

- 1 Savaşın bütçesi hiç bir zaman ilk tahmin edildiği gibi değildir
- 1 Sıkı para politikası ve global likidite bankacılığı etkiliyor
- 2 Faiz-dışı harcamalar henüz kontrol altına alınamadı
- 3 Büyümede sürpriz daralma
- 3 2007 enflasyonunda %8 de geçildi
- 3 Faizde 75 puan daha indirim olabilir

SAYI: 12/07

- Turkish Yatırım Araştırma Birimi tarafından her ay yayınlanır.
- Baskıya giriş tarihi: 19.12.2007
- 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

### IRAK SAVAŞININ ABD'YE MALİYETİ

Bir savaşın, bir devlete ve hatta daha da geniş düşünülürse bir ülkeye maliyetini hesap etmek mümkün değildir. Hesabın yapılamamasının sebebi neyin ölçüldüğünün bilinmemesidir. Daha doğrusu üzerinde mutabık kalılabilecek bir "toplam maliyetin kapsamı" tanımı yoktur. Daha da önemlisi, yapılan maliyet hesabının hangi süreyi kapsamı gerektiği de tartışmalıdır. Savaş öncesinden başlayan hazırlık devresi harcamaları ile savaştan sonra dahi masraf çıkaracak, gazilere ödenecek maaşlar ve onların tedavi giderleri gibi kalemlerin "savaşın toplam maliyeti"ne dâhil edilip edilmemesi takdire bağlıdır. Hele, hele "hiç giderler aynen devam ederdi, hangileri daha fazla veya daha az olurdu gibi hayal ve tahmine dayanan hesaplamalar hesabı tam çıkmaza sokar.

Nobel ödüllü iktisatçı Stiglitz ve Harvard üniversitesinden Linda Bilmes, tüm bu zorlukları bilmelerine rağmen, Irak Savaşının başladığı günden bugüne kadar ABD'ye maliyetini kendi vicdanlarına göre hesaplamışlar. Buldukları rakam 2 trilyon dolar. Harp başlamadan önce Amerikan resmi makamları, bu işin ABD'ye taş çatlasa 200 milyar dolara mal olabileceğini söylemiş. Aynı resmi makamlar, sadece "harbin cereyan ettiği yerlerde" yapılan masrafın şimdiden 500 milyar doları geçtiğini geçenlerde açıklamış. Harp bitmediğine göre, maliyet de

artmaya devam etmektedir. Üstelik uğruna yapıldığı söylenen petrolün fiyatı da varil başına 20-25 dolardan, 100 dolarlar seviyesine çıkmış vaziyette. Yani neresinden bakılırsa bakılsın, harp çok pahalı bir iş. Ama anlaşılın milletler için, harpten de pahalı oluşumlar var ki, "harp"lerin kökü kazınamıyor.

## Sui Generis

Tuğrul Belli

### BANKACILIK İÇİN SIKIŞIK BİR DÖNEM

Sıkı TL politikası, bunun sonucunda ekonomide oluşan göreceli durgunluk ve yabancı fonların artış hızındaki azalma bankaların bilanço ve iş hacminini de etkiliyor. BDDK'nın en son rakamlarına (12.12.07) göre bu sene bankaların toplam mevduat ve fonları %10.7 artmış. %8.5 enflasyon ve %4 kadar büyüme beklenen bir sene için bu oldukça düşük bir oran. Buna karşılık aktif cephesinde durum şimdilik daha iyi gözüküyor. Krediler %24 oranında artarken, ağırlıklı devlet tahvillerinden oluşan menkul değerler sadece %3 oranında artmış. Ancak TL fon yaratmada bir sıkışıklık olması durumunda, kredilerin artışında da sorunlar yaşanacaktır.

