

1 Mikrofinans'ın başarısı**1 ABD'deki toparlanma kalıcı mı?****2 Hazine borçlanmada sıkıntı çekmiyor****3 Net Hata kısmen düzeltildi****SAYI: 08/09**

- Turkish Yatırım Araştırma Birimi tarafından her ay yayınlanır.
- Baskıya giriş tarihi: 19.08.2009
- 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
- Raporun eski sayıları Turkish Bank web sitesinden indirilebilir. Rapora ücretsiz olarak abone olmak isteyenler, e-mail adresine başvurabilirler.

Kilometre Taşları

Ege Cansen

YUNUS BANKACILIĞI

Hint yarımadasının doğusunda, halkı bir hayli fakir, Bengaldeş adında iktisaden geri kalmış Müslüman bir ülke var. Bu ülkenin Muhammed Yunus adında, icat ettiği bankacılık modeli dolayısıyla Nobel Barış ödülü almış bir bankacısı var. İktisat profesörü olan bankacı Yunus, "Bildiğimiz bankalar kent merkezlerine kurulur, zengin erkeklerle kredi verir. Bir alay teminat ister ve bir sürü evrak imzalatır. Ben, fakir mahallelerinde banka açıp, fakir kadınlara, teminatsız kredi vermenin ülkemizin toplumsal ve ekonomik kalkınmasına daha yararlı olacağını düşünüyorum" diyor.

Yunus gerçekten devrimci olan bu düşüncesini uygulamaya karar veriyor. 1976 yılında "Grameen Bank"ı (Köy Bankası) kuruyor. Hiç teminat almadan, sadece projelerini inandırıcı bulduğu fakir köy kadınlarına "yatırım kredisi" vermeye başlıyor. Şimdi 7,5 milyon kredi müşterisi var. Müşterilerinin % 97'si kadın. Toplam kredi hacmi 8 milyar dolardan fazla. Kredilerin geri dönüş oranı neredeyse %100.

Bu kredi sistemini "mikrofinans" olarak adlandırıyor. Kredi müşterileri iş yapmak isteyen, ama en basit bir tezgahı alacak parası olmayan çalışkan kadınlar. Bunlar ellerinden iş gelen küçük imalatçılar, hizmet üretkenler veya satıcılar oluyor.

Yunus'un gençlere de tavsiyeleri var: Bazan bir işi herkesin yaptığının tam tersi şekilde yapmak yepyeni fırsatlar çıkartır

insanın karşına. Üniversite bitirenler ise ülkelerinin toplumsal kalkınmasına katkısı olacak "sosyal yanı da olan işlere" girişmelidir.

Sui Generis

Tuğrul Belli

KRİZDEN "V" ÇIKIŞI MI?

Son dönemde ABD ekonomisi ile ilgili olarak özellikle uluslararası finans kurumlarının ileriye dönük tahminlerinde önemli oranda yukarı yönlü düzeltmeler yapıldığına şahit olmaktayız. 3. çeyrek ve sonrasında beklenen pozitif büyüme oranları teknik olarak resesyondan çıkıldığını ifade ediyor. Ancak, bu pozitif geçişin kalıcı olup olmadığı ve orta vadede ABD ekonomisinin büyüme hızının ne olacağı halen tartışılan konular. Aşağıda, ABD ekonomisinin geleceğine yönelik son dönemde öne çıkarılan bazı olumlu ve olumsuz gelişmeler özetlenmektedir.

Olumlu Gelişme ve Beklentiler:

1-"Bir kriz ne kadar derin olursa, toparlanma süreci de o kadar hızlı olur" şeklinde ifade edilen Zarnowitz kuralının bu krizde de geçerlilik kazanması beklentisi.

2-Resesyon sırasında oluşan tüketici talebindeki birikimin borsalardaki çıkışın yarattığı servet etkisi ve sürdürülmeye devam edilecek olan gevşek para politikası ile birleşerek tüketimi canlandırma beklentisi.

3-Ev fiyatlarının stabilize olmasının da tüketici güvenini artırarak harcamalara hız kazandırması.

