Dahilde alınan KDV rakamlarında karşılaştırma yapmak ise oldukça zor çünkü sene başında KDV oranlarında özellikle turizm sektörüne yönelik indirimler yapıldı. Böyle bakıldığında son 2 aydaki %12.4'lük artış makul.

Ödemeler Dengesi ve Dış Ticaret

◆ Cari açık Temmuz'da geçen yılın aynı ayına göre %43 artarak

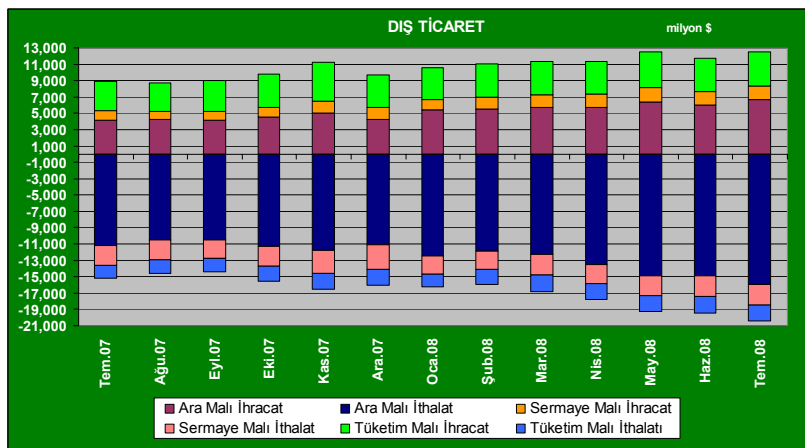
MERKEZİ YÖNETİM BÜTÇESİ	2007 Ağu.	2008 Ağu.	Artış	Oca-Ağu 07	Oca-Ağu 08	Artış
Harcamalar	15,930,614	20,437,402	28.3%	135,817,617	142,263,182	4.7%
1-Faiz Hariç Harcama	11,612,787	12,297,101	5.9%	98,838,654	105,947,221	7.2%
Personel Giderleri	3,421,775	3,586,089	4.8%	29,164,364	32,262,911	10.6%
Sosyal Gv.Kur. Devlet Primi	442,918	478,843	8.1%	3,620,970	4,027,190	11.2%
Mal ve Hizmet Alımları	1,513,620	1,924,067	27.1%	12,189,485	13,149,992	7.9%
Cari Transferler	4,680,023	4,457,194	-4.8%	42,369,527	44,333,068	4.6%
Sermaye Giderleri	1,045,229	1,440,763	37.8%	6,766,385	7,774,952	14.9%
Sermaye Transferleri	72,951	271,269	271.9%	2,421,874	1,813,329	-25.1%
Borç Verme	436,271	138,876	-68.2%	2,306,049	2,585,779	12.1%
Yedek Odenekler	0	0		0		
2-Faiz Harcamaları	4,317,827	8,140,301	88.5%	36,978,963	36,315,961	-1.8%
2-Genel Bütçe Gelirleri	19,125,166	26,067,489	36.3%	124,261,115	142,998,657	15.1%
Vergi Gelirleri	17,745,859	18,919,554	6.6%	99,322,090	115,449,674	16.2%
Teşebbüs ve Mülkiyet Gelirleri	457,504	496,244	8.5%	6,600,764	6,056,343	-8.2%
Alınan Bağış ve Yardımlar ile Özel Gelir	56,051	111,851	99.6%	1,565,587	559,900	-64.2%
Faizler, Paylar ve Cezalar	845,547	494,174	-41.6%	10,780,952	12,580,632	16.7%
Sermaye Gelirleri	20,205	5,999,714	29594.2%	5,991,722	8,072,843	34.7%
Alacaklardan Tahsilat	0	45,952		0	279,265	
2-Özel Bütçeli İdarelerin Öz Gelirleri	182,225	311,886	71.2%	1,949,333	2,508,092	28.7%
3-Düzen. ve Denet. Kurumların Gelirleri	152,077	68,048	-55.3%	1,180,142	1,366,637	15.8%
Bütçe Dengesi	3,528,854	6,010,021	70.3%	-8,427,027	4,610,204	-154.7%
Faiz Dışı Denge	7,846,681	14,150,322	80.3%	28,551,936	40,926,165	43.3%

fazla 14.1 milyar YTL'ye, kümülatif fazla ise 40.9 milyar YTL'ye ulaşmış bulunuyor.