2001 sonrasındaki yeniden yapılanma süreci içerisinde bireysel bankacılık hizmetlerinin geliştirilmesi ve yaygınlaştırılması Türk bankacılığı için önemli bir öncelik teşkil etmiştir. Halen de, bireysel bankacılık pazarında büyüme ve pazar kapma olgusu önemini korumaya devam etmektedir. Özellikle tüketici kredilerindeki faiz marjının genişliği bu ürünleri bankalar açısından son derece cazip

devamı sayfa 4'de

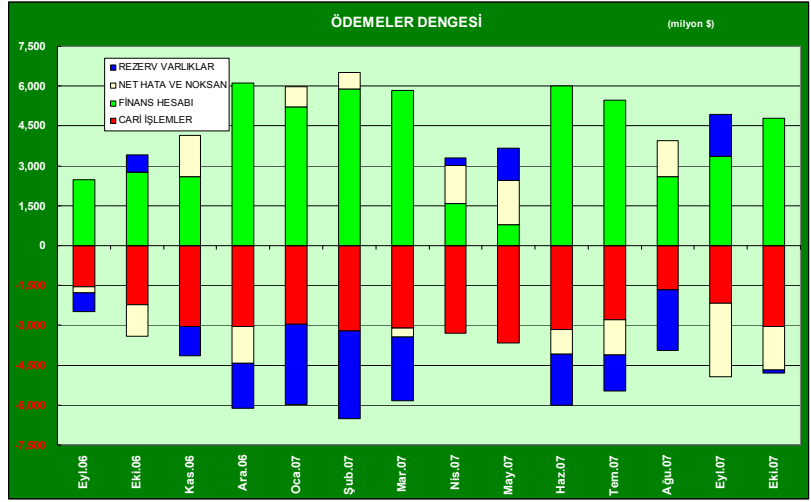
## Bütçe ve Kamu Finansmanı

### Harcamalar hala yüksek

◆ Kasım bütçesi harcamalar kaleminin henüz kontrol altına alınmadığını teyit ediyor. Geçen Kasım'a göre faiz-dışı harcamalardaki artış %38 gibi çok yüksek bir oran. Buna karşın gelir kalemlerinde de izafi bir düzelme olduğu gözüküyor. Özel tüketim vergisi tahsilatlarında görülen %26 oranındaki artış bir ölçüde bu kalemlerde yapılan vergi düzenlemelerini yansıtıyor. Ancak, iç talep durumunun da bir

MERKEZİ YÖNETİM BÜTÇESİ	2006 Kasım	2007 Kasım	Artış	Oca-Kas2006	Oca-Kas2007	Artış	2007 T
<b>Harcamalar</b>	13,364,721	16,188,610	21.1%	157,700,828	184,402,129	16.9%	204,988,546
<b>1-Faiz Harıç Harcama</b>	10,097,485	13,912,115	37.8%	113,633,073	137,439,605	21.0%	152,042,522
Personel Giderleri	3,322,061	3,744,121	12.7%	35,136,072	40,526,254	15.3%	43,669,799
Sosyal Güv.Kur. Devlet Primi	408,483	473,217	15.8%	4,393,035	5,022,801	14.3%	10,101,779
Mal ve Hizmet Alımları	1,574,600	2,247,961	42.8%	14,198,984	17,555,079	23.6%	15,587,406
Cari Transferler	3,598,338	5,674,089	57.7%	46,121,401	58,435,063	26.7%	60,862,989
Sermaye Giderleri	926,449	1,080,850	16.7%	8,042,624	9,590,321	19.2%	12,103,930
Sermaye Transferleri	68,013	441,482	549.1%	2,293,298	3,147,651	37.3%	3,647,400
Borç Verme	199,541	250,395	25.5%	3,447,659	3,162,436	-8.3%	3,694,600
Yedek Odenekler	0	0		0	0		2,374,619
<b>2-Faiz Harcamaları</b>	3,267,236	2,276,495	-30.3%	44,067,755	46,962,524	6.6%	52,946,024
<b>Gelirler</b>	17,215,109	18,749,177	8.9%	157,764,401	174,687,297	10.7%	188,158,954
<b>1-Genel Bütçe Gelirleri</b>	16,863,882	18,336,112	8.7%	153,438,532	170,194,008	10.9%	183,460,083
Vergi Gelirleri	13,422,490	16,756,149	24.8%	125,951,642	140,589,287	11.6%	158,152,898
Teşebbüs ve Mülkiyet Gelirleri	305,904	309,726	1.2%	7,115,020	7,484,014	5.2%	7,817,781
Alınan Bağış ve Yardımlar	23,820	52,355	119.8%	264,811	1,703,533	543.3%	480,118
Faizler, Paylar ve Cezalar	1,013,671	1,203,049	18.7%	17,732,686	14,374,902	-18.9%	14,443,470
Sermaye Gelirleri	2,097,997	14,833	-99.3%	2,374,373	6,042,272	AD	2,565,816
<b>2-Özel Bütçeli İdarelerin Gelirleri</b>	272,187	325,979	19.8%	2,965,795	3,005,888	1.4%	3,263,692
<b>3-Düzen. ve Denet. Kurum. Geliri</b>	79,040	87,086	10.2%	1,360,074	1,487,401	9.4%	1,435,179
<b>Bütçe Dengesi</b>	3,850,388	2,560,567	-33.5%	63,573	-9,714,832	-15381.4%	-16,829,592
<b>Faiz Dışı Denge</b>	7,117,624	4,837,062	-32.0%	44,131,328	37,247,692	-15.6%	36,116,432

