

- 1 Küresel denetim eksikliği riskleri artırıyor
- 1 Merkez Bankalarının tedbirleri doğru
- 2 Maliye tatilde iyi para harcamış!
- 3 Büyüme hızı %3.9
- 3 Enflasyon %6'ya kadar gerileyebilir
- 3 Sene sonuna kadar 100 baz puan indirim daha beklenebilir

SAYI: 09/07

- Turkish Yatırım Araştırma Birimi tarafından her ay yayınlanır.
- Baskıya giriş tarihi: 20.09.2007
- 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

### ÖZGÜRLÜĞÜN RİZİKOSU

İngilizcede, sürekli daha fazla yetki ve daha fazla hareket serbestliği isteyenlere, bu taleplerinin başlarını belaya sokabileceğini anlatmak için kullanılan bir özdeyiş vardır. Bu kadar ısrar edersen "sana kendini asabileceğin uzunlukta bir ip veriririm" (I will give you enough rope to hang yourself). Bu sözü hatırlamamın sebebi, halen içinden geçmekte olduğumuz finansal krizdir. Bu krizin gerisinde, gerek bireylerin, gerekse yatırım uzmanlarının ve onlara para vererek "daha fazla riziko almaya" adeta teşvik eden bankaların bulunduğu bir gerçek.

Merkezinde "banka" olan finansal sistem, yapısı icabı rizikoya en açık sektördür. Sanayi firmalarının bilançosunda "öz-kaynak/borçkaynak" oranı kabaca "1"dir. Aynı oran bankacılıkta "1/8" dir. Bankalar, bankacılık teorisi gereği çok yüksek "finansal kaldıraç"la çalışır. Bu sebeple, hem kârlılıkta çok çabuk yükselirler, hem de çok çabuk zarar edip, batarlar. Bu yüzden bankalar, diğer ticari firmalara göre, kamu tarafından çok sıkı denetlenir. Üstelik, bankaların alacaklısı amatör mevduat sahibi, borçlusu ise profesyonel iş adamlarıdır. Banka, işini ciddiye alıp, ödünç verenle, ödünç alan arasında mevcut bu karakter uyumsuzluğunun ortaya çıkarabileceği tehlikeleri ortadan kaldırmakla sorumludur.

Finansal sistemin küreselleşmesi, yüksek rizikolu türev işlemlerini, hatta görünüşte standart gibi duran bankacılık işlemlerini, adeta denetimsiz bırakmıştır. Çünkü işlemler gitgide daha fazla "offshore" ve "bilanço dışına" çıkarılmıştır. Yani hangi işlemin bankacılık geleneklerine göre "tedbirli" (prudent) olup olmadığını denetleyecek bir yetkili makam bulmak mümkün değildir. Malum, hukuk "mülki"dir. Yani ulusal yasalar, yalnız bir memleketin sınırları içinde geçerlidir. Küreselleşme, küresel yetkileri olan denetim kurullarını gerekli kılmaktadır. Bu da yoktur.

## Sui Generis

Tuğrul Belli

### MERKEZ BANKALARI HAKSIZ YERE ELEŞTİRİLİYOR

Son dönemdeki piyasa gelişmeleri karşısında aldıkları tedbirler nedeniyle Fed Başkanı Bernanke ve İngiltere Merkez Bankası Başkanı King yabancı basında oldukça eleştirildi. Keza, TCMB başkanı Sn. Yılmaz'ın sembolik sayılabilecek 25 puanlık indirimi de yurtiçindeki yorumcular tarafından eleştirildi ve bence oldukça haksız bir şekilde bu kararın Hükümetin bazı üyelerinin baskısı sonucu alındığı iddia edildi.