◆ Bu sene 3.9 milyar YTL olarak bütçelenen özelleştirme gelirleri bu ayki 6 milyarlık artışla şimdiden 7.9 milyar YTL'ye ulaşmış bulunuyor. 6 milyarlık eklenmenin 4 milyar YTL'si Özelleştirme İdaresi'nin GAP yatırımlarında kullanılmak üzere Hazine'ye aktardığı kaynak. 987 milyon YTL ise liman özelleştirmelerinden gelen gelir.

◆ 2. çeyrekte büyüme hızının çok düşük gelmesiyle birlikte iç ekonomik aktivitenin nabzını tutan vergi gelirlerinin takip edil-

fiyatlarında görülen yüksek oranlı artışa karşın son 2 ayda ÖTV artışı sadece %11 olmuş. Bu durum ya petrol tüketiminde ciddi



\$ 4.1 milyara yükseldi. Son 12 ayın açığı da \$ 47.1 milyar oldu.

◆ Rekor düzeylere doğru gitmesine rağmen Temmuz'da cari açığın finansmanında bir baskı görülüyor. Açığın tamamı finans hesabı girişlerinden karşılanmış vaziyette.

◆ Temmuzda ithalat \$ 20.5 milyar, ihracat ise \$ 12.5 milyar ile gene rekor kırdı. Bir başka rekor da \$ 8 milyara erişen aylık dış ticaret açığı oldu.

◆ Bugüne kadar doların değer kaybetmesi ithalatımızın ağırlıklı dolar, ihracatımızın ise ağırlıklı euro üzerinden olması nedeniyle dış ticaretimiz için az da olsa bir avantaj sağlıyordu. Ancak son haftalarda doların hızla değer kazanması ile birlikte bu avantaj da ortadan kalkmış gözüküyor.

◆ Öte yandan petrol fiyatlarında görülen gevşeme ve iç talepteki durgunluk ise ticaret açığını daraltıcı bir etki yapacaktır.

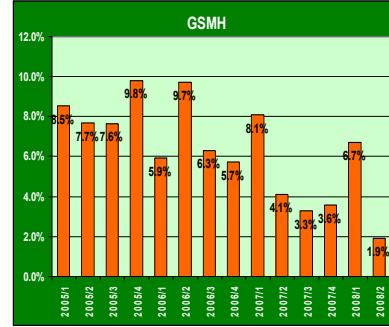
◆ 2. çeyrek büyüme rakamlarında belirgin bir şekilde ortaya çıkan sermaye yatırımlarının durma noktasına gelmiş olması durumunu ithalat birim endekslerindeki gelişme de teyit eder nitelikte. 1. çeyrekte geçen senenin aynı dönemine göre %24 artmış olan yatırım mali ithalatı birim endeksi, 2. çeyrekte ise sadece %4.2 artabilmiş. İhracatın öncü göstergesi sayılabilecek hammadde ve ara malı ithalatındaki artış da sadece %3.2.

◆ TİM kayıtlarına göre Ağustos ayı ihracatı, geçen yılın aynı ayına göre %27,6 artışla, 10.9 milyar dolar olarak gerçekleşti. Taşıt araçları ihracat hızı % 4.5'e düşerken, demir-çelik ihracatı %150 gibi çok yüksek bir artış gösterdi. Ağustosta \$ 2.5 milyarlık ihracatla demir-çelik sektörü toplam ihracatın da %23.3'ünü gerçekleştirmiş oldu.

Üretim ve Büyüme

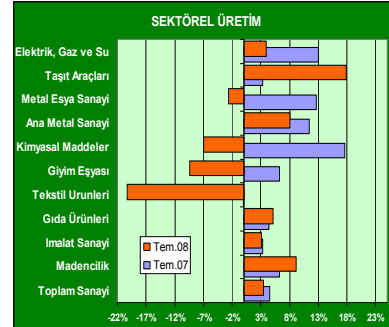
Büyüme trendinde ciddi düşüş

◆ 2. çeyrek büyüme hızı beklentilerin oldukça altında %1.9 olarak gerçekleşti.

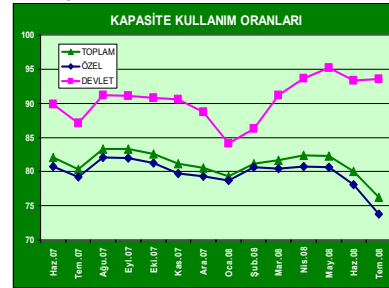


◆ Yukarıdaki grafikten de görüldüğü gibi büyüme hızında 2006'nın 3. çeyreğinden başlayarak devam eden ciddi bir daralma trendi söz konusu.

◆ Haziran'da sadece %0.8 büyüme gösteren imalat sanayi Temmuz'da da %3.4 büyüme ile parlak bir görüntü sergilemedi.



