

Ocak-Şubat '08

- 1 **Bernanke enflasyonu göz ardı ederek pragmatik davranacak**
- 1 **Son 5 yılda bizi taşıyan global dalgaların sonu mu?**
- 2 **Bütçe açığı %200 arttı ama gene de hedefin altında kaldı**
- 2 **İhracat dolu dizgin**
- 3 **2007'de büyüme %4.5 civarında**
- 3 **MB'den faiz indiriminde duraklama sinyali**

SAYI: 01-02/08

- Turkish Yatırım Araştırma Birimi tarafından her ay yayınlanır.
- Baskıya giriş tarihi: 31.01.2008
- 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

KRİZİN AZI YARAR, ÇOĞU ZARAR

Geçen yılın Ağustos ayında, ABD ekonomisinde duraklamanın (resesyon) ilk işaretleri uç göstermeye başlayınca, ağır sıklet iktisatçılar arasında bir tartışma başlamıştı. Tartışmanın konusu şuydu: ABD Merkez Bankası (FED), neye mal olursa olsun, mali sektörde başlayan duraklamanın, reel sektöre sıçrayıp, milli gelirden bir gerilemeye (depresyon) sebep olmasını engellemeli midir? Yoksa ortaya çıkan "batık krediler meselesi" gibi olumsuz gelişmeleri bir "düzeltme" kabul edip, sistemin kendi kendini tedavi etmesine izin mi vermelidir? Önemli sayıda iktisatçı, bu gelişmeleri düzeltme kabul etti ve biraz durgunluk, ekonomiye iyi gelir dedi. Tabii, yersen!

Ancak, artık iyice anlaşılıyor ki, ABD'de 1929'da başlayan ve dalga, dalga tüm dünyaya yayılan Büyük Buhran (Great Depression) ABD Merkez Bankası'nın uyguladığı "sıkı para politikası" yüzünden oluşmuştur. 1929'da ABD Maliye Bakanı Andrew Mellon, "bırakın işçiler işsiz kalsın, bırakın, hisse senedine yatırım yapanlar onları elinden çıkarın, bırakın bazı tarlalar sürülmesin, bırakın gayrimenkuller yok pahasına satılsın; böylece ekonomimiz içindeki her tür kokuşmuşluğu, müshil almış vücut gibi dışarı atacaktır" demiştir. Bu tutumun yaptığı tahribat çok büyük olmuştur. ABD milli geliri % 30 düşmüş, çalışanların üçte biri işsiz kalmıştır. ABD halkı 10 yıl süreyle kendine gelememiştir.

Ancak Roosevelt'in "Yeni Düzen"i kurması ve ABD'nin II. Dünya Harbine girmesiyle, buhrandan çıkmıştır.

Herhalde Büyük Buhran uzmanı FED Başkanı Bernanke, Mellon gibi düşünmemektedir. Enflasyonun artma riskini göze alıp, hem faizleri indirecek hem de sisteme para şırınga edecektir.

Sui Generis

Tuğrul Belli

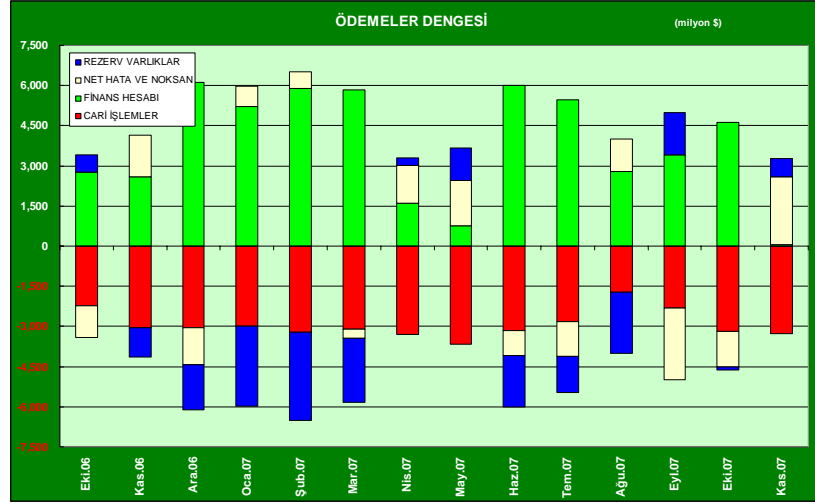
SON GELİŞMELER İŞİĞİNDA TÜRKİYE EKONOMİSİ