4-Krizle birlikte aşırı düşmüş olan otomobil talebinde hurda indiriminin de etkisiyle görülen artışın 3. çeyrek milli hasılasına yapacağı olumlu etki. (Tem-

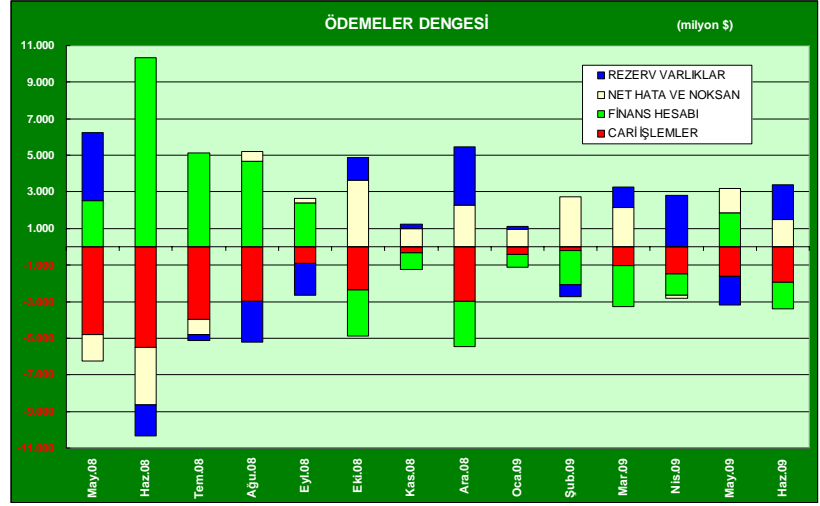
devamı sayfa 4'de

Bütçe ve Kamu Finansmanı

Borçlanmada şimdilik sıkıntı yok

◆ Maliye mali tatil nedeniyle Temmuz ayı Bütçe verilerini Eylül'de açıklayacak. Ancak, Hazine'nin açıkladığı bütçe nakit gerçekleştirmeleri bize gidişat konusunda bir fikir verebilir.

◆ Tablodan da görüldüğü gibi Temmuz'da bütçe gelirleri geçen seneye göre %21 azalarak 13.1 milyar TL olarak gerçekleşmiş. Her ne kadar dip notlarda Temmuz'da tahakkuk eden vergilerin 5.1 milyar TL'lik



SGK'ya yönelik bütçe transferlerinden kaynaklanmakta.

fazla vermesi beklenmekte. Bu arç 23.3 milyar TL olan iç borç servisine karşılık Hazine %100'ün biraz üzerinde, 23.6 milyarlık borçlanma gerçekleştirdi. Özellikle 3. kez ihraç edilen TÜFE'ye endeksli 5 yıl vadeli tahvilin reel faizinin %7'e çekilmiş olması oldukça pozitif bir gelişme olarak değerlendirilebilir.

| 2009 YILI HAZINE NAKİT GERÇEKLEŞMELERİ (Milyon TL) | | | | | | |
|--|----------|----------|---------|-----------|-----------|---------|
| | Tem.09 | Tem.08 | Artış | Oca-Tem09 | Oca-Tem08 | Artış |
| 1. GELİRLER | 13.110,7 | 16.630,6 | -21,2% | 110.910,2 | 111.256,6 | -0,3% |
| 2. GİDERLER | 22.658,3 | 19.981,2 | 13,4% | 146.238,4 | 118.897,3 | 23,0% |
| FAİZ DIŞI GİDERLER | 17.508,5 | 12.684,2 | 38,0% | 114.100,4 | 91.723,6 | 24,4% |
| FAİZ ÖDEMELERİ | 5.149,9 | 7.297,0 | -29,4% | 32.138,0 | 27.173,7 | 18,3% |
| 3. FAİZ DIŞI DENGE | -4.397,7 | 3.946,4 | -211,4% | -3.190,2 | 19.533,0 | -116,3% |
| 4. ÖZELLEŞ. ve FON GELİRLERİ | 0,0 | 995,2 | -100,0% | 3.037,5 | 4.391,5 | -30,8% |
| 5. NAKİT DENGESİ (1+4-2) | -9.547,6 | -2.355,4 | 305,3% | -32.290,7 | -3.249,2 | 893,8% |
| 6. FINANSMAN | 9.547,6 | 2.355,4 | 305,3% | 32.290,7 | 3.249,2 | 893,8% |
| 7. BORÇLANMA (NET) | 7.087,1 | -1.057,4 | -770,2% | 32.122,6 | 3.224,9 | 896,1% |
| DİŞ BORÇLANMA (NET) | 3.002,1 | 390,6 | 668,6% | 2.860,5 | 1.784,8 | 60,3% |
| Kullanım | 3.088,6 | 520,4 | 493,5% | 7.899,9 | 8.515,1 | -7,2% |
| Ödeme | 86,4 | 129,8 | -33,4% | 5.039,5 | 6.730,3 | -25,1% |
| İÇ BORÇLANMA (NET) | 4.084,9 | -1.448,0 | -382,1% | 29.262,1 | 1.440,1 | 1931,9% |
| Kullanım | 10.395,2 | 17.170,8 | -39,5% | 77.905,3 | 49.721,9 | 56,7% |
| Ödeme | 6.310,3 | 18.618,8 | -66,1% | 48.643,2 | 48.281,8 | 0,7% |
| 8. ÖZELLEŞTİRME GELİRİ | 0,0 | 0,0 | | 0,0 | 51,9 | |
| 9. TMSF'DEN AKTARIMLAR | 0,0 | 0,0 | | 361,6 | 0,0 | |
| 10. BORÇ GERİ DÖNÜŞLERİ | 134,7 | 53,3 | 152,7% | 749,5 | 238,2 | 214,7% |
| 11. BANKA KULLANIMI | 2.325,8 | 3.359,5 | -30,8% | -942,8 | -265,7 | 254,9% |
| 12. KUR FARKLARI | -300,4 | -519,1 | -42,1% | 298,5 | 595,5 | -49,9% |
| 13. KASA/BANKA NET | 2.626,2 | 3.878,6 | -32,3% | -1.241,3 | -861,2 | 44,1% |