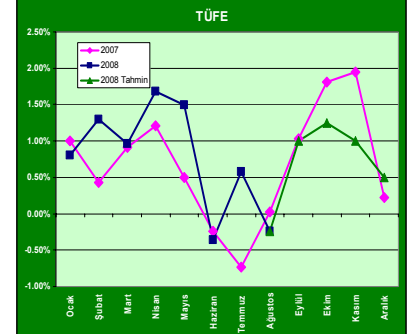
◆ Ağustos KKO rakamları ise daha da endişe verici. Özel sektör kapasite kullanımı temmuza göre %4.3, geçen senenin aynı ayına göre ise %5.4 düşüş gösterdi. Bu düşüş oranları kriz günlerinden beri görülmemişti.



Enflasyon

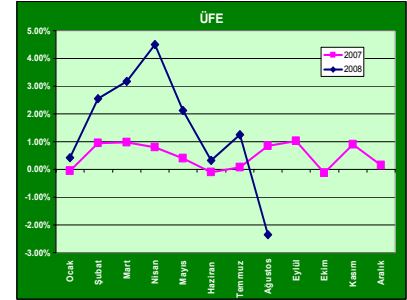
Enflasyon beklentilerin altında

◆ Ağustosta TÜFE %0.24, ÜFE ise %2.34 azalış gösterdi. 12 aylık enflasyon TÜFE'de % 11.77'ye, ÜFE'de ise % 14.67'e geriledi.



◆ Bu ay TÜFE alt kalemleri arasında en yüksek oranlı artışlar konut (%2.12) ve sağlıkta (%1.54) gerçekleşti. En çok düşüş gösteren sektör ise %6.05 ile giyim oldu.

◆ Enerji, işlenmemiş gıda ürünleri, alkollü içecekler ve tütün ürünleri ile altını dışlayan H endeksinin yıllık artış oranı %10.92; bu endeksten işlenmiş gıdanın dışlanması ile elde edilen I endeksinin yıllık artış oranı ise %7.11 oldu.

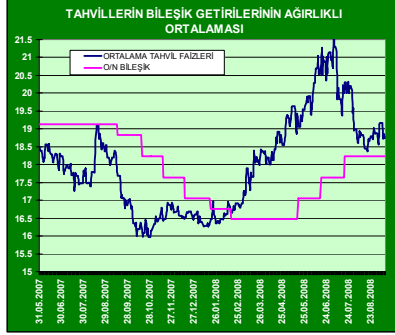


◆ Enflasyonun düşüşünde etkili olan ise gıda ve ulaştırma fiyatlarında görülen düşüşler oldu. Gıdadaki düşüş rekoltedeki muhtemel artıştan, ulaştırmadaki düşüş ise petrol fiyatları ve kurların eş zamanlı gerilemesinden kaynaklandı.

◆ Geçen ayki ana yazımızda da

belirttiğimiz gibi enflasyon üzerindeki baskıların azalmaya başladığı görülüyor. Beklentilerin de altında kalan TÜFE ile birlikte yılsonu enflasyonunun %10'lara gerilemesi olasılık dahilinde.

Faizler



SUI GENERIS—s1'den devam

çünkü 2. çeyrekte gerek küresel, gerekse de iç siyasi gelişmeler nedeniyle bu sektörlerin büyüme hızında azalma bekleniyordu. Milli hasıla içindeki payının çok daha yüksek olmasını arzuladığımız eğitim sektöründe (milli hasıla payı sadece %1.9) ise %6.1'lik bir daralma dikkati çekiyor.

Milli hasılda %8 gibi azımsanmayacak bir payı olan “vergisübvansiyon” kaleminde görülen %6.9'luk yüksek oranlı daralma da başka bir sürpriz oldu. Halbuki, 2. çeyrekte toplam vergi gelirlerinde nominal de olsa %16'lık bir artış görülmüştü. Sonuçta sürpriz yapan tarım, eğitim ve vergiler geçen senenin aynı dönemindeki büyüme oranlarını korumuş olsalardı milli hasıla büyümesi %1.2 daha fazla, yani %3.1 olacaktı.

