

1 Bankacılığın kârları nereden geliyor?

1 Rehavet ve yüksek faizler büyümeyi düşürdü

2 Nisan'da yüklü geri ödeme takvimi

2 Hem ihracat, hem de ithalat artıyor

3 2008'de TÜFE çift haneye çıkabilir

SAYI: 04/08

- Turkish Yatırım Araştırma Birimi tarafından her ay yayınlanır.
- Baskıya giriş tarihi: 04.04.2008
- 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

EKONOMİK RAPOR

Kilometre Taşları

Ege Cansen

DÜNYA BANKALARI ZARAR, TÜRK BANKALARI KÂR PATLATIYOR

İlginç bir döneme girdik. Dünyanın en ünlü bankaları ki, bunların içinde Amerikan, İngiliz, Fransız, Alman hatta tedbirli ve güvenilir olmalarıyla ünlü İsviçre bankaları var, peş peşe zarar açıklıyor. Hem de ne zararlar. Milyar, milyar dolar. Bu haberleri gazetelerden okuyoruz. Aynı günlerde Türk bankaları da kârlarını açıklıyor. Hem de ne kârlar. Milyar, milyar YTL.

Bu işte bir tuhaflık var. Bundan çok değil, altı yedi yıl önce Türk bankacılık sektörü teknik olarak batmıştı. Ziraat, Halk gibi kamu bankaları, kasalarına devlet tahvili konarak yüzdürüldü. Yirmiye yakın özel banka Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu marifetiyle tasfiye edildi. Hazine, bu bankaların borçlarını üstlendi. Bu "zarar kamulaştırması" işlemlerinden dolayı, yapılan varlık satışlarından elde edilen paralar düşüktükten sonra, Hazine'nin TMSF'den hâlâ 80 milyar YTL'den fazla alacağı var. Bu alacak da yılda % 18 gibi yüksek faizli iç borçlanmayla finanse ediliyor.

Şöyle bir açıklama olabilir. Bankacılığı kendilerinden öğrendiğimiz Batılı büyük ustaların nedense akılları tutulmuş. Yönettikleri kurumlar feci zarar ediyor. Buna karşılık Türk bankacılarına ise Allah bir zekâ açıklığı vermiş, yönettikleri bankalar, muhteşem kâr ediyor. Tabii böyle bir şey olmuş olamaz. O zaman bunun bir başka izahı olmak gerekir. Benim aklıma gelen birinci

sebepten, uygulanmakta olan "yüksek faiz-düşük kur" politikasının bu sonucu yarattığıdır. İkinci bir sebep de, süper kârları açıklayan Türk bankalarının, aktif kalitesinin zannedildiği kadar iyi olmadığıdır. Bunun anlamı bu sektörde elde edilen "yüksek kârların, yüksek riskle" sağlandığıdır. Merkez Bankası para politikasını değiştirmedikçe bu tatlı oyun sürüp gidecek. Haydi, hayırlı tıraşlar...

Sui Generis

Tuğrul Belli

BÜYÜME RAKAMLARI ALARM VERİYOR

%4.5 ile milli gelir artış hızımız uzun zamandan sonra ilk defa resmi hedefin altında kaldı. Öncelikle, tarım üretiminde kuraklıktan kaynaklanan azalışın milli hasılayı %0.7 kadar aşağı çektiğini belirtelim. Yani, eğer tarım üretimi geçen seneye aynı miktarda olsaydı, bu seneki milli hasıla artış hızımız %5.2 olacaktı. Ancak, önceki senelerdeki gelişmeler ve Dünyada bize benzer ülkelerin performansları dikkate alındığında %5.2 gibi bir oranın bile düşük kaldığını söyleyebiliriz. Yeni seriye göre 2004'den itibaren yıllık büyüme hızlarımız sırasıyla %9.4, %8.4, %6.9 ve %4.5 oldu. Azalış trendi çok net olarak gözüküyor.