göstergesi sayılabilecek "dahilde alınan KDV" kaleminde de %30 gibi ciddi oranlı bir artış söz konusu. Eğer Hazine'nin İç Borçlanma Stratejisi raporunda tahmin ettiği gibi Aralık ayı faiz-dışı fazla rakamı sıfır olarak gerçekleşirse, tüm yıl faiz-dışı fazlası 37 milyar TL, bütçe açığı ise 11.5 milyar TL civarında gerçekleşecek. Bu rakamların milli hasılaya oranı ise takriben sırasıyla %5.7 ve %-1.8 olacak. IMF tanımlı bütçe dengesinde TL 9 milyar kadar gelirin silineceği dikkate alındığında ise faiz-dışı fazla %4.3'e gerileyecek. Bu hesabın içinde KİT'lerde oluşmuş olması muhtemel açıklar ise yer almıyor.



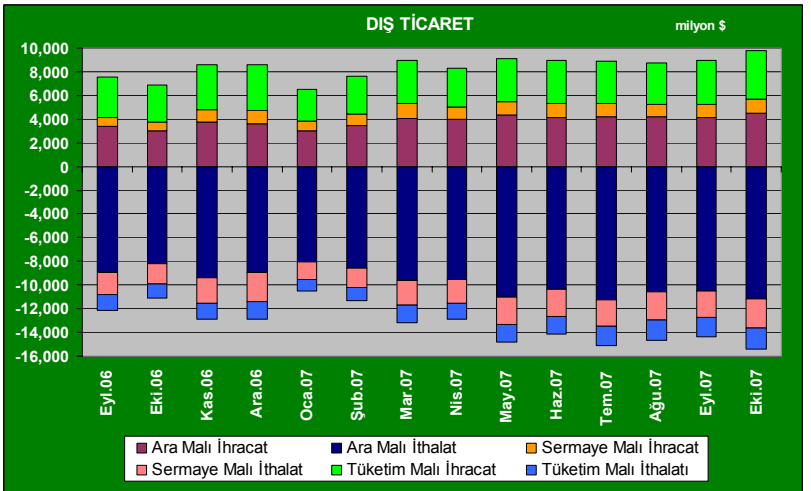
◆ Gelirler tarafında ise durum daha iyi gibi. Özellikle kurumlar,

civarında bir artış göze çarpıyor.

◆ Hazine 2008 yılı finansman programını da açıkladı. Buna göre bu sene TL 159 milyara ulaşan ana para ve faizden oluşan toplam borç servisi önümüzdeki sene TL 150 milyar olacak. Finansman tarafında ise bu sene TL 10 milyar olan yurtdışı borçlanmanın TL 15 milyara çıkarılması öngörülmüyor. Ancak global konjonktürün böyle bir artışa izin verip vermeyeceği biraz muallak.