Harcama tarafına baktığımızda %2.8 büyüme gösteren hane halkı tüketiminde bir sürpriz yok. Ancak, milli gelirin %25 kadarını oluşturan sabit sermaye oluşumunda durum tek kelime ile vahim. 2. çeyrekte sabit sermaye oluşumu %1.4 gerileme göstermiş. 2001 krizinden beri ortalama %17 civarında büyüme gösteren bu hesapta ilk defa bir gerileme

PARASAL GÖSTERGELER	1	2	3	4	5
(milyon YTL)	29.08.2008	01.08.2008	28.12.2007	1/2	1/3
Dolaşımdaki Para	27,856	28,120	26,164	-0.9%	6.5%
Vadesiz Mevduatlar	25,748	25,299	26,654	1.8%	-3.4%
M1	53,604	53,419	52,818	0.3%	1.5%
Vadeli Mevduatlar	193,731	191,845	171,072	1.0%	13.2%
M2	247,335	245,264	223,889	0.8%	10.5%
DTH	113,408	115,435	104,196	-1.8%	8.8%
DTH (milyar\$)	96.0	99.8	89.0	-3.9%	7.8%
M2Y	360,743	360,699	328,086	0.0%	10.0%
Mevduat Bankaları Kredileri	262,903	258,080	214,830	1.9%	22.4%
Açık Piyasa İşlemleri	-4,127	-2,790	4,369	47.9%	AD
Kamu Menkul Kıymetleri	152,266	152,048	145,831	0.1%	4.4%
Dolarizasyon (DTH/M2Y)	31.4%	32.0%	31.8%	-1.8%	-1.0%

◆ 2. piyasa faizleri son 1 aydır 18.5-19 aralığında salınıyor.

◆ MB Temmuz'daki faiz artırımından sonra ağustos ayını pas geçti. Ancak Eylül enflasyonunun düşük gelmesi, petrol fiyatlarındaki düşüşün devam etmesi ve büyümenin durma noktasına geliyor olması, MB'nin Ekim'de gecelik

faizi düşürme olasılığını artırıyor.

Parasal Gelişmeler

◆ Yüksek faizlerin de etkisiyle parasal büyüklüklerin hepsi kontrol altında. DTH'larda görülen azalma da kısmen doların değerlenmesinden kaynaklanıyor.

görüüyor. Özellikle devamlı artma eğilimi içerisinde olan cari açık ile beraber değerlendirilince bunun son derece tehlikeli bir gelişme olduğunu söyleyebiliriz. Görünen o ki, biz yurtdışından borçlanıyoruz ancak bu borçlarımızı sermaye yatırımlarına kanalize ediyoruz. Peki, bu durumda bu borcu verenler ne düşünür acaba?

Açıklanan rakamlarda geriye dönük bazı düzeltmeler de yapıldığını görüyoruz. Her ne kadar nihai milli hasıla büyüme rakamlarında çok büyük değişiklik yaratmamış olsa da, 5 çeyrek öncesine kadar geri giden bu düzeltmeler milli gelir ölçümlemesinin ne kadar sağlıklı olduğu konusunda da ister istemez bazı şüpheler oluşturuyor. Özellikle tarım üretiminin zamanında ve sağlıklı ölçülmesinde her zaman sorunlar olduğunu biliyoruz. Ancak 2008'in Eylül ayında 2007'nin ilk 3 ayıyla ilgili tarım üretimi ile ilgili ciddi düzeltmeler yapılması da biraz garip doğrusu. Mart sonunda açıklanan 2007 milli gelir rakamlarına göre tarım 2007'nin 1. ve 2. dönemlerinde sırasıyla %6.9 ve %2.3 daralma

göstermişti. Şimdi bakıyoruz ki, bu dönemlerdeki daralma oranları %5.1 ve %1.2 imiş. Bu önemli bir fark. Öte yandan, gene önemli sektörlerden inşaatta 2007'nin 1. çeyreğindeki büyüme oranının %8.8 değil, %12.7 olduğunu öğrenmiş bulunuyoruz. Yapılan düzeltmelerin sonucunda 2007 büyüme hızı %4.5'den %4.6'ya, 2008 1. dönem büyümesi de %6.6'dan %6.7'e revize edilmiş bulunuyor.

Milli hasıla hızındaki bu gerileme, petrol ve emtia fiyatlarındaki düşüş ve Ağustos ayı enflasyonundaki %0.24 azalma ile birlikte değerlendirilince Durmuş Yılmaz'ın bazı çevrelerce eleştirilen enflasyon sunumunda sarfettiği “kısa vadeli faizlerin bir müddet sabit tutulduktan sonra kademeli olarak düşürüldüğü varsayımı altında, enflasyonun bu yılın tarım üretiminin zamanında ve sağlıklı ölçülmesinde her zaman sorunlar olduğunu biliyoruz. dir” cümlesi daha çok anlam kazanıyor. Eylül enflasyonunda bir sürpriz olmaması ve küresel piyasalarda göreceli sükunetin korunması durumunda Ekim'den itibaren Merkez Bankası politika faizlerinde 25 baz puanla başlatılan kademeli bir indirim dönemi ne girebiliriz.