kısının Ağustos ayında hesaplara girdiği belirtilmişse de, 2008 Temmuz'unda da nakit ve tahakkuk bazlı tablolar arasında 4.8 milyarlık bir düzeltme sözkonusu olmuştu. Bu nedenle, Temmuz'daki gerçek gelir azalmasının %15 civarında olduğunu söyleyebiliriz.

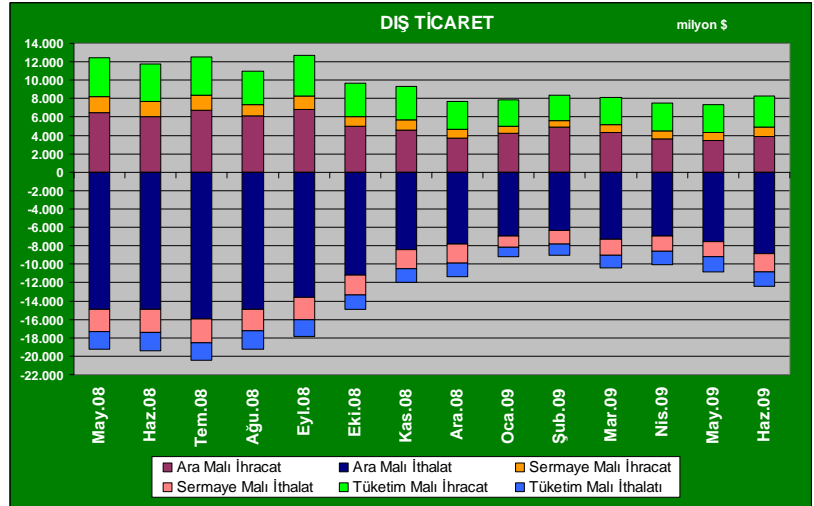
◆ Faiz-dışı giderlerde ise %38 oranında bir artış göze çarpmakta. Aylık bazda geçen seneye göre neredeyse 5 milyara yakın bu artış bir canlandırma paketinin devreye girmesinden kaynaklanmıyor. (Çünkü böyle bir canlandırma paketi yok!) Artış, geçen aylarda olduğu gibi özellikle

Öte yandan, Hazine'nin Ağustos İç Borçlanma Stratejisinin de faiz-dışı dengenin 7.9 milyar

Ödemeler Dengesi ve Dış Ticaret

Net Hata ve Noksan'da düzeltme

◆ Bilindiği gibi, Merkez Bankası'nın yayınlamakta olduğu ödemeler dengesi istatistiklerinde esasen kaynağı açıklanamayan döviz giriş ve çıkışlarını ifade



eden "Net Hata ve Noksan" kaleminde aylık bazda meydana gelen yüksek oranlı değişimler oldukça eleştiri konusu olmaktadır. Örneğin, geçen Ekim ayında net hata rakamı 7.5 milyar dolar gibi anormal yüksek bir değere ulaşmıştı.

