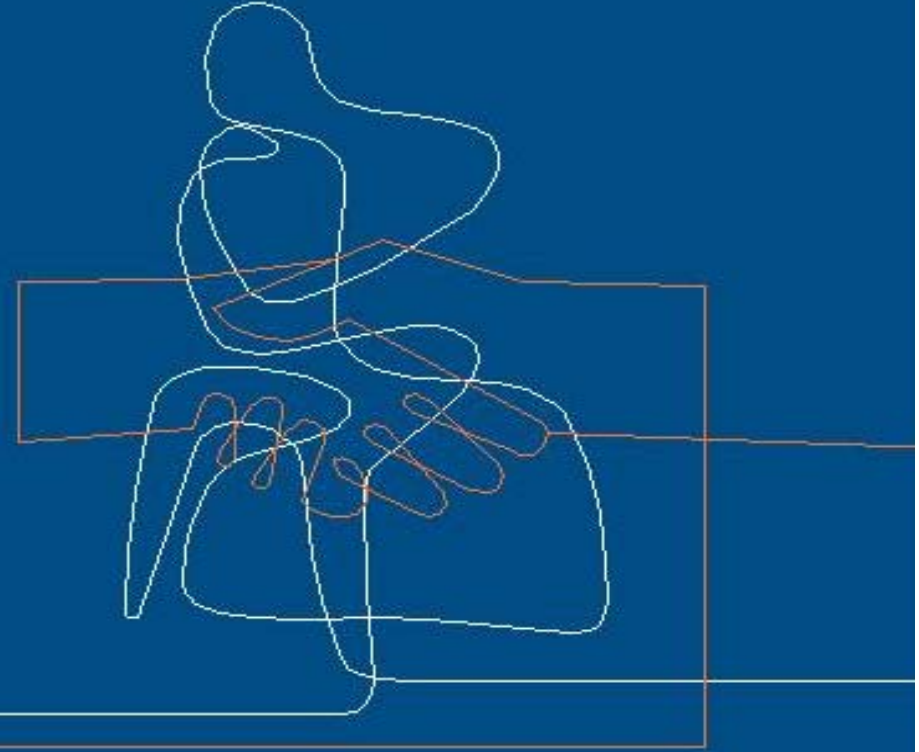


Küresel konjonktürdeki gelişmelerin Türkiye ekonomisine etkileri

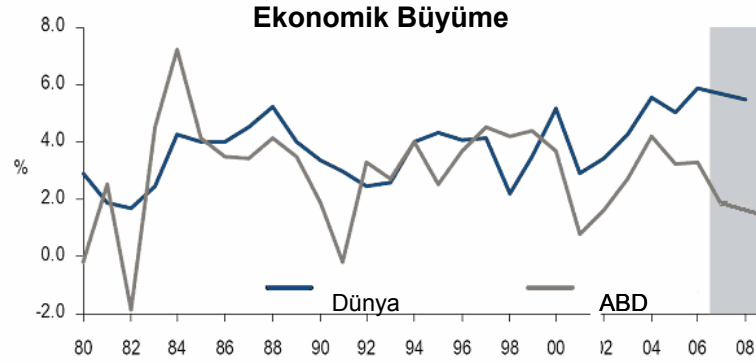
Ekim 2007



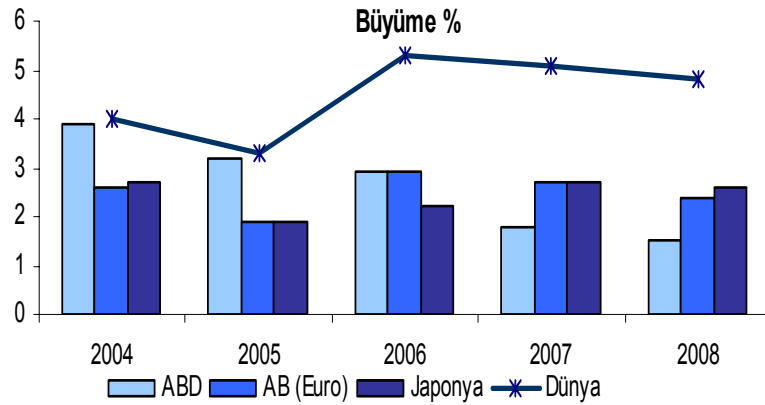
Yönetici Özeti

- ABD ekonomisinin hastalanmasına rağmen dünya ekonomisi canlılığını koruyor
- Asya'da altyapı yatırımları, Avrupa'da iç talebin güçlü olması küresel ekonomiyi canlı tutuyor
- Gelişmekte olan ülkeler küresel büyümenin itici gücünü oluşturuyor
- Küresel konjonktür geliştirmekte olan ülkelerin hızlı büyümesini sürdürmesi için uygun
- ABD ekonomisinde ağır bir durgunluğun korumacı tedbirleri hortlatması gelişmiş ülkeler için en büyük risk
- Uygulanan sıkı para ve maliye politikaları sayesinde Türkiye küresel piyasalardaki dalgalanmalara karşı eskisine göre çok daha dirençli
- AKP Hükümeti'nin seçim sırasında bozulan mali disiplini düzeltecek ve yapısal reformları hızlandıracak bir paket açıklaması durumunda olası dalgalanmalardan daha az etkileniriz
- Faiz dışı fazlaya ilave olarak kamunun ağırlığını küçültücü, özel sektörün rekabet gücünü artırıcı yapısal reformlara odaklanmak gerekiyor