Büyüme oranının göreceli olarak düşük kalmasıyla ilgili iki tamamen farklı görüş ileri sürülmekte. Birinci görüş büyümenin hedefin altında kalmasının başlıca sorumlusunun ABD kaynaklı endişeler, iç siyasetteki karışıklık ve seçimler gibi iç ekonomik gelişmelerin dışındaki harici (exogenous) sebepler olduğu şeklinde. İkinci görüş ise ekonomideki yapısal sorunların ön plana

devamı sayfa 4'de

Bütçe ve Kamu Finansmanı

Finansmanda zor bir ay

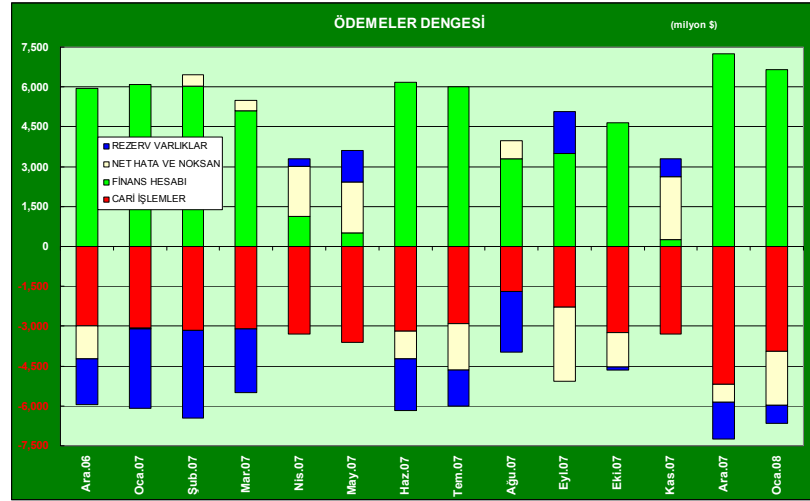
◆ Sosyal güvenlik sistemi ile ilgili yeni yasa çıkarıldursun, bütçeden sosyal güvenlik kuruluşlarına yapılan transferler artmaya devam ediyor. Şubatta söz konusu transfer miktarı geçen Şubata göre %23.8 artmış vaziyette.

◆ Öte yandan piyasanın göreceli durgunlukta olmasına karşın vergi gelirlerinde ilk 2 ayda %28 kadar bir artış yaşanmış olması da oldukça ilginç.

MERKEZİ YÖNETİM BÜTÇESİ	2007 Şubat	2008 Şubat	Artış	2007 Şubat	2008 Şubat	Artış
Harcamalar	15,313,502	16,807,569	8.5%	33,801,363	32,913,265	-2.6%
1-Faiz Hariç Harcama	10,346,573	11,893,206	14.9%	21,813,578	23,915,760	9.6%
Personel Giderleri	3,427,153	3,855,601	12.5%	7,787,709	8,696,711	11.7%
Sosyal Gv.Kur. Devlet Primi	429,219	482,950	12.5%	976,179	1,105,003	13.2%
Mal ve Hizmet Alımları	1,226,122	1,192,957	-2.7%	2,064,034	2,251,628	9.1%
Cari Transferler	4,556,612	5,643,299	23.8%	9,441,627	10,779,523	14.2%
Sermaye Giderleri	483,680	117,364	-75.7%	629,667	133,056	-78.9%
Sermaye Transferleri	60,321	280,574	365.1%	384,988	310,037	-19.5%
Borç Verme	163,466	320,461	96.0%	529,374	639,802	20.9%
Yedek Ödenekler	0	0		0	0	
2-Faiz Harcamaları	4,966,929	4,714,363	-5.1%	11,987,785	8,997,505	-24.9%
Gelirler	13,236,301	17,628,206	33.2%	25,628,175	33,409,608	30.4%
1-Genel Bütçe Gelirleri	13,014,233	16,748,393	28.7%	25,320,593	32,329,481	27.7%
Vergi Gelirleri	11,540,191	15,176,649	31.5%	22,616,906	29,335,536	29.7%
Teşebbüs ve Mülkiyet Gelirleri	293,431	316,322	7.8%	681,068	722,326	6.1%
Alınan Bağış ve Yardımlar	108,359	151,450	39.8%	139,274	177,934	27.8%
Faizler, Paylar ve Cezalar	1,064,858	1,088,246	2.2%	1,866,763	2,069,856	10.9%
Sermaye Gelirleri	7,394	15,726	112.7%	16,582	23,829	43.7%
2-Özel Bütçeli İdarelerin Gelirleri	196,995	265,323	34.7%	278,282	374,273	34.5%
3-Düzen. ve Denet. Kurum. Geliri	25,073	614,490	2350.8%	29,300	705,854	2309.1%
Bütçe Dengesi	-2,077,201	1,020,637	-149.1%	-8,173,188	496,343	-106.1%
Faiz Dışı Denge	2,889,728	5,735,000	98.8%	3,814,597	9,493,848	148.9%

