

- 1 Likidite enjeksiyonu krizin yükünü dağıtıyor
- 1 Hedge fon sektörüne düzenleme ve denetim şart
- 2 Bütçe verileri gecikiyor
- 2 Cari açık tekrar kafasını kaldırdı mı?
- 3 2. çeyrek büyümesi %3'lere gerileyebilir
- 3 Enflasyondaki baz etkisinin sonu geldi

SAYI: 08/07

- Turkish Yatırım Araştırma Birimi tarafından her ay yayınlanır.
- Baskıya giriş tarihi: 21.08.2007
- 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

HER YÜK TEMELE İNTİKAL EDER

Otuz beş yıl önce Arçelik'te genel müdür yardımcısı idim. Yapı işlerine de ben bakıyordum. İnşa ettirmekte olduğumuz ambar binasının çatısı bir gece çöktü. Çünkü montaj için yukarı çıkartılan çimento esaslı ağır kaplama levhaları tek bir noktaya istiflendiği için oradaki makası kırmıştı. Kırılan makas diğer makasları çekmiş ve çatıda büyükçe bir çöküntü oluşmuştu. Bu kazada hem müteahhidin sorumluluğunu tespit etmek, hem de çatı konusuna daha güvenli bir çözüm bulmak gerekiyordu. Bu maksatla, inşaat mühendisliğinin büyük üstatlarından bir kişiyi bilirkişi olarak seçtik. İncelemelerini tamamlayan yaşlı mühendis, çatının niçin çöktüğünü ve bundan sonra yapılacak işleri anlatırken iki ifade kullandı. Birincisi "çatıda yükler mütesaviyen münteşir" (eşit dağılmış) olmalı, ikincisi "her yük temele gider" cümlesiydi.

Son iki hafta içinde dünya piyasaları çalkalandı. ABD ve AB'de bulunan yaklaşık 32 trilyon dolarlık mali varlıkların, takriben 200, bilemedin 300 milyar dolarlık kısmının çürük olduğu anlaşıldı. Yani sistemdeki varlıkların yüzde biri değersizdi. Toplama kıyasla küçük sayılacak boyuttaki çürük varlıklar, birkaç fonun elinde toplandığı için, o fonlar battı. Ama sadece o fonlar batmakla kalmadı, sistem birbirine bağlı elemanlardan oluştuğu için tamamında bir çöküntü oluştu. Daha doğrusu çökmenin, sistemin sağlam parçalarına bulaşma tehlikesi

belirdi. Bunun üzerine, mali sistemin sağlıklı işleminde bütünsel sorumluluğu olan, başta ABD ve AB olmak üzere büyük ülkelerin merkez bankaları harekete geçti. Sisteme 400 milyar dolardan fazla (çoğu Euro) nakit şırınga etti ve ödünç verme maliyetini düşürdü. Aslında burada yapılan, inşaat mühendisliğinde kullanılan noktada kırılma yaratan ağır bir yükü, geniş bir tabana yaymaktan başka bir şey değildir. Bu taban da "her yük temele gider prensibine uygun olarak" toplumun temelini teşkil eden "halktan" başka bir şey değildir.

Sui Generis

Tuğrul Belli

KONUT KREDİLERİ KRİZİNİN NEDENLERİ

FED'in 2001-2004 yılları arasında izlediği aşırı gevşek para politikasının yarattığı finansal genişleme bugünkü krizi hazırlayan temel etmenlerden biridir. Son 2 senedir faizlerin yükseltilmesine rağmen, başta Çin olmak üzere pek çok gelişmekte olan ülkenin döviz birikimlerini rezervlerini artırmak suretiyle dolaylı olarak ABD'ye kanalizasyon etmesi, yükselen petrol ve emtia fiyatları nedeniyle oluşan küresel likiditenin de kısmen ABD'ye akması, ekonomisini bir türlü büyütmemeyen Japonya'nın aşırı gevşek bir para politikası izleyerek carry-trade imkanı sağlaması ve ABD'nin para politikasına paralel gevşek bir maliye politikası izlemesi nedeniyle ABD'de istenen kontrollü daralma gerçekleşemedi. Tasarruf oranlarının son derece düşük seviyelere gelmiş olmasına rağmen ABD global likidite sayesinde büyümesini sürdürdü.