Fed Başkanı Bernanke 1929 Büyük Buhranı üzerine ihtisas yapmış ve oldukça tanınan ve saygı duyulan bir akademisyen. Bernanke krizin başlangıcında piyasaya gerekli likiditeyi sağlayarak Fed'in büyük bankalara olağanüstü durumlarda sağladığı reeskont kredisi faizlerinde 50 baz puanlık bir indirim gerçekleştirdi. Ayrıca, sub prime konut kredilerine dayalı menkul kıymetleri de reeskont için geçerli enstrümanlar arasına aldı. Bu tedbirleri finans piyasalarına verilmiş bir taviz veya batan kurumları kurtarmaya yönelik bir operasyon olarak nitelendirmek son derece yanlıştır. Her şeyi bırakın, eğer Fed

devamı sayfa 4'de

## Bütçe ve Kamu Finansmanı

### Tatil faturası kabarık geldi

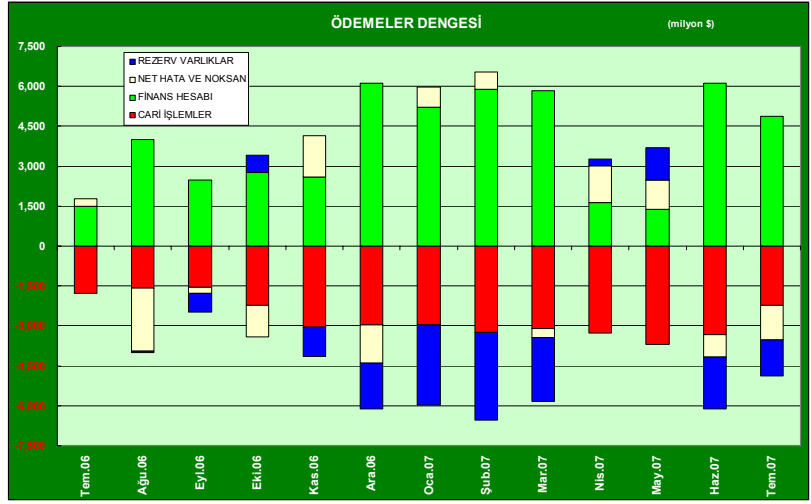
◆ Geçen ay bütçede ciddi bozulmalar olduğunu ve verilerin açıklanmasının geciktirildiğini ifade etmiştik. Nitekim, Maliye bakanı temmuz ayında 20 günlük mali tatil olması nedeniyle, bazı tahsilatların ağustos ayına kaydığını ve temmuz bütçe sonuçlarının gerçeği yansıtmadığını belirterek bu seneden sonra temmuz ve ağustos sonuçlarının eylül içerisinde beraber açıklanacağını ifade etti.

◆ Ancak bütçedeki problemin sadece bu dönemsel geçişten kaynaklandığını söylemek zor.

MERKEZİ YÖNETİM BÜTÇESİ	2006 Ağu	2007 Ağu	Artış	Oca-Ağu06	Oca-Ağu07	Artış	2007 T
Harcamalar	16,553,105	15,930,614	-3.8%	115,048,427	135,817,617	18.1%	204,988,546
1-Faiz Harıç Harcama	11,054,787	11,612,787	5.0%	80,912,528	98,838,654	22.2%	152,042,522
Personel Giderleri	2,939,704	3,421,775	16.4%	24,813,921	29,164,364	17.5%	43,669,799
Sosyal Gv.Kur. Devlet Primi	378,412	442,918	17.0%	3,153,996	3,620,970	14.8%	10,101,779
Mal ve Hizmet Alımları	1,261,014	1,513,620	20.0%	9,947,498	12,189,485	22.5%	15,587,406
Cari Transferler	4,650,009	4,680,023	0.6%	33,137,829	42,369,527	27.9%	60,862,989
Sermaye Giderleri	1,101,502	1,045,229	-5.1%	5,256,989	6,766,385	28.7%	12,103,930
Sermaye Transferleri	426,295	72,951	-82.9%	1,787,787	2,421,874	35.5%	3,647,400
Borç Verme	297,851	436,271	46.5%	2,814,508	2,306,049	-18.1%	3,694,600
Yedek Ödenekler	0			0			2,374,619
2-Faiz Harcamaları	5,498,318	4,317,827	-21.5%	34,135,899	36,978,963	8.3%	52,946,024
Gelirler	16,571,893	19,459,468	17.4%	115,521,959	127,390,590	10.3%	188,158,954
1-Genel Bütçe Gelirleri	16,389,343	19,125,166	16.7%	112,726,345	124,261,115	10.2%	183,460,083
Vergi Gelirleri	13,462,332	17,745,859	31.8%	91,331,580	99,322,090	8.7%	158,152,898
Teşebbüs ve Mülkiyet Gelirleri	510,463	457,504	-10.4%	5,886,923	6,600,764	12.1%	7,817,781
Alınan Bağış ve Yardımlar	16,577	56,051	238.1%	203,241	1,565,587	670.3%	480,118
Faizler, Paylar ve Cezalar	2,382,194	845,547	-64.5%	15,087,676	10,780,952	-28.5%	14,443,470
Sermaye Gelirleri	17,777	20,205	13.7%	216,925	5,991,722	AD	2,565,816
2-Özel Bütçeli İdarelerin Gelirleri	186,952	182,225	-2.5%	1,852,971	1,949,333	5.2%	3,263,692
3-Düzen. ve Denet. Kurum. Geliri	-4,402	152,077	AD	942,643	1,180,142	25.2%	1,435,179
Bütçe Dengesi	18,788	3,528,854	AD	473,532	-8,427,027	AD	-16,829,592
Faiz Dışı Değe	5,517,106	7,846,681	42.2%	34,609,431	28,551,936	-17.5%	36,116,432