◆ Biz bu problemin büyük ölçüde özel sektörün yurtdışı borçlarının gene yurtdışında olup da kayıt altında olmayan paralarla ödenmesi sonucu ortaya çıktığını belirtmiştik. Nitekim, MB de geçen sene rakamlarını BIS'den (Bank for International Settlements) elde ettiği yurtdışında Türk vatandaşlarının açtığı hesaplardaki aylık değişimlere göre düzeltme yoluna gitti. (Ancak hem BIS'in kayıtları dışında olan, hem de menşei Türkiye gözükmeyen hesaplar olduğu da gözden kaçırılmamalı.)

◆ Böylece örneğin Ekim'deki 7.5 milyar dolarlık Net Hata 3.6 milyara düşürüldü. Ancak bu kalemdaki aylık oynaklıklar azalırken, tüm senenin toplamında 1.9 milyar dolar olan Net Hata da 5.1 milyara yükseldi. Düzeltme çalışması henüz 2009'un verilerine uygulanmamış bulunuyor.

◆ 2008'in ilk 6 ayında 27.7 milyar dolar olan cari açık, bu senenin aynı döneminde 6.7 milyar dolara gerilemiş bulunuyor. Yavaş giden ekonomik aktivite ve göreceli iyi performans sergileyen turizm sektörü de dikkate alındığında Yaz aylarında cari dengenin fazlaya dönmesi şaşırtıcı olmayacaktır.

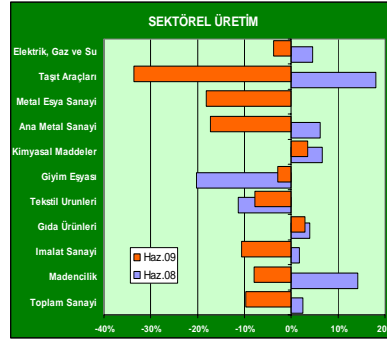
◆ İhracatta 4 aydan sonra bir artış gerçekleşti. Değer olarak ihracatımız geçen senenin aynı ayına göre %29 azalsa da miktar olarak azalma daha az: %9.4.

◆ TİM verilerine göre Temmuz'da ihracatımız %27 gerileyerek 8.9 milyar oldu. 2008 Tem-

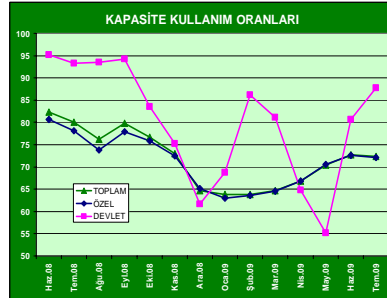
muz'unda ihracat 12.2 milyar dolar olmuştur.

Üretim ve Büyüme

◆ Haziran'da toplam sanayi üretiminin %9.7 daralmasıyla senenin en düşük daralmasını gerçekleştirdiğini görüyoruz. Ancak, Haziran ayının henüz geçici vergi indirimlerinin devreden çıkması olduğu bir ay olduğunu hatırlamakta yarar var.



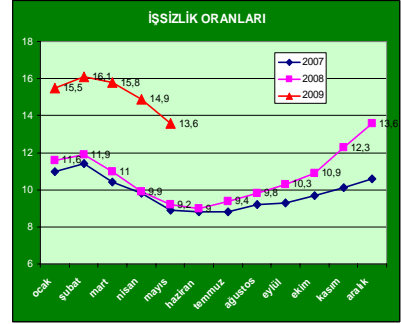
◆ Öte yandan, TÜİK tarafından ayrıca hazırlanan mevsim ve takvim etkilerinden arınmış üretim endeksindeki toparlanmanın da normal endeks rakamlarına göre çok daha zayıf olduğu görülüyor. Temmuz kapasite kullanımını ise önceki aya göre %0.4 gerilemiş durumda. Kapasite kullanımındaki düşüklük tamamen iç ve dış pazarlardaki talep yetersizliğinden kaynaklanmakta.