◆ Vergi gelirlerinin detayına baktığımızda kurumlar geçici vergisinde %25.6 gibi önemli bir artış olduğu görülüyor. Demek ki, şirketler 2007'nin son çeyreğinde de iyi kâr elde etmişler. Diğer yüksek artış görülen bir kalem de dahilinde alınan KDV. Burada %1000'e varan bir artış göze çarpıyor. Ancak bu artış bu rakamın bu sene yüksek olmasından çok, geçen sene aşırı düşük olmasından kaynaklanıyor.

◆ Petrol fiyatlarının ve ithalat düzeyinin yüksek seyretmesi ÖTV ve ithalatta alınan KDV'yi



de %19 kadar artırmış.

◆ Sonuçta bütçe dengesi bu ay yarım milyar TL kadar fazla

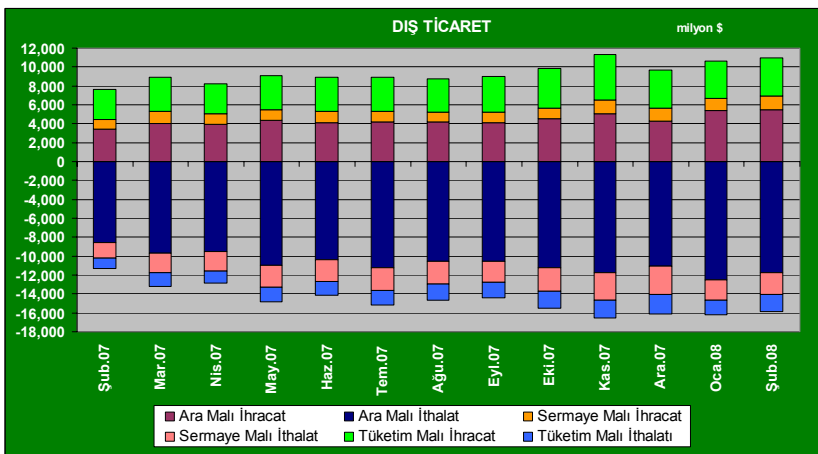
üzerine toplam TL 12.8 milyar iç borç geri ödemesi gerçekleştirilecek. Dış borç ödemeleriyle birlikte TL 13.8 milyara yükselen geri ödemenin ve TL 1.8 milyar olarak tahmin edilen faiz-dışı açığın finansmanı için bu ay TL 9.8 milyar yeniden borçlanma ve Hazine'nin kasasından TL 5.9 milyar kullanım planlanıyor.

Ödemeler Dengesi ve Dış Ticaret

Dış ticaret hacmi artıyor

◆ Artık her ay cari açığın önceki seneye göre ciddi boyutta artıyor olmasına alıştık. Ocak'ta da kural değişmedi. \$ 3.9 milyar açık veren cari dengedeki geçen Ocak'a göre artış %28.

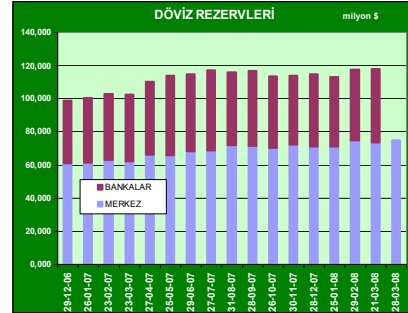
◆ Özellikle uluslararası serma-



ye akımlarında daralma beklenen bu sene bu gidişat son derece kaygı verici. \$ 6.6 milyar kadar finans hesabından giriş olan Ocak ayında bu etkiler henüz hissedilmiyor. Ancak özellikle Mart ayında böyle bir giriş beklemek fazla iyimserlik olacaktır.