Nitekim, ağustos sonu rakamları da hiç parlak değil. Kümülatif olarak baktığımızda, bütçe dengesinin geçen senenin ilk 8 ayında TL 470 milyon fazla verdiğini, bu sene ise dengenin TL 8.4 milyar açığa dönüştüğünü görüyoruz. Keza, faiz-dışı fazlada da %18 kadar bir gerileme söz konusu.

◆ Faiz-dışı harcamalar %22 oranında artarken, vergi gelirlerindeki artış sadece %8.7 artmış. Her ne kadar seçimler nedeniyle bir kısım harcamanın öne alındığı ve bu nedenle ilk 8 ay rakamlarının olduğundan daha kötü çıktığını düşüsek bile, vergi



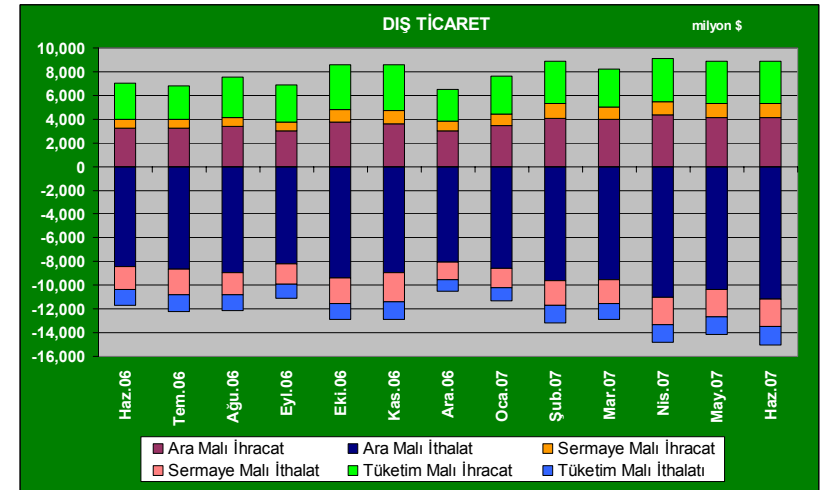
gelirlerinde azalışa bir mazaret bulmak mümkün değil. Ayrıca, sene sonuna kadar ödeneklerin dondurulacağı ifade edilse de, bu yapılan sadece müteahhitlere

dan başka bir şey değil. Kısacası neresinden bakılırsa bakılınsın kötü bir bütçe performansı karşı karşıyayız.

◆ Hazine'nin eylül programına baktığımızda bu ay TL 17.5 milyarlık bir finansman gerçekleştirileceğini ve TL 1.7 milyar kadar bir faiz-dışı fazla beklentisinin olduğunu görüyoruz.