devamı sayfa 4'de

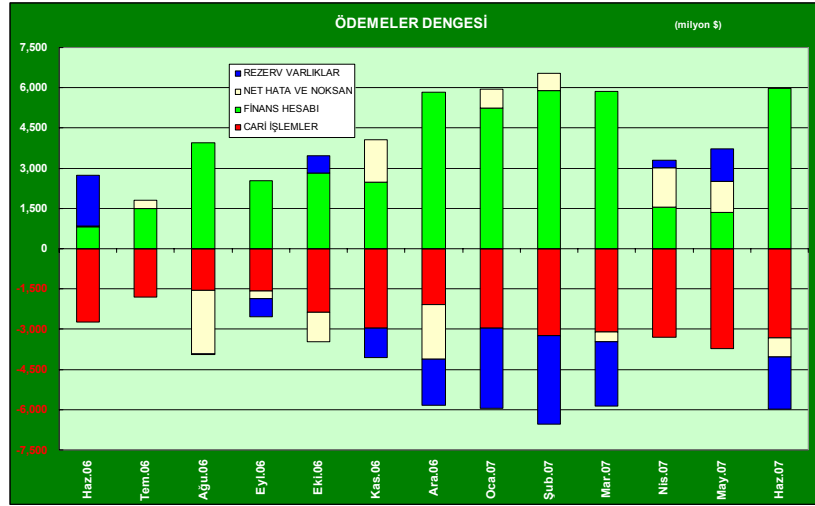
Bütçe ve Kamu Finansmanı

Veriler gecik(tiril)iyor

◆ Bütçe sonuçları kötüleştiğçe verilerin yayınlanması da iyice geciktiriliyor. Önce Muhasebat dairesi tarafından yayınlanan verilerde gecikmeler söz konusuydu. Son olarak da Hazine tarafından hemen ay başında yayınlanan bütçe nakit gelişmeleri ile ilgili veriler yayınlanmamaya başladı.

◆ Haziran gerçekleştirmeleri daha önce de irdelediğimiz gibi oldukça kötü. Bu ay harcamalar %31.5 artarken, gelirler ise %3.5 azalmış durumda.

◆ İlk 6 ayda TL 21 milyar olarak gerçekleşen faiz-dışı fazla rakamına Hazinenin Temmuz ve



Ödemeler Dengesi ve Dış Ticaret

Cari açık uslanmıyor

◆ Mayıs'taki rekor rakamlardan sonra, Haziran'da ihracat ve

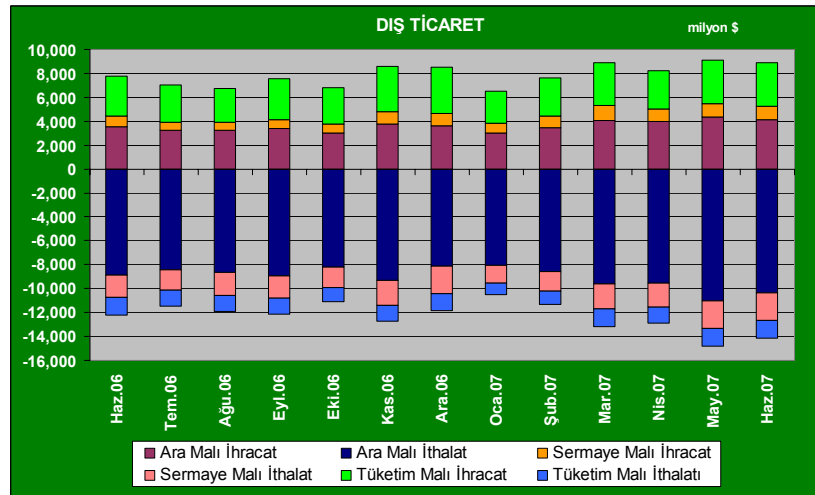
ithalat hacmi geçen senenin aynı ayının üzerinde olmakla beraber, mayısa göre gerileme gösterdi. İthalat 2006 haziranına göre %18 artarak \$ 14.4 milyar oldu. İhracat ise %14 artışla \$ 8.9 milyara ulaştı. Dış ticaret dengesi ise \$ 5.5 milyar ile mayıs ayından sonraki en yüksek açığını verdi.