Küresel finans piyasalarında son haftalarda gözlenen müthiş oynaklıklar ABD ekonomisinin diğer ekonomilerden beklendiği kadar ayrılmadığını, yani krizin küresel boyutlara taşınma potansiyelinin arttığını da gösteriyor. Bugüne kadar alınan veya alınması planlanan tedbirler ise son derece günü kurtarmaya yönelik gözüküyor. Gecelik faizlerin düşürülmesi hem kısa vadede etkili olmayacak, hem de uzun vadede enflasyonist etkileri görülecek. (Ekonomi ne zaman sıkışsa faizleri indirmesi nedeniyle finansçılar tarafından çok sevilen ve "Greenspan put" adı verilen bir de facto durum yaratmış olan Greenspan'den sonra aynı olgu Bernanke için de mi geçerli olacak acaba?) 150 milyar dolarlık geçici vergi indiriminin ise etkili olması için üniversite öğrencileri veya genç profesyoneller gibi gelen paraları derhal ekonomiye geri kazandıracak kesimlere veya yaptıkları açılan kol tipi (extending arm) sözleşmeler nedeniyle ödemek zorunda oldukları mortgage faizleri son dönemde aşırı artmış ve ödeme güçlüğüne girmiş kesimlere verilmek zorunda. Ancak böyle iyi yönlendirilmiş bir mali devamı sayfa 4'de

Bütçe ve Kamu Finansmanı

Açık hedefin altında kaldı ama...

◆ 2007'nin son ayının bütçe rakamlarının beklenenden daha iyi geldiğini söyleyebiliriz. Aylık bazda bütçe açığı geçen senenin aynı ayına göre %11 kadar daralırken, tüm sene açığı da hedeflenen TL 16.8 milyarın oldukça altında TL 13.9 milyar olarak gerçekleşti. Tabii ki, 2007'de açık hedefinin sene başından yüksek tutulmuş olduğunu da belirtmemiz gerekiyor. Açık aslında 2006 açığının %200 üzerinde gerçekleşti. Ayrıca 2007'de ağırlıklı



rağmen, bu ürünlerden alınan vergilerin artışlarının sırasıyla %1 ve %6.4 gibi düşük oranlarda

◆ Ocak ayında Hazine toplam TL 6.4 milyar faiz dahil iç borç geri ödemesi yaptı. Buna karşılık aynı dönemde net borçlanma TL 5.7 milyar oldu. Hazine'nin Ocak ve Şubat aylarına ilişkin faiz-dışı fazla beklentisi ise sırasıyla TL 2.3 ve TL 3.5 milyar (2007'de bu aylarda faiz-dışı fazla TL 0.9 ve TL 2.9 milyar olmuştur.)