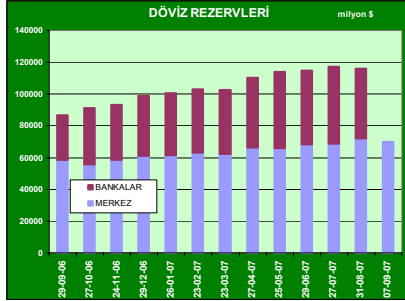
## Ödemeler Dengesi ve Dış Ticaret

◆ Haziranda cari açığın sene başından beri görmekte olduğumuz daralma trendini kırarak tekrar artışa geçtiğini gözlemlemiştik. Aynı durum temmuzda da devam etti. Cari açık geçen temmuza göre \$ 450 milyon



kadar artarak \$ 2.2 milyar oldu. Bu durumun ekonomik aktivitede 2. çeyrek büyüme rakamlarından da teyit edildiği gibi bir zayıflama olmasına rağmen gerçekleşmesi oldukça dikkat çekici. Ayrıca, bu sene turizm gelirlerinin geçen senenin üzerinde olduğunu da hatırlamakta fayda var.

◆ Kanaatimizce, cari açığı genişletme sene sonuna kadar devam edecek ve senelik açık piyasa beklentilerinin oldukça üzerinde \$ 36 milyara ulaşacak. Bu durumda, senenin son aylarında global çalkantının da yatışmasıyla, ekonomik aktivitede göreceli bir düzelme olması ve petrol fiyatlarının geçen senenin aynı döneminin çok üzerinde seyretmesi etkili olacaktır.



◆ Ağustos sonunda MB rezervlerinin temmuz sonuna göre \$ 3 milyar gibi oldukça yüksek miktarda artmış olduğunu görüyoruz. Özellikle, yurtdışı piyasalarda belirsizliklerin arttığı bir dönemde MB rezervlerinde böyle bir artış olması ilginç. Ağustosta \$ 2 milyar kadar bir cari açık olacağını düşünürsek, bu ay (finansman + net hata) hesaplarından \$ 5 milyar kadar bir giriş söz konusu olacaktır.

◆ TİM verilerine göre Ağustosta ihracat geçen yılın aynı ayına göre %23.4 artış kaydederek \$ 8.6 milyar ulaşmış bulunuyor. Önemli kalemler arasındaki en yüksek artış %31 ile otomotiv sektöründe.

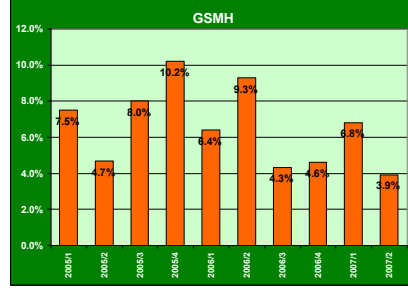
## Üretim ve Büyüme

### 2. çeyrek büyüme hızı %3.9

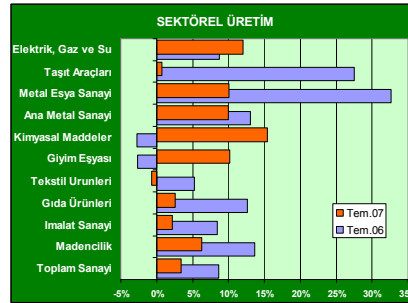
◆ Geçen ay sanayi üretimi endeksine bakarak 2. çeyrek büyüme hızının %3'ler seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin etmiştik. Fiili gerçekleşme %3.9 oldu.

◆ Bütçede net olarak etkisini gördüğümüz kamunun yatırım harcamalarındaki %34'lük artışın büyüme oranının daha düşük çıkmasını önlediği görülüyor.

◆ %65 ile milli hasıla içerisinde en büyük paya sahip olan özel tüketim harcamalarında yüksek faizlere bağlı olarak azalmanın devam ettiğini görüyoruz. Son 4 çeyrekte bu kalemtaki gelişim hızı, 2.3, 0.1, 2.0 ve -0.3 oldu.



◆ Büyüme rakamlarında belirli bir dönemsel baz etkisi de söz konusudur. 2006 2. çeyreğinde büyümenin %9.3 olması, bu senenin düşük çıkmasında etkili olmuştur. Aynı mantık doğrultusunda, geçen senenin 2. yarısında büyüme hızının azalması nedeniyle, bu senenin 2. yarısında büyüme rakamları daha olumlu çıkabilir.