◆ Diğer bir olumsuz veri ise KKO anketine cevap veren işyerlerinin Ağustos ayında da %1.7 oranında üretim daralması bekliyor olmaları.

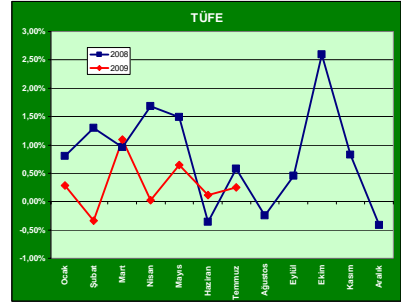
◆ İşsizlik oranında mevsimsel nedenlerden kaynaklanan azalma

devam ediyor. Geçen yılın aynı ayına göre işsizlik artışı %5'den %4.4'e gerilemiş durumda. Bu fark turizmin de devreye girmesiyle biraz daha kapanabilir.

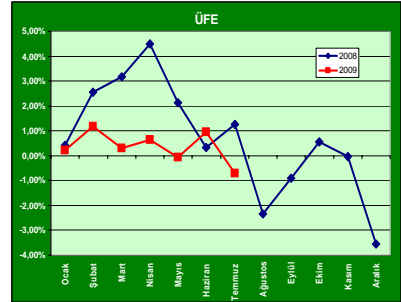


Enflasyon

◆ Temmuz'da TÜFE %0.25 artarken, ÜFE %0.71 azaldı. Son 12 aylık enflasyon TÜFE'de %5.39, ÜFE'de ise %-3.75 oldu.



◆ Bu ay enflasyon üzerinde en çok etkiyi paket başına yapılan vergi artışı nedeniyle %0.5 ile siğara yaptı. En çok fiyat düşüş etkisi ise %0.43 ile giyimden geldi.



◆ ÜFE'deki keskin düşüş ile beraber çekirdek enflasyon göstergelerinin de düşük seyretmesi MB'nın faiz indirimlerini destekler nitelikte. Sene sonu enflasyonunun %5'in altında gerçekleş-

mesi olasılık dahilinde.

Faizler

◆ Merkez Bankası 18 Ağustos'ta bir kez daha 50 baz puanlık indirim gerçekleştirdi. Daha önce yayınlamış olduğu Enflasyon Raporu'nda faiz indirimlerine devam edeceğinin çok net olarak sinyalini vermiş olan MB'nın bu hareketi piyasa tarafından satın alınmıştır.

◆ Söz konusu raporda MB normal şartlarda önümüzdeki 3 yıl boyunca kısa vadeli faizlerin tek hanede kalacağını taahhüt etmekte. Sonrasında da enflasyonla savaşın sona ereceğini ve TÜFE'nin %4 civarını bir daha geçmeyeceğini varsayarsak, belki de Türkiye ekonomisinde artık çift haneli faizleri bir daha hiç görmeyeceğiz.

SUI GENERIS—s1'den devam

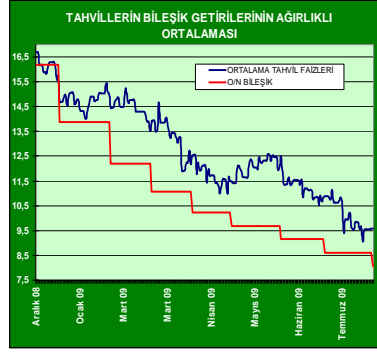
muz'da sektördeki üretim artışı %45, toplam sanayi üretimindeki artış ise %0.5 oldu.)

5-Daralan bankalararası piyasa spread'leri, azalan finansman bonusu faizleri, AAA ve daha düşük dereceli tahvillere olan ilgideki artış ve şimdiden birincil tahvil ihraçlarına yatırımcıların gösterdiği ilgi; kısaca finansal piyasaların normalizasyon sürecine girme emarelerinin artması.

Olumsuz Gelişme ve Beklentiler:

1-Canlandırma paketinin yeterli kadar güçlü olmaması. 800 milyar dolarlık paketin sadece 200 milyar doları bu sene harcanacak. Öte yandan, eyalet yasaları gereği bütçe açığı vermesi yasak olan pek çok eyalet mecburen ya harcamalarını kısma, ya da yerel vergileri artırma yoluna gidiyor ki, bu da canlanmayı boğucu bir etki yaratmakta.