◆ Ticaret dengesindeki olumsuz gelişme tabiatıyla cari dengeye de yansımakta. Haziranda cari açık son 6 aydaki daralma trendini kırarak, ve 2006 haziranından 600 milyon dolar daha fazla açık vererek \$ 3.3 milyar olarak gerçekleşti.

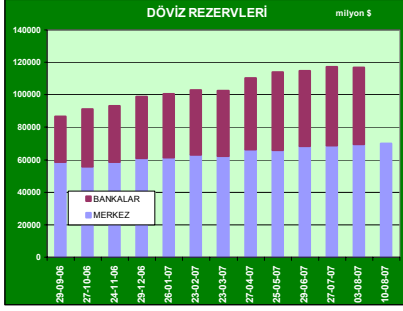
◆ Nisan ve mayıs aylarında görülen finans hesabındaki girişlerdeki daralmadan sonra, haziranda tekrar bir artış gözlem-

MERKEZİ YÖNETİM BÜTÇESİ	2006 Haziran	2007 Haziran	Artış	Oca-Haz06	Oca-Haz07	Artış	2007 Tahmini
Harcamalar	13,065,611	17,186,056	31.5%	81,598,565	100,679,443	23.4%	204,988,546
1-Faiz Haric Harcama	10,252,660	13,957,711	36.1%	58,722,949	73,785,977	25.7%	152,042,522
Personel Giderleri	3,159,394	3,585,479	13.5%	18,524,889	21,973,698	18.6%	43,669,799
Sosyal Gv.Kur. Devlet Primi	386,320	434,824	12.6%	2,384,676	2,725,467	14.3%	10,101,779
Mal ve Hizmet Alımları	1,494,535	1,328,126	-11.1%	6,786,213	8,349,462	23.0%	15,587,406
Cari Transferler	4,023,532	6,424,299	59.7%	24,913,480	32,775,646	31.6%	60,862,989
Sermaye Giderleri	718,567	1,273,274	77.2%	3,028,001	4,466,456	47.5%	12,103,930
Sermaye Transferleri	85,715	640,162	646.8%	646,814	1,877,314	120.3%	3,647,400
Borç Verme	384,597	271,547	-29.4%	2,233,676	1,617,934	-27.6%	3,694,600
Yedek Ödenekler	0	0		0	0		2,374,619
2-Faiz Harcamaları	2,812,951	3,228,345	14.8%	22,875,616	26,893,466	17.6%	52,946,024
Gelirler	15,183,992	14,645,139	-3.5%	84,021,337	94,794,653	12.8%	188,158,954
1-Genel Bütçe Gelirleri	14,727,989	14,409,202	-2.2%	81,769,433	92,372,210	13.0%	183,460,083
Vergi Gelirleri	11,124,192	11,363,950	2.2%	65,975,043	70,587,563	7.0%	158,152,898
Teşebbüs ve Mülkiyet Gelirleri	488,285	468,252	-4.1%	4,871,255	5,700,097	17.0%	7,817,781
Alınan Bağış ve Yardımlar	30,387	1,129,344	3616.5%	176,753	1,377,374	679.3%	480,118
Faizler, Paylar ve Cezalar	3,061,782	1,430,916	-53.3%	10,575,765	8,753,657	-17.2%	14,443,470
Sermaye Gelirleri	23,343	16,740	-28.3%	170,617	5,953,519	3389.4%	2,565,816
2-Özel Bütçeli İdarelerin Gelirleri	413,331	212,313	-48.6%	1,461,015	1,564,043	7.1%	3,263,692
3-Düzen. ve Denet. Kurum. Geliri	42,672	23,624	-44.6%	790,889	858,400	8.5%	1,435,179
Bütçe Dengesi	2,118,381	-2,540,917	-219.9%	2,422,772	-5,884,790	AD	-16,829,592
Faiz Dışı Denge	4,931,332	687,428	-86.1%	25,298,388	21,008,676	-17.0%	36,116,432