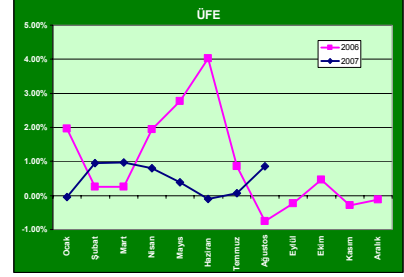
◆ Temmuzda sanayi üretimi %3.5 büyüme gösterdi. Özellikle otomotivdeki büyüme hızının

düşüğü görülüyor. Ancak bunun tatillerden kaynaklanan geçici bir durum olduğunu ve ağustosta ihracat rakamlarının da teyit ettiği gibi bu sektörde büyümenin hızlanacağını söyleyebiliriz.

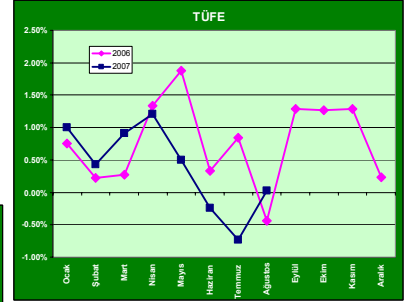
## Enflasyon

### Enflasyondaki baz etkisi bitti

◆ Ağustosta TÜFE %0.02, ÜFE ise %0.85 arttı. Son 12 aylık enflasyon TÜFE'de % 7.39, ÜFE'de ise %3.72 olarak gerçekleşti.



◆ Grafikten de görüldüğü gibi geçen senenin sonbahar aylarında TÜFE oldukça yüksek çıkmıştı. Gerek iç talepteki canlanmanın sınırlı kalması, gerekse de kurlar üzerinde şimdilik bir baskı olmaması nedeniyle bu seneki aylık TÜFE oranlarının ortalamada geçen senenin altında kalacağı görülüyor. Sene sonu enflasyonu %6'ya kadar gerileyebilir.



## Faizler

### Faiz indirimleri devam edecek

◆ MB oldukça sürpriz bir şekilde 13 eylüldeki toplantısında faizleri 0.25 puan düşürdü.

◆ Aslında geçtiğimiz ay küresel dalgalanma nedeniyle 2. piya-

sa faizleri yükselmemiş olsaydı, bu indirim bir ay önce de gerçekleştirilebilirdi.



◆ Senenin kalan aylarında kamu harcamalarında kısıtlamalara gidilecek olması, iç talepteki zayıflık ve trend enflasyonun %6'ya gerilemekte olması MB'nin elini rahatlatıyor. Yurtdışı piyasalar kaynaklı bir sürpriz olmadığı takdirde sene sonuna kadar en az 100 baz puanlık bir indirim daha bekleyebiliriz.

#### SUI GENERIS—s1'den devam

olarak faiz hedefinin %5.25 ise ve piyasaların sıkışmasıyla kısa vadeli 2. piyasa faizleri yükselmişse, zaten faizleri hedef faizinize çekmek için bu geçici parasal genişlemeyi yapmaktan başka çareniz yoktur.

18 Eylüldeki Fed toplantısında ise genel konsensüs Fed'in faizleri 25 baz puan azaltacağı şeklindeydi. Gerçekleşme ise 50 baz puan oldu. Bernanke bu karardan sadece bir hafta önce durumun kontrol altında olduğunu belirten açıklamalar yapmış olduğu ve böyle bir indirimin enflasyon üzerinde menfi tesirleri olma ihtimali bulunduğu için, 50 puanlık indirim de eleştiri konusu oldu. Ancak, Bernanke'nin elinde yeni veriler olduğu, emlak piyasasındaki krizin genele yayılma potansiyelinin arttığı ve krizi daha çabuk sonlandırmak için faiz oranını hızlı ve göreceli olarak yüksek bir oranda geri çekmeyi tercih ettiği görülüyor. Ayrıca, Fed 50 puan indirerek 25 puanın yetersiz kalması durumunda bir sonraki toplantı tarihi olan 31 Ekim'e kadar toplantı dışı bir faiz indirimini yapmak zorunda