MERKEZİ YÖNETİM BÜTÇESİ	2006 Aralık	2007 Aralık	Artış	Oca-Ara2006	Oca-Ara2007	Artış	2007 T
Harcamalar	20,425,205	19,098,555	-6.5%	178,126,033	203,500,684	14.2%	204,988,546
1-Faiz Hariç Harcama	18,530,251	17,329,464	-6.5%	132,163,324	154,769,069	17.1%	152,042,522
Personel Giderleri	2,676,135	3,028,476	13.2%	37,812,207	43,554,730	15.2%	43,669,799
Sosyal Güv.Kur. Devlet Primi	682,061	778,115	14.1%	5,075,096	5,800,916	14.3%	10,101,779
Mal ve Hizmet Alımları	4,802,476	4,599,196	-4.2%	19,001,460	22,154,275	16.6%	15,587,406
Cari Transferler	3,729,805	4,814,096	29.1%	49,851,206	63,249,159	26.9%	60,862,989
Sermaye Giderleri	4,055,089	3,324,915	-18.0%	12,097,713	12,915,236	6.8%	12,103,930
Sermaye Transferleri	343,717	394,980	14.9%	2,637,015	3,542,631	34.3%	3,647,400
Borç Verme	2,240,968	389,686	-82.6%	5,688,627	3,552,122	-37.6%	3,694,600
Yedek Ödenekler	0	0		0	0		2,374,619
2-Faiz Harcamaları	1,894,954	1,769,091	-6.6%	45,962,709	48,731,615	6.0%	52,946,024
Gelirler	15,719,029	14,929,949	-5.0%	173,483,430	189,617,246	9.3%	188,158,954
1-Genel Bütçe Gelirleri	15,108,213	14,041,384	-7.1%	168,546,745	184,235,392	9.3%	183,460,083
Vergi Gelirleri	11,528,650	12,242,449	6.2%	137,480,292	152,831,736	11.2%	158,152,898
Teşebbüs ve Mülkiyet Gelirleri	415,979	419,888	0.9%	7,530,999	7,903,902	5.0%	7,817,781
Alınan Bağış ve Yardımlar	1,990,171	97,795	-95.1%	2,254,982	1,801,328	-20.1%	480,118
Faizler, Paylar ve Cezalar	1,706,665	1,246,593	-27.0%	19,439,351	15,621,495	-19.6%	14,443,470
Sermaye Gelirleri	-533,252	34,659	-106.5%	1,841,121	6,076,931	AD	2,565,816
2-Özel Bütçeli İdarelerin Gelirleri	563,868	789,350	40.0%	3,529,663	3,795,238	7.5%	3,263,692
3-Düzen. ve Denet. Kurum. Geliri	46,948	99,215	111.3%	1,407,022	1,586,616	12.8%	1,435,179
Bütçe Dengesi	-4,706,176	-4,168,606	-11.4%	-4,642,603	-13,883,438	199.0%	-16,829,592
Faiz Dışı Denge	-2,811,222	-2,399,515	-14.6%	41,320,106	34,848,177	-15.7%	36,116,432

telekom olmak üzere TL 6 milyar da özelleştirme geliri var. (2006'da bütçeye yansıyan özelleştirme gelirleri TL 1.8 milyar olmuştur.)

◆ Vergi gelirlerinde son ay görülen gerçekleşmeye baktığımızda, toplam vergi gelirlerinin %6.2 arttığını görüyoruz. Ekonomik aktiviteyi yansıyan bir unsur olarak "dahilde alınan KDV" rakamına baktığımızda kasımdaki %30'luk artıştan sonra, aralık ayında da %20'ye yakın bir artış göze çarpıyor. Bu artışlara rağmen tüm sene KDV artışı %5.5 ile enflasyonun altında kaldı.

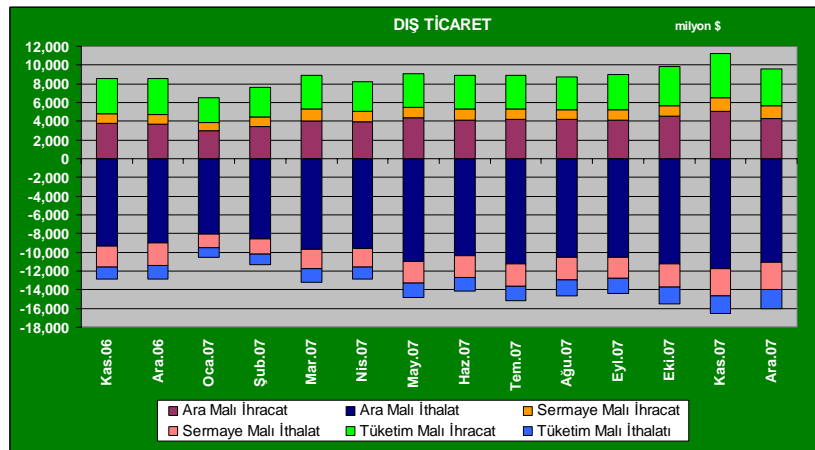
◆ ÖTV özeline baktığımızda ise tütün ve alkolden alınan vergilerin oranlarının artırılmış olmasına

kaldığını görüyoruz. Bu da vergi artışlarının bu ürünlere olan talebi düşürdüğüne veya bu ürünlerin kaçak satışının arttığına işaret ediyor.