## Ödemeler Dengesi ve Dış Ticaret

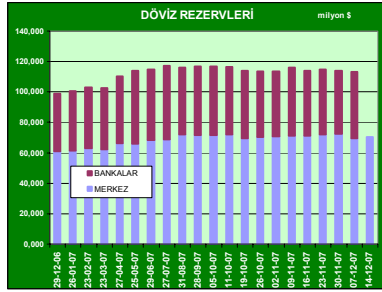
◆ Ekimde cari denge açığı \$ 3 milyarını geçerek beklentilerin üzerine çıktı. Ancak bu durumda yüksek seyretmeye devam eden



hammadde ve enerji fiyatlarının ciddi etkisi olduğu görülüyor. Geçen Ekimde \$ 8.2 milyar olan ara malı ithalatı bu sene %36 artışla \$ 11.2 milyara ulaşmış bulunuyor. Ara malları içindeki mineral yakıtlar ithalatı ise %61 gibi çok yüksek bir artışla \$ 2 milyarı geçti.

◆ İlk 10 ayda \$ 29 milyar olarak gerçekleşen cari açığın sene sonunda \$ 37 milyarla milli hasılanın %7.4'i gibi bir oranda gerçekleşmesi şimdiden kesin gibi.

◆ Sene başında \$ 60.8 milyar mertebesinde bulunan MB rezervleri ise 14 Aralık itibarıyla yaklaşık \$ 10 milyarlık bir artışla \$ 70.6 milyara ulaşmış bulunuyor.



◆ TİM verilerine göre Kasımda ihracat geçen yılın aynı ayına göre %29 artış kaydederek \$ 11.1 milyara ulaştı. Bu artışın takriben %6 kadarı euronun doalra karşı değer kazanmasından geliyor.

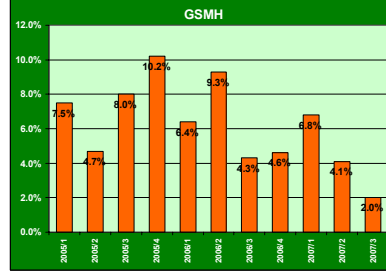
## Üretim ve Büyüme

**Büyümede şok daralma: %2**

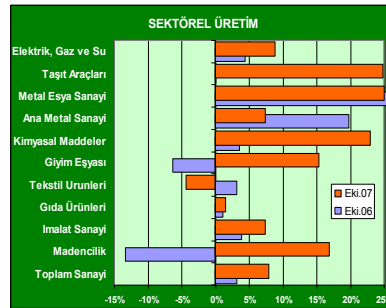
◆ 3. çeyrek büyümesi bütün tahminlerin gerisinde kalarak sadece %2'lik bir artış gösterdi. Ancak bu durumun Türkiye ekonomisinin bir stagflasyon (durgunlukla beraber enflasyon) ortamına girdiğini göstermekte olduğunu söylemek için henüz erken.

◆ 3. çeyrek büyümesindeki daralma daha çok arz tarafındaki şoklardan kaynaklanıyor. Tarımsal üretimde kuraklık nedeniyle yaşanan %7.8 oranındaki gerile-

me milli hasıla rakamlarını kabaca %1.5 kadar düşürmüş bulunuyor. Ayrıca tarımsal üretimin zamanında ve kesin olarak hesaplanamaması nedeniyle 3. çeyrek milli hasıla verileri çoğu zaman 4. çeyrek ve tüm yıl verilerinin açıklanması ile birlikte yukarı yönlü revizyona tabi tutulur.

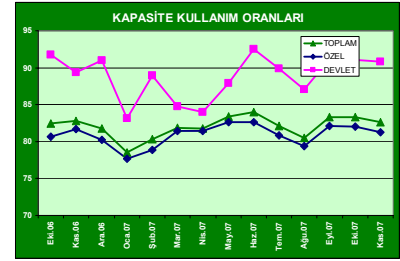


◆ Sanayi üretimindeki %3.7'lik düşük sayılabilecek büyümenin de sürpriz olmadığını söyleyebiliriz. (Aylık yayınlanan üretim endeksi rakamlarının 3. çeyrek ortalaması zaten %4 olmuştur.) Milli hasılanın üretim tarafındaki diğer bileşenlerine baktığımızda ise toptan ve perakende ticarete dikkat çekici bir yavaşlama (%1.3) görülüyor. Özel nihai tüketim harcamaları toparlanırken, devletin tüketim harcamalarının artış hızında bir yavaşlama söz konusu.