◆ İhracatçılar meclisi verilerine göre mart ayında %22.9 artış gösteren ihracat \$ 10,950 milyon olarak gerçekleşti. En yüksek artış geçen ay olduğu gibi demir-çelik ürünleri, ve taşıt araçları ve yan sanayinde gerçekleşti.

◆ MB rezervlerinin döviz kompozisyonu ve nasıl idare edildiği kamuyla paylaşılan konular değil. Ancak euronun bu kadar değer kazandığı bir ortamda bütün rezervlerin dolarda tutulmadığını umuyoruz. Sadece Mart'ta eğer euroda 20 milyar rezerv tutulmuş olsaydı, dolar bazında rezervlerin \$ 1.2 milyar kadar artmış olması gerekirdi. Ayrıca bu dönemde MB takriben 900 milyon dolarlık döviz alım ihalesi gerçekleştirdi. Halbuki rezervlerde az da olsa bir azalma göze çarpıyor. Ancak aynı dönemde Hazine'nin \$ 2.5 milyar kadar dış borç ödemesi olduğunu dikkate aldığımızda € 20 milyarlık rezervin çok da yanlış olmaya-çağı ortaya çıkıyor.



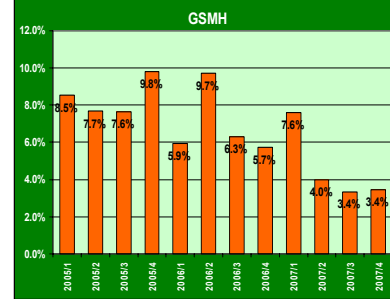
Üretim ve Büyüme

Büyüme düşüş trendinde

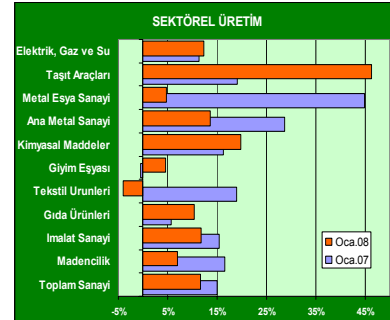
◆ Bilindiği gibi milli hasıla hesaplarında 1998 bazlı yeni seriye geçildi. Bu aslında oldukça

gecikmiş bir revizyondu.

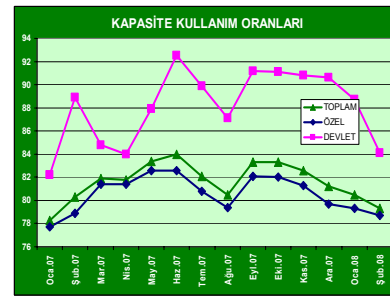
◆ Yeni seriye göre 4. çeyrek büyümesi %3.4, 2007 yılı toplam büyümesi ise %4.5 oldu. Tarım üretimindeki azalış milli hasılayı %0.7 kadar gerilettili. Ancak, grafikten de açıkça görüldüğü gibi büyüme hızımızda son yıllarda gözle görülür bir azalma var.



◆ Ocak ayı sektörel üretim tablosu çok olumlu bir görüntü sergiliyor. Tekstil dışındaki bütün sektörlerde yüksek oranlı büyüme söz konusu. Ancak istatistiksel bir faktörü de dikkate almak gerekiyor. 2007 Ocak'ında Kurban bayramı tatili nedeniyle iş günü sayısı bu Ocak'ın oldukça altında kalmıştı.



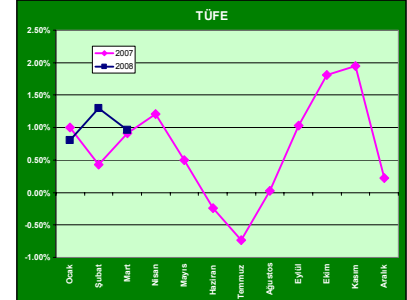
◆ Şubat'ta özel sektör KKO'su geçen seneye göre %0.2 azalarak %78.3 oldu.