Ödemeler Dengesi ve Dış Ticaret

İhracat artışı devam ediyor

◆ Kasımda cari denge açığı \$ 3.3 milyar olarak gerçekleşti. Bu açık 2006 Kasımına göre sadece \$ 200 milyon kadar bir artışı gösteriyor. Özellikle geçen senenin aynı döneminde 60 dolarlarda olan petrol fiyatının bu sene 90 dolar-

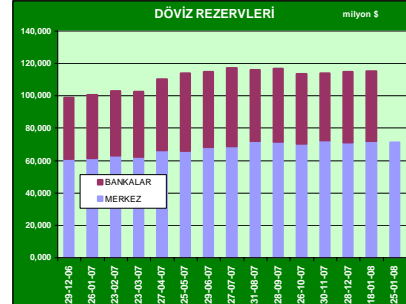


larda olmasına karşın cari açığın artmamış olması oldukça sevindirici. Bu durumda beklentilerin de üzerinde gelişen ihracatın performansının önemli bir payı var. Kasımda ihracatımız %31 artarken, ithalat artışı %29'da kalmıştı.

◆ Kasım ayı ödemeler dengesi rakamlarıyla ilgili dikkat çekici bir başka gelişme de uzun zamandan beri (ağustos 2005) ilk defa finans hesabından net girişlerin sıfıra yaklaşmış olması. Özellikle yeni sene küresel dalgalanmadaki artışla beraber bu hesaptaki hareketler özellikle dikkatle takip edilecektir.

◆ Aralık ayında ise dış ticaret dengesinin bozulduğunu ve ithalat artışının %24, ihracat artışının ise %12 olduğunu görüyoruz. Ancak, bayrama denk gelen bu ayda gümrük işlemlerinin yavaşlamış olmasının bu durumda etkili olduğunu ve ihracat artış trendinin Ocak'ta devam etme olasılığının yüksek olduğunu da belirtelim. (Nitekim, ihracatçılar meclisinin verileri ocak ihracatının %49.3 gibi çok yüksek bir artışla \$ 9.9 milyara yükseldiğini gösteriyor.)

◆ 18 Ocak itibarıyla \$ 118 milyar düzeyinde bulunan toplam döviz rezervlerinde temmuzdan beri bir duraklama göze çarpıyor.

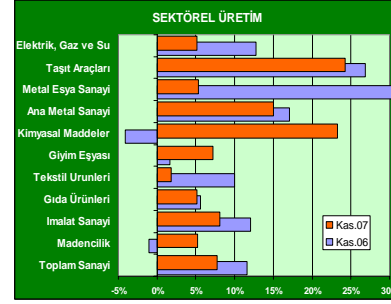


Üretim ve Büyüme

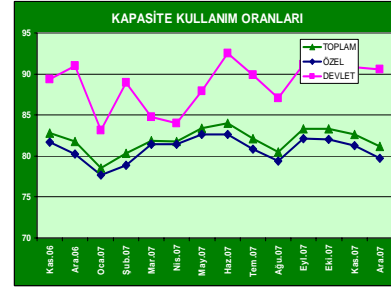
2007 büyümesi %4.5 civarında

◆ Kasım ayında toplam sanayi üretimi %7.7 artış gösterdi. Taşıt araçları sektöründeki üretim

artışlarının hız kesmeden devam ettiği gözlemleniyor.



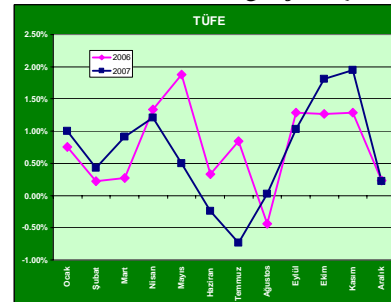
◆ Aralık ayı kapasite kullanım oranında kasıma göre %1,4, 2006 aralığına göre de %0,6 oranında azalış olmasına karşın, toplam sanayi üretiminin %5'in üzerinde çıkması sürpriz olmayacak. Ekonomideki diğer gelişmelere de bakarak 4. çeyrek büyüme hızının %5'in biraz üzerinde, tüm sene büyüme hızının da %4.5 civarında gerçekleşmesi beklenebilir. 2008'de ise bu oranının da altında kalmamız kuvvetle muhtemel gözüküyor.



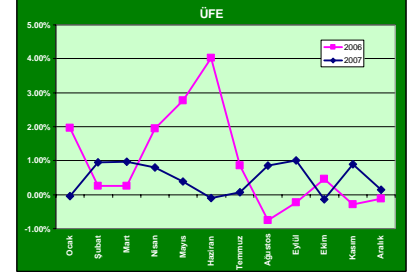
Enflasyon

MB 2008 TÜFE tahmini %5.5

◆ Aralıkta TÜFE %0.22, ÜFE ise %0.15 arttı. Böylece 2007 enflasyonu TÜFE'de % 8.39, ÜFE'de ise %5.94 olarak gerçekleşti.