2-Ayrıca canlandırma paketinin üçte biri vergi kesintilerinden oluşuyor. Halbuki, ekonomiyi canlandırma bakımından vergi



| PARASAL GÖSTERGELER (milyon YTL) | 1 31.07.2009 | 2 26.06.2009 | 3 26.12.2008 | 4 1/2 | 5 1/3 |
|-------------------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|----------|----------|
| Dolaşımdaki Para | 31.361 | 32.253 | 30.568 | -2,8% | 2,6% |
| Vadesiz Mevduatlar | 28.758 | 29.726 | 27.106 | -3,3% | 6,1% |
| M1 | 60.119 | 61.979 | 57.675 | -3,0% | 4,2% |
| Vadeli Mevduatlar | 226.632 | 226.631 | 224.186 | 0,0% | 1,1% |
| M2 | 286.751 | 288.610 | 281.861 | -0,6% | 1,7% |
| DTH | 133.827 | 135.464 | 127.823 | -1,2% | 4,7% |
| DTH (milyar\$) | 90,6 | 87,5 | 84,8 | 3,5% | 6,9% |
| M2Y | 420.578 | 424.074 | 409.683 | -0,8% | 2,7% |
| Mevduat Bankaları Kredileri | 265.781 | 262.427 | 267.667 | 1,3% | -0,7% |
| Açık Piyasa İşlemleri | -8.865 | -12.716 | -2.836 | -30,3% | 212,6% |
| Kamu Menkul Kıymetleri | 201.014 | 197.449 | 169.559 | 1,8% | 18,6% |
| Dolarizasyon (DTH/M2Y) | 31,8% | 31,9% | 31,2% | -0,4% | 2,0% |

kesintileri daha zayıf bir Keynezyen politika alternatifi.

3-Orta vadede ne bankaların eski düzeylerde kredi vermesinin, ne de tüketicilerin o düzeylerde kredi talep etmesinin mümkün görülmemesi.

4-Milli hasılanın %97'sine ulaşmış bulunan borçluluk oranı nedeniyle ABD hanehalkının tüketimi kısarak tasarruflarını artırmaya yönelmesi ekonomik canlanmayı tehdit eden bir durum.

5-Dünyanın tüketim lideri olan ABD'nin ihracat yoluyla kalkınması ise imkansız yakın. Yılın ilk yarısında ihracattaki azalma %24 oranında.

6-Milli hasılanın %12'sine ulaşan bütçe açığının ve borç seviyesindeki yüksek boyutlu artışların orta ve uzun vadeli faizleri yukarı çekerek, ekonomik canlanmayı boğma ihtimali.

7-Temmuz ayından sonra Ağustos'ta da tüketici güveninin geleceğe yönelik istihdam ve ücret kaygıları nedeniyle düşmesi.

Şahsen, ABD'nin kriz öncesin-

Parasal Göstergeler

◆ Sene başından beri TL vadeli mevduatlarda faiz birikimi kadar bile artış sağlanamamış durumda.

◆ Kredilerde de benzer bir görünüm söz konusu.

◆ Bütçe açığına paralel olarak kamu menkul kıymetlerindeki artış ise devam etmekte.

deki işsizlik oranı olan %4.6'nın diğer gelişmiş ekonomilere kıyasla zaten aşırı düşük olduğunu, ABD'de bundan sonra enflasyonist olmayacak işsizlik oranının %7 civarında olması gerektiğini, bunun sonucunda da ABD'nin trend büyüme hızının %2'ler civarına gerilemesinin (1998-2007 yılları ortalaması %3) gayet normal olduğunu düşünüyorum. Ancak FED ve diğer politika uygulayıcılarının işsizlik ve büyüme konusunda daha agresif beklentiler içine girerek para ve maliye politikalarında aşırıya kaçmaları durumunda, işler ciddi şekilde karşılabilecek sunî bir balon bir süre sonra yeni bir resesyonu da beraberinde getirebilir. Özellikle emtia fiyatlarının kısa sürede aşırı şekilde artması toparlanma sürecini sekteye uğratacaktır. Öte yandan, para politikasında vaktinden erken bir sıkılaştırmaya gidilmesi de aynı şekilde büyümeyi menfi etkileyebilir. Kıscası, önümüzdeki sene FED'i zorlu bir karar süreci bekliyor.