Enflasyon

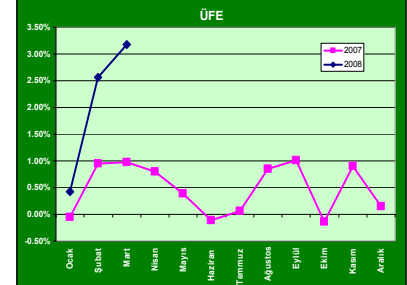
2008'de TÜFE 2 haneye çıkabilir

◆ Şubatta TÜFE %0,96, ÜFE ise %3,17 arttı. 12 aylık enflasyon TÜFE'de %9.15, ÜFE'de ise %10.5 oldu. Enflasyonda Mart sonu itibarıyla % 9.1 olan belirsizlik aralığı aşıldığı için MB IMF'ye mektup yazmak durumunda.



◆ 2007 şubatında TÜFE'deki artışta alkollü içeceklere getirilen vergilerin çok önemli bir ağırlığı vardı. Bu sene ise eğitim, sağlık ve alkollü içecekler dışındaki bütün kategorilerde yüksek oranlı artışlar söz konusu.

◆ Bu ay MB'nin çekirdek enflasyon olarak gördüğü işlenmemiş gıda ürünleri, enerji, alkollü içkiler ve tütün hariç tutulan H endeksi bile %1.3 gibi yüksek bir artış gösterdi.



◆ Açıkçası enflasyondaki görünüm hiç iyi değil. ÜFE'de son 2 aydır görülen artışların önümüzdeki dönem TÜFE'ye tesir etmesiyle birlikte TÜFE hiç kuşkusuz %10'ların üzerine çıkacaktır. Açıkçası bu sene enflasyonu tek haneli rakamlarda tutabilmek büyük başarı olacaktır.

Faizler

◆ Mart'ta piyasa faizleri bileşikte %16.5 olan fonlama faizinin oldukça üzerine %18'lere çıktı.



SUI GENERIS—s1'den devam

çıkış olmasından ve gerekli reformların geciktirilmiş olmasından kaynaklanan bir kötüye gidişin söz konusu olduğunu öne süren görüş. Şahsen ben birinci görüşteki sebeplerin performansımızdaki düşüşün nedenleri olduğunu düşünmüyorum. Bunlar ancak kötü ekonomi yönetiminin bir bahanesi olabilir. Bir defa, ABD finans sektöründe ortaya çıkan problemler gerçek etkisini bu sene hissettirmeye başladı. 2007 yılında ne üretim, ne de tüketim tarafında böyle bir etkiyi yaşamadık. Hatta, hatırlanırsa çoğu gelişmekte olan ülkenin iyi performans göstermeye devam ediyor olması, gelişmiş ülkelerden bir ayrışma (decoupling) yaşanmaya başladığı yönünde iddialar ortaya atılmasına neden olmuştu. Seçimlerin ise özellikle iç tüketim üzerinde bir miktar etkisi olmuş olması muhtemeldir. Ancak seçim öncesi denilebilecek 2. çeyrekteki %1.6 oranındaki düşük iç tüketim büyümesine karşılık, seçim sonrası dönem olan 3. çeyrekte ertelenen talebin %8.2 artışla geri geldiğini görüyoruz. Öte yandan, kuvvetli bir baz etkisi nedeniyle çok yüksek artış göstermemiş gibi gözükten devlet harcamalarının aslında hatırı sayılır bir artış gösterdiği, özellikle ilk çeyrekte mal ve hizmet alımında %11.5 gibi yüksek oranlı bir artış