◆ Ana harcama gruplarına baktığımızda, aylık bazda en yüksek artışların konut (%0.96), lokanta (%0.57) ve gıdada (%0.36) olduğunu görüyoruz. Yüksek oranlı vergi artışından dolayı fiyatı aşırı artan alkollü içecekleri saymazsak bu 3 harcama grubu aynı zamanda 2007 yılı içerisinde fiyatı en çok artan gruplar.

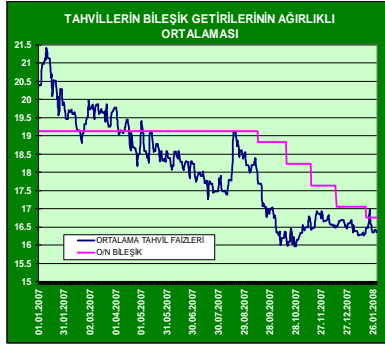


◆ MB Ocak ayı sonunda para politikası kurulu tutanaklarını, 2008'in 1. enflasyon raporunu ve 2007 enflasyon hedefinde belirsiz aralığı olan %2-6'nın da aşılmış olması dolayısıyla kanunen Hükümet'e yazması gereken mektubu aynı günlerde açıkladı.

◆ Küresel dalgalanmalara dikkat çekerek ihtiyatlı duruşun korunacağını vurgulayan raporlarda 2008'de gıda ve enerji fiyatlarında belirgin bir düzeltme olmadığı takdirde, enflasyonun 2008 yılı sonunda %4,1 ile %6,9 arasında (orta nokta 5,5) gerçekleşeceği tahmin ediliyor.

◆ Tamamen MB'nin iradesi dışında gerçekleşmesi beklenen bu fiyat hareketlerine ve ekonomik aktivitenin ciddi şekilde dalma riskine karşın MB'nin reel faizleri yüksek tutmaya devam etme isteğini anlamak mümkün değil. Geçen enflasyon raporunda 2008 yılında çıktı açığının azalmasını (= ekonomik aktivitenin artması) öngören MB, bu raporunda ise 2008 yılında çıktı açığının artacağını öngörüyor. Bu da gecelik faizleri indirmeyeceğinin çok açık bir göstergesi.

◆ Geçen sene %1 gibi yüksek bir oranda gerçekleşen ocak ayı TÜFE'sine karşın 2008 Ocak'ında normal şartlarda eksi TÜFE



bile görebilirdik. Ancak kurlardaki hareketlilik ve enflasyona %0.6 kadar etki yapması beklenen elektrik ve doğalgaz zamları nedeniyle TÜFE artı çıkacaktır.

SUI GENERIS—s1'den devam paketi kurgulamak ve gerekli kanunları çıkarmak vakit alacakmış gibi gözüküyor. Ayrıca vergi gelirlerini azaltacak olan bu mali tedbirin ABD'nin bütçe açığını bir anda %1.2 kadar artıracığını da unutmamak gerekiyor.

Konut kredilerine dayalı menkul kıymetleri sigortalayan ve batma noktasına gelmiş bulunan teksegment (monoline) sigorta şirketlerinin düşünüldüğü gibi 10-15 milyar dolarla kurtarılması ise oldukça zor gözüküyor. (Bazı yorumcular bu hesapta bir virgül hatası olduğunu ve asıl miktarın bunun 10 katı olması gerektiğini söylüyorlar.) Bu şirketlerin "underwrite" ettiği toplam tahvilin sadece %0.7'sinin batması durumunda bile sermayelerinin sıfırlanacağı dikkate alınırsa, durumun ciddiyeti daha iyi ortaya çıkıyor. Asıl problem bu sigorta şirketlerinin "rating"lerinin düşürülmesi, sigortaladıkları tüm sabit getirili menkul değerlerin rating'lerinin de düşürülmesi sonucunu doğurmakta ki, burada sayıları 100 binleri bulan bono ve tahvilden söz ediyoruz.