◆ Ekonomideki daralmanın geçici mi, kalıcı mı olduğunu göstermesi açısından 4. çeyrek rakamları oldukça önem arz ediyor. Bu açıdan Ekim ayında toplam sanayi üretiminde %7.9 oranında bir artış olması son çeyrek konusunda çok da kötümser olunmaması gerektiğini

gösteriyor. Öte yandan Kasım ayı kapasite kullanımını ise geçen seneye göre az da olsa bir daralma gösteriyor. Buna karşın Ka-



sımda KDV tahsilatında %30'luk bir artış söz konusu. Kısacası tüketim harcamalarında bir toparlanma, buna karşın üretimde bir duraklama söz konusu olabilir.

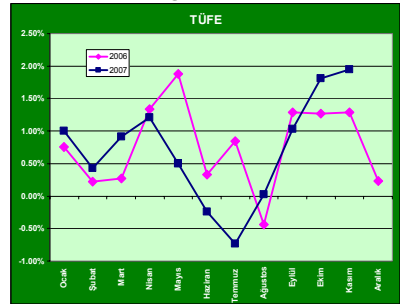
◆ Bu sene Kurban bayramının aralık ayına gelmesi de büyüme rakamlarını istatistik olarak etkileyebilir. Çalışılan gün sayısının geçen seneye göre daha az olması rakamları düşük gösterebilir.

◆ Neticede son çeyrekte %4'lük bir büyüme oranı elde edilmesi durumunda, yıllık büyüme hızımız da %4 olarak gerçekleşecektir. Neresinden bakılırsa bakılsın Türkiye gibi gelişmekte olan bir ülke için oldukça yetersiz bir oran tabii ki.

## Enflasyon

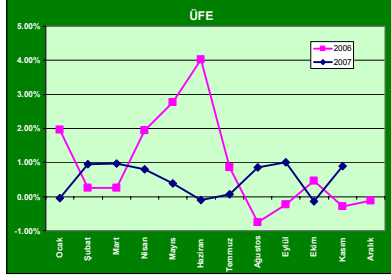
**Enflasyon %8'i de geçti**

◆ Kasımda TÜFE %1.95, ÜFE ise %0.89 arttı. 12 aylık enflasyon TÜFE'de % 8.4, ÜFE'de ise %5.65 olarak gerçekleşti.



◆ Ana harcama gruplarına baktığımızda, en yüksek artışların artırılan vergiler nedeniyle alkollü

içecekler ve tütünde (%6.51) olduğunu görüyoruz.



◆ Geçen sene aralık ayında enflasyonun nisbeten düşük çıktığını (%0.23) dikkate aldığımızda, 2007 sene enflasyonunun %8.5'i geçeceği şimdiden kesinleşti.

## Faizler

### İndirimin sonuna geliyoruz

◆ MB 14 Aralık'ta 50 baz puanlık bir indirim daha gerçekleştirerek gecelik faizleri %15.75 seviyesine indirdi. Böylece son 4 ayda gerçekleştirilen toplam indirim %1.75'e ulaştı.

### SUI GENERIS—s1'den devam

kılmaktadır.