Ağustos iç borçlanma stratejisinde öngördüğü faiz-dışı fazla rakamlarını eklersek, Ağustos sonu için TL 27.2 milyarlık bir kümülatif fazla rakamına ulaşıyoruz. Geçen senenin aynı döneminde ise kümülatif fazla TL 29.1 milyar idi. Aynı dönemde TL 10.1 milyar faiz ödemesi planlandığını dikkate aldığımızda ilk 8 ay sonunda bütçe açığının en az TL 10 milyar olduğunu söyleyebiliriz. (Geçen sene aynı dönemde bütçe TL 455 milyon fazla vermişti!)



liyoruz. Buna paralel olarak MB rezervlerinde de artış söz konusu.



◆ Önümüzdeki dönemde büyümede göreceli bir duraklama olması ile birlikte dış ticaret dengesinin daralma ihtimaline karşın, geçen seneden farklı olarak hala yüksek seyreden enerji fiyatları nedeniyle, yapısal cari açığımızın devam etmesi söz konusu. Bu durum da gelişmekte olan ülkeler arasında Türkiye'yi daha riskli bir ülke konumuna getiriyor.

◆ TİM verilerine göre Temmuz ihracatımız geçen yılın aynı ayına göre %28.2 artış kaydederek \$ 8.9 milyar olarak gerçekleşti. Bu artışta iki dönem arasında €/ \$ kurundaki euro lehine değişimin yarattığı %4 kadar bir parite etkisi olduğunu hesaplasak da, artış oranı gerçekten etkileyici.

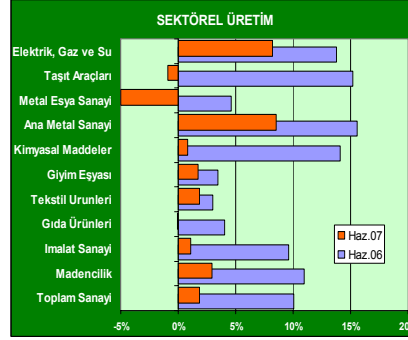
Üretim ve Büyüme

2. çeyrekte büyüme %3'lerde

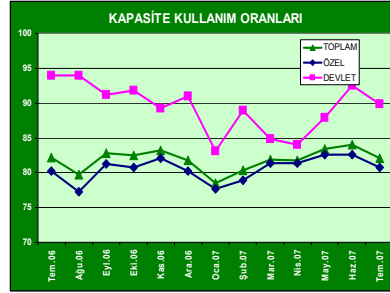
◆ Geçen ay KKO verilerine bakarak tahmin ettiğimiz gibi, sanayi üretimi hazırında sadece %1.8'lik bir artış gösterdi. Böylece 2007'nin 2. çeyrek büyüme hızının da %3'ler civarında gerçekleşmesi kesinleşti.

◆ Her ne kadar geçen ay özellikle siyasi risklerin gündemden çıkması ile birlikte yılın 2. yarısında büyüme oranında bir artış yaşanması ihtimali olduğunu belirtmiş isek de, son global dalgalanmaların Dünya ekonomisini hangi yöne götüreceği konusunda ciddi soru işaretleri

belirmiş durumda. Eğer, Türkiye gibi gelişmekte olan ekonomilerden para çekilmeye başlar ve Dünya ekonomisi ABD kaynaklı bir soğuma sürecine girerse büyüme oranının da düşmesi kaçınılmaz olacaktır.



◆ Öte yandan, gerek geçen Temmuz'a göre 0.9 puan artan özel sektör kapasite kullanım oranı, gerekse de artan ihracatımız ekonomik büyümenin 'şimdilik' yolunda olduğunu gösteriyor.