Görünen o ki kriz risk primlerinin artması, borç spread'lerinin

PARASAL GÖSTERGELER (milyon YTL)	1 18.01.2008	2 28.12.2007	3 29.12.2006	4 1/2	5 1/3
Dolaşımdaki Para	25,451	26,164	24,676	-2.7%	3.1%
Vadesiz Mevduatlar	23,855	26,654	22,814	-10.5%	4.6%
M1	49,307	52,818	47,491	-6.6%	3.8%
Vadeli Mevduatlar	174,513	171,072	137,654	2.0%	26.8%
M2	223,820	223,889	185,145	0.0%	20.9%
DTH	104,180	104,196	101,399	0.0%	2.7%
DTH (milyar\$)	88.6	89.0	71.8	-0.4%	23.5%
M2Y	328,000	328,086	286,544	0.0%	14.5%
Mevduat Bankaları Kredileri	216,163	214,830	170,578	0.6%	26.7%
Açık Piyasa İşlemleri	6,078	4,369	-1,098	39.1%	AD
Kamu Menkul Kıymetleri	147,613	145,831	138,046	1.2%	6.9%
Dolarizasyon (DTH/M2Y)	31.8%	31.8%	35.4%	0.0%	-10.2%

Faizler

İndirimin sonuna geldik

◆ Geçen raporda 2. piyasa faizlerinin son indirimlere pozitif reaksiyon vermediğini ve bu nedenle MB'nin faiz indirimlerine %15'e düştükten sonra ara vereceğini düşündüğümüz belirt-

genişlemesi, ciddi bir kredi daralması oluşması ve finansal kuruluşların ya aktivitelerini daraltmaları ve/veya sermayelerini şu anda nakit zengini olan kesimlerden sağlayacakları fonlarla kuvvetlendirmeleri süreçlerinin bitmesinden önce çözülmeyecek. Bu da bugünden itibaren en az 12 aylık bir süreyi işaret ediyor.

Açıkçası Türkiye bu krize iyi zamanda yakalanmadı. Türkiye hem akım, hem de stok olarak yüksek miktarda döviz açığı vermekte. Özel sektörün bilançosu da dahil edildiğinde Türkiye'nin dövizdeki açık pozisyonu rekor seviyelerde. Öte yandan 2007'de %7'nin üzerinde gerçekleşen cari açık her ne kadar 2008'de daralan ekonomi, nisbeten gerileyecek olan emtia fiyatları ve milli hasılda yapılacak revizyon nedeniyle %5'in altına gerileyecekse de, bu durum gene de Türkiye'nin net 30 milyar doların üzerinde bir döviz girişi sağlamasını gerektirecek. Geçen sene girişler doğrudan sermaye yatırımlardan ve banka ve diğer özel sektörün net borç artışından oluşmuştu. Bu sene küresel ihtiyatlılığın finans şirketlerinden genel ekono-

miştik. Ancak, ultra ihtiyatlı MB 18 Ocak'taki 0.25 puanlık indirimle duraklamayı %15.50 seviyesinde başlatmış gözüküyor. FED'in panik faiz indirimlerine karşın MB'nin bir sonraki toplantıda faizlere dokunmayacağına kesin gözüyle bakabiliriz.

miye yayılması ile birlikte şirketlerin nakitte kalma arzusu artabilir ve bu durum da doğrudan sermaye girişlerinde bir duraklamaya sebebiyet verebilir. Paralel bir gelişmeyle planlanan özelleştirmelerde daha düşük değerlerden halka arz veya blok satış konusu olabilir. Şirketlerin net yurtdışı borçlanmalarında azalma görülmesi de şaşırtıcı olmayacaktır. Banka borçlanmalarında ise döndürme (roll-over) oranı yüzde 100 olsa da, net borç artışı çok az olabilir. Borsada net girişten değil, olsa olsa net çıkıştan söz edilebilir. Dış finansmanın daraldığı bir ortamda surf iç dinamiklerle büyüme sağlanacağı tezi ise (MB sürpriz bir parasal genişleme içine girse dahi) bence aşırı iyimser kalacaktır. Sonuçta 2008 büyüme hızının oldukça daralacağı, dolayısıyla işsizlik oranının artacağı, döviz kurunda yukarı yönde geçici oynaklıkların görüleceği, ve enflasyonun da yüzde 6'nın üzerinde kalacağı bir yıl olmaya aday. Nasıl ki geçmiş 5 senede fazla bir şey yapmadan global dalgalar sayesinde büyüdüsek, aynı şekilde önümüzdeki günlerde global dalgalarla birlik-te duraklayacağız.