Dünya Ekonomisi



Kaynak: Dünya Bankası, IMF, Merrill Lynch

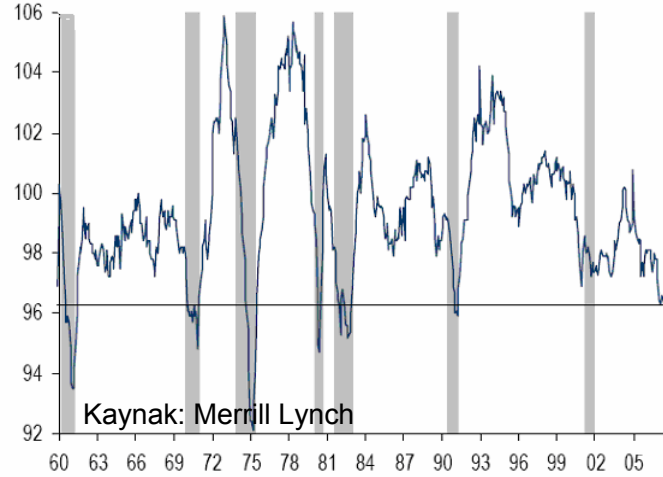


Kaynak: Dünya Bankası, IMF, Merrill Lynch

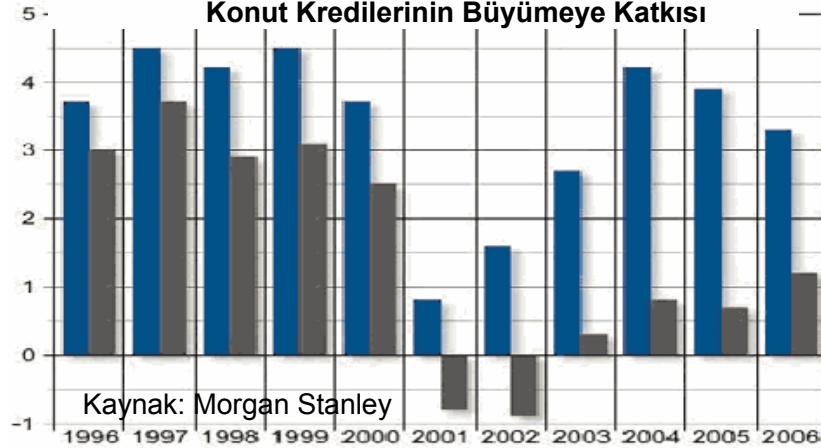
- Dünya ekonomisinde intizamlı bir düzeltme başladı
- Amerikan merkezli büyüme modelinden çok merkezli büyüme modeline geçiş endişe ettiğimiz kadar zor olmuyor
- Konut piyasasında yaşanan sorunlar ABD ekonomisini durgunluğun eşiğine getirdi
- Buna karşı Asya ve Avrupa'da iç talebin güçlenmesi küresel büyümeyi ayakta tutuyor
- Gelişmekte olan ülkeler küresel büyümenin motoru görevini üstlenmeye başladı

Dünya Ekonomisi

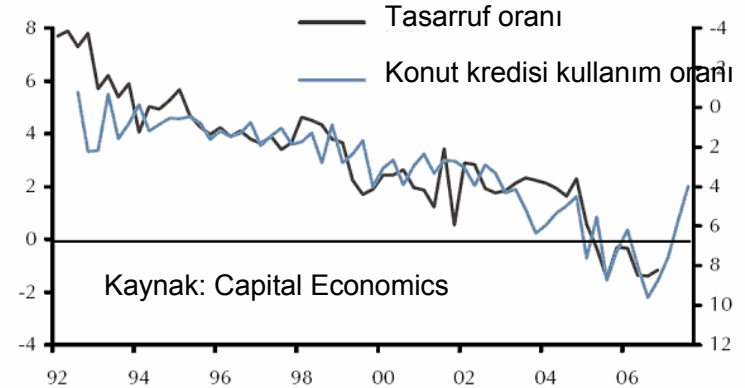
ABD Ekonomisinde Yavaşlama Sinyalleri



Konut Kredilerinin Büyüme Katkısı