Bilindiği gibi tüketicilerin gelirleri TL olduğu için, bu ürünler de sadece Türk Lirası üzerinden düzenlenmektedir. Bu durumda bankaların TL fon yaratmaları her zamankinden daha da önemli hale gelmektedir. Ancak, enflasyonla savaşımın devam ettiği bir ortamda para otoritesi olan MB'nin de TL arzını kısıtlı tutmaya devam etmesi gerekmektedir. Nitekim, 2007 yılında geçen seneye göre dar kapsamlı para arzındaki ortalama artış çok düşük boyutlarda kalmıştır. Bu şartlar altında TL yaratabilecek 2 kanal kalmaktadır. Bunlardan biri kamunun tasarruflarını artırarak iç borç çevirme oranını azaltmasıdır. Her ne kadar 2008 faiz-dışı fazlası %5.5'e çekilmiş ise de, bu oran bu sene %4.3 civarında oluşan faiz-dışı fazlaya göre gene de bir sıkılaştırmayı işaret etmektedir. Nitekim Hazine de bu sene %80 olarak gerçekleşen iç borç çevirme oranını 2008'de

4

PARASAL GÖSTERGELER (milyon YTL)	1 30.11.2007	2 02.11.2007	3 29.12.2006	4 1/2	5 1/3
Dolaşımdaki Para	24,758	24,856	24,676	-0.4%	0.3%
Vadesiz Mevduatlar	22,500	21,798	22,814	3.2%	-1.4%
M1	47,258	46,654	47,491	1.3%	-0.5%
Vadeli Mevduatlar	166,109	164,206	137,654	1.2%	20.7%
M2	213,367	210,860	185,145	1.2%	15.2%
DTH	104,446	103,960	101,399	0.5%	3.0%
DTH (milyar\$)	88.2	89.0	71.8	-1.0%	22.9%
M2Y	317,813	314,820	286,544	1.0%	10.9%
Mevduat Bankaları Kredileri	211,279	204,841	170,578	3.1%	23.9%
Açık Piyasa İşlemleri	6,295	7,420	-1,098	-15.2%	AD
Kamu Menkul Kıymetleri	147,816	146,459	138,046	0.9%	7.1%
Dolarizasyon (DTH/M2Y)	32.9%	33.0%	35.4%	-0.5%	-7.1%

◆ Ancak grafikten de görüldüğü gibi 2. piyasa faizleri son 2 indirimde pozitif bir reaksiyon



vermedi. Bugünkü şartlar altında izlenmesi gereken en akılcı para

%70 civarına düşürmeyi hedeflemektedir. Böylece piyasada kalan para TL kredilere kaynak olabilecektir.

TL pasifleri artırabilecek ikinci olgu ise Türk bankalarının yurtdışı borçlanmalarını TL'ye çevirmeleri ve yabancı kuruluşların TL aktiflere yatırım yapmalarıdır. Bankacılık yurtdışından fon temin etmeye devam etse bile, bankaların açık pozisyonlarını artırmadan bu fonları TL kredilerde kullanabilmeleri için bankacılık dışı kesimlerin TL enstrümanlara talebinin devam etmesi gerekmektedir. Ancak şu anki global konjonktür buna pek de izin vermemektedir doğrusu. Bu durumda bankaların TL mevduat yaratma konusunda kendi aralarındaki rekabetleri devam edecektir. Ancak faizlerin yüksek seyretmesini de beraberinde getirecek bu durumun nihayetinde ne bankalara, ne de kredi kullanan tüketiciye bir faydası

politikası MB'nin faizleri 50 ve 25'lik indirimlerle %15 civarına çekmesi, sonrasında ise iç talep ve kamu dengesi gelişmelerini yakından takip ederek bir süre hareketsiz kalması olacaktır.

olacaktır.

Sonuçta yabancı yatırımcıların Türkiye piyasasına olan ilgilerinin devam ediyor olması önemli olmaktadır. Şöyle ki, son aylarda görüldüğü gibi yabancı yatırımcılar devlet kağıtlarından çıkmaya devam ederse, yerel bankalar devlet kağıtları portföylerini azaltamayacaklardır. Keza, bankaların yurtdışı borçlarını çevirme oranları düşer, ve yabancıların da TL varlık tutma iştahları azalırsa, gene TL sıkışıklığı söz konusu olabilecektir. Nihayetinde, global piyasalardaki likidite ve risk iştahı TL piyasasındaki gelişmeler üzerinde belirleyici olmaya devam edecektir.

TURKISH BANK A.Ş.