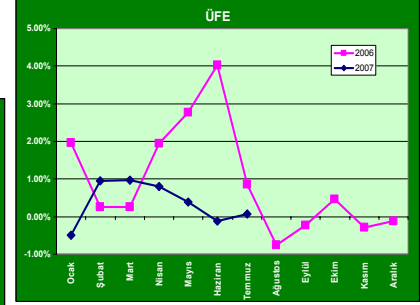
Enflasyon

Enflasyondaki baz etkisi bitti

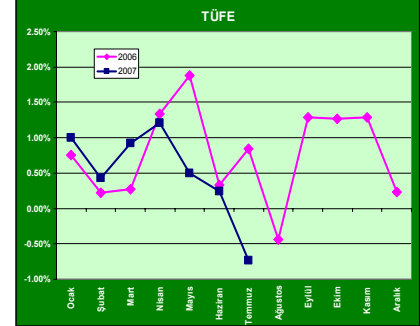
◆ Temmuzda TÜFE %0.73 azalırken, ÜFE ise %0.06 arttı. Son 12 aylık enflasyon TÜFE'de % 6.90, ÜFE'de ise %2.08 olarak gerçekleşti.

◆ Böylece geçen sene kurlarda görülen artışın enflasyon rakamlarında yarattığı baz etkisinin de sonuna gelindi. Senenin kalan aylarında 2 önemli etkinin çarpışmasını izleyebiliriz. Birincisi büyüme hızında oluşabilecek bir daralmanın fiyatlar üzerinde oluşturacağı baskı. İkincisi ise kur düzeyinde olası bir artışın ithalat

kanalığıyla oluşturacağı fiyat artışları. Bu çarpışmanın net sonucunu şimdiden kestirmek gerçekten zor.

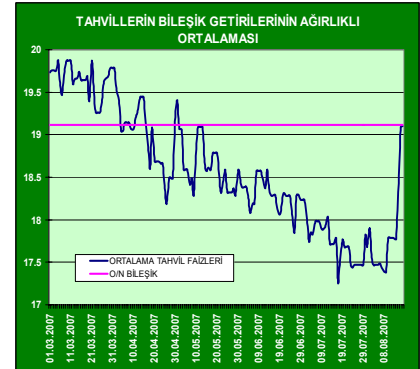


◆ Öte yandan bahsi geçen risklerin kısa sürede normalize olması durumunda sene sonu enflasyonunun %7 civarında gerçekleşmesi kuvvetle muhtemel gözüküyor.



Faizler

◆ 2. piyasa faizleri gayet istikrarlı bir şekilde 17'ler seviyesine gerilerken, küresel dalgalanma faizlerin tekrar 19'lara geri gelmesine neden oldu.



◆ Her ne kadar krizin derin ve uzun süre kalıcılığı olacağını düşünmüyorsak da, faizlerin aynı

hızla geri düşeceğini düşünmek de biraz fazla iyimser bir beklenti olur doğrusu.

◆ Bu şartlar altında, MB'nin senenin son aylarına kadar bir faiz indirimi yapması ihtimali de iyice zayıflamış gözüküyor.

Parasal Göstergeler

◆ Temmuzda parasal büyüklüklerde bir daralma görülüyor.

◆ Ağustosun 2. haftasında 1.40 seviyelerine kadar çıkıp geri dönen dolar kurunun DTH hacmi üzerindeki etkisini ise henüz göremiyoruz. Ancak yüksek seviyelerden müşteri satışları olma ihtimali, dövizde net alım

SUI GENERIS—s1'den devam

Dünyada kısa sürede oluşan ve belirli ellerde toplanan bu fazla paranın yatırımların getirisini er geç düşürmesi beklenmeliydi. Para bolluğu ortamında bazı yatırımların "kötü" yatırımlara dönüşmesi son derece doğaldır. Bu bakımdan, Dünya ekonomisinde görülen büyümeden belki de en az pay almış olan ve zaten anormal yüksek bir borç içinde yüzen Amerika'daki düşük gelir gruplarına açılan konut kredilerinin ilk patlayan yatırımlar olması hiç de tesadüf değil. Bazı yorumcuların ise bu yatırımların batma sebebinin sadece bonus alma hırsıyla gözlerini kan bürümüş Londra bankerlerine ve/veya aptal banka ve hedge fonu yöneticilerine atfetmesi çok anlamlı değil doğrusu. Bu global likidite ortamında sub-prime olmasa bile başka bir segmentte buna benzer bir sorun yaşama olasılığı çok yüksekti.