PARASAL GÖSTERGELER (milyon YTL)	1 31.08.2007	2 27.07.2007	3 29.12.2006	4 1/2	5 1/3
Dolaşımdaki Para	23,987	23,796	24,676	0.8%	-2.8%
Vadesiz Mevduatlar	22,056	22,692	22,814	-2.8%	-3.3%
M1	46,044	46,487	47,491	-1.0%	-3.0%
Vadeli Mevduatlar	161,997	158,060	137,654	2.5%	17.7%
M2	208,040	204,548	185,145	1.7%	12.4%
DTH	109,213	107,416	101,399	1.7%	7.7%
DTH (milyar\$)	82.5	85.2	71.8	-3.2%	14.9%
M2Y	317,253	311,964	286,544	1.7%	10.7%
Mevduat Bankaları Kredileri	198,152	191,435	170,578	3.5%	16.2%
Açık Piyasa İşlemleri	5,540	8,278	-1,098	-33.1%	AD
Kamu Menkul Kıymetleri	149,863	145,251	138,046	3.2%	8.6%
Dolarizasyon (DTH/M2Y)	34.4%	34.4%	35.4%	0.0%	-2.7%

## Parasal Göstergeler

◆ Ağustosta parasal büyüklüklerle ilgili en dikkat çekici gelişme döviz tevdiat hesaplarındaki azalış oldu. Aylık bazda \$ 2.7 milyar kadar gerileyen döviz hesaplarında ay içinde dolar kurunun 1.4'lere kadar çıktığı dönemde gerileme \$ 4.5 milyar geçmişti.

◆ Türk yatırımcısının dövizini bir menkul kıymet gibi görüp,

da kalmamış bulunuyor. Keza, krizin reel ekonomiye sirayet etme boyutu artarsa, sonraki toplantılarda yeni indirimler de beklenebilir. Merkez Bankalarının birincil önceliği enflasyon olmakla birlikte reel ekonomideki gelişmeleri göz ardı etmeleri diye bir şey söz konusu olamaz.

İngiliz Merkez Bankası Başkanı Mervyn King de Bernanke kadar tanınmış bir akademisyendir. Onu eleştiri oklarının hedefi durumuna getiren ise, orta çaplı bir mortgage bankası olan Northern Rock'ta aşırı mevduat çekilişleri (bank run) yaşanmaya başlaması üzerine 33,000 sterlin olan limitli mevduat garantisini limitsiz garantiye çevirmesi oldu. Ancak, bankacılık nihayetinde kısa vadeli mevduatları uzun vadeli kredilere dönüştüren bir vade uzatma oyunudur. En sağlam banka bile aşırı mevduat çekilişi karşısında aciz kalır. Bu nedenle garantinin genişletilmesi ve mevduat çekilişinin önüne set çekilmesi alınması gerekli bir tedbirdir. Bu Northern Rock bankasının orta vadede el değiştirmesini ve sahip ve yöneticilerinin bankacılık

gayet rasyonel bir şekilde kurlar trendin üstüne yükseldiğinde satış, düştüğünde de alış yaptığı son gelişmelerle de iyice belirginleşmiş vaziyette. Bu davranış şekli ekonomi bilimi açısından da incelemeyi gerektirecek oldukça enteresan bir olgu.

◆ Ağustosta banka kredilerinde senelik trendin üzerinde bir artış söz konusu. BDDK verileri teyit etmese de MB verileri genişlemenin eylülün ilk haftasında da devam ettiğın gösteriyor.

ehliyetlerini kaybetmelerini önleyen bir uygulama değil.

Durmuş Yılmaz da 25 baz puanlık indirim nedeniyle eleştirildi. Geçen sene yapmış olduğu 4.25 puanlık artışı çok yüksek bulan ve artışı yapmış bulunsa bile ilerleyen aylarda çoğunu geri alması gerektiğini savunan biri olarak ben bile sadece 25 baz puan bile olsa böyle bir indirimi beklemiyordum. Ancak, enflasyonun yıl sonunda %6 civarına gerileyeceğini ve uzun süredir aşırı yüksek giden reel faizlerin iç tüketime darbe vurmuş olma ihtimali bulunduğu göz önüne alındığında bu kararın o kadar da eleştiri konusu yapılmaması gerektiğini düşünüyorum. Nitekim, karar sonrasında gerek kur, gerekse de 2. piyasa faizlerinin olumlu reaksiyon verdiğini gördük.

Merkez Bankalarının hareketlerini eleştirmeden önce büyük ekonomist J.M. Keynes'in meşhur bir sözünü hatırlamakta fayda var. "Veriler değiştiği zaman, ben de fikrimi değiştiririm. Ya siz ne yaparsınız mösyö?" (When the facts change, I change my opinion. What do you do, sir?)