PARASAL GÖSTERGELER (milyon YTL)	1 21.03.2008	2 22.02.2008	3 28.12.2007	4 1/2	5 1/3
Dolaşımdaki Para	26,636	25,184	26,164	5.8%	1.8%
Vadesiz Mevduatlar	25,100	23,166	26,654	8.3%	-5.8%
M1	51,735	48,349	52,818	7.0%	-2.0%
Vadeli Mevduatlar	183,107	178,313	171,072	2.7%	7.0%
M2	234,843	226,662	223,889	3.6%	4.9%
DTH	109,278	105,623	104,196	3.5%	4.9%
DTH (milyar\$)	88.4	88.0	89.0	0.5%	-0.6%
M2Y	344,121	332,285	328,086	3.6%	4.9%
Mevduat Bankaları Kredileri	229,794	223,186	214,830	3.0%	7.0%
Açık Piyasa İşlemleri	3,090	947	4,369	226.4%	AD
Kamu Menkul Kıymetleri	155,066	149,552	145,831	3.7%	6.3%
Dolarizasyon (DTH/M2Y)	31.8%	31.8%	31.8%	-0.1%	0.0%

Parasal Göstergeler

◆ Olumsuz ortama karşın banka kredilerinin sene başından beri %7 oranında artmış olduğunu görüyoruz. Bu artış kabaca senelik %30'a yakın bir artışa

gerçekleştiği görülmektedir. Kıscası, talebin bir dönemlik ertelenmiş olması dışında seçimlerin 2007 büyümesine net etkisinin sıfır olduğunu söyleyebiliriz.

Reform tembelliğinin, ve ekonomiyi doğru kulvarlara yönlendirebilecek bir vizyonun ve bunu gerçekleştirmeye yönelik proaktif uygulamaların eksikliğinin Türkiye'nin uzun dönemli büyüme hızına son derece olumsuz etki yapacağı bir gerçek. Belki de ilk defa 2007 yılında bu durumun bariz sinyallerini görmeye başladık. 2001 krizi sonrasındaki birkaç yılda üretim verimliliğini ciddi ölçülerde artırmayı başaran Türkiye'nin son 2 senedir bu noktada da bir darboğaza girdiği görülüyor. Büyük ölçüde otomasyona dayanan otomotiv sanayi dışında istikrarlı bir şekilde ihracat hacmini artıran bir sanayimiz yok. Ayrıca bir ünite ihracat yapmak için kullandığımız ithal ürünü miktarı da gün geçtikçe artmaya devam ediyor. (Dış ticaretin büyüme hızına net etkisi de bu sene %1.7 oldu.) Ancak burada yüksek reel faizlerin sebep olduğu değerli TL nedeniyle Türkiye'nin rekabetçi konumunu öldüren ve aynı zamanda iç talebi gereksiz bir baskı altında tutan MB para politikaları konusuna da değinmek gerekiyor zannedersem. Neredeyse 7 yıldır sürdürülen bu

tekabül ediyor.

◆ Mevduat dolarizasyonu artmıyor ise de, 2007'de özel sektörün dış borcu %34 artışla \$ 158 milyara ulaştı. Yani, borç dolarizasyonu anormal şekilde artmış bulunuyor.

politikalar sonucunda enflasyonda normal denebilecek %3-4 seviyelerine gerilemiş olsak amenna. Ancak görünen o ki, bu sene de enflasyonun tek haneli rakamlarda kalmış olması bir başarı sayılacak. Öte yandan, özellikle 2006 ortasında daha da sıkılaştırılan para politikasının Türkiye'nin büyüme hızında belirgin bir daralmaya yol açmadığını iddia etmek imkansız. Kendi para politikası raporlarında bile ekonomide ciddi ölçüde çıktı açığı olduğunu tesbit eden bir MB'nın bu ısrarcı politikasını kendi içinde nasıl rasyonelize ettiğini merak ediyorum doğrusu.

Özetle, 2007 yılında Türkiye'nin maruz kaldığı dış ekonomik koşullar aslında hiç de kötü değildi. Ülkenin sağladığı finansman imkanları cumhuriyet tarihinin uzak ara en iyisi oldu. Sadece doğrudan yabancı sermaye yatırımı olarak \$ 22 milyar bir kaynak girişi gerçekleşti. Bunun üzerine özel sektörün ve bankaların ciddi miktarda borçlanma sağladığını görüyoruz. Hatta, \$ 38 milyarlık cari açığa rağmen kaynak fazlalığı nedeniyle MB rezervleri bile \$ 12 milyar kadar artış gösterdi. Açıkçası, bu imkanları bu sene bulamayacağız. Bu şartlar altında %4.5 büyümeyi bile mumla arayabiliriz.