Aslında finansal piyasalarda tedavülde bulunan enstrümanların hacmi ve sahipliği bilinirse ve bu enstrümanlar doğru ve zamanlı bir şekilde fiyatlanırlarsa, bugün yaşadığımız şekilde sistemik bir risk oluşturmazlar. Ancak, bugün özellikle sub-prime mortgage'larla ilgili olarak, ne bu enstrümanın

PARASAL GÖSTERGELER (milyon YTL)	1 03.08.2007	2 06.07.2007	3 29.12.2006	4 1/2	5 1/3
Dolaşımdaki Para	23,771	24,020	24,676	-1.0%	-3.7%
Vadesiz Mevduatlar	21,157	21,861	22,814	-3.2%	-7.3%
M1	44,929	45,882	47,491	-2.1%	-5.4%
Vadeli Mevduatlar	158,188	156,957	137,654	0.8%	14.9%
M2	203,116	202,839	185,145	0.1%	9.7%
DTH	107,407	106,999	101,399	0.4%	5.9%
DTH (milyar\$)	84.0	83.1	71.8	1.1%	17.1%
M2Y	310,524	309,837	286,544	0.2%	8.4%
Mevduat Bankaları Kredileri	192,197	188,968	170,578	1.7%	12.7%
Açık Piyasa İşlemleri	7,390	6,215	-1,098	18.9%	AD
Kamu Menkul Kıymetleri	145,241	147,144	138,046	-1.3%	5.2%
Dolarizasyon (DTH/M2Y)	34.6%	34.5%	35.4%	0.2%	-2.3%

olma ihtimalinden daha fazla.

◆ Bugünkü global şartların devam ettiği bir ortamda, eğer önümüzdeki aylarda kredi hacminde artış görmeye devam edersek, bunu iyi değil kötü bir gelişme olarak yorumlamamız lazım. Bu genişleme büyük ihtimalle geri dönme zorluğu

türevlerinin toplam hacmi ve sahipliği konusunda, ne de fiyatlanmaları konusunda elimizde yeterli bilgi yok. Bu karışıklığı yaratan bir kaç önemli neden var:

1-Derecelendirme şirketlerinin yatırım şirketleriyle işbirliği içinde olmaları. Piyasaların baskısı altında derecelendirme şirketleri kesinlikle AAA derecelerini haketmeyen sub-prime konut kredilerine dayalı menkul kıymetlere bu notları vermekte bir mahsur görmediler.

2-Bu haketmeyen yüksek notları verdikleri gibi, sene başında piyasadadan ciddi sinyaller gelmesine rağmen, bu notları düşürmemekte direndiler.

3-Son yıllarda özellikle bankacılık kesiminde finansal bilgi şeffaflığı konusunda önemli kararlar alınmış olunmasına rağmen, bu durum hedge fonları için geçerli olmadı. Bugün dünyadaki toplam hedge fonu sayısı ve bunların yönettikleri toplam para konusunda bile doğru dürüst bilgi yok, nerede kaldı bunların maruz olduğu risklerin analizi.

4-Sub-prime'a bağlı menkul değerler gibi enstrümanları alan fonlar, kendilerine kaynak yaratmak için kısa vadeli bono (commercial

paper) ihraç ettiler. Yani, ortalama vadesi 15 yıl civarında olan enstrümanlar için 1-3 ay vadeli kaynak kullanarak, bankacılığın en önemli kurallarından biri olan vade uyumu kuralını ihlal ettiler. Riskler artınca da, bu bonoları çevirememeye ve bankalarla olan stand-by line'larını kullanmaya başladılar. Ayrıca rekabet ortamı içerisinde, bazı fonların yatırımcılarının normal şartlarda 3 ay olan fondan çıkma süresini birkaç güne indirmiş olması da olaya tuz-biber ekti.

5-Hedge fonları düzenleyen ve denetleyen otoritelerin eksikliği de bazı fonların yukarıda örneklediğim gibi yanlış stratejiler içine girmesine sebep oldu.

Görünen o ki önümüzdeki dönemde tıpkı Enron sonrası getirilen katı finansal raporlama standartlarının benzerlerinin derecelendirme kuruluşları ve hedge fonları için getirilmesi kaçınılmaz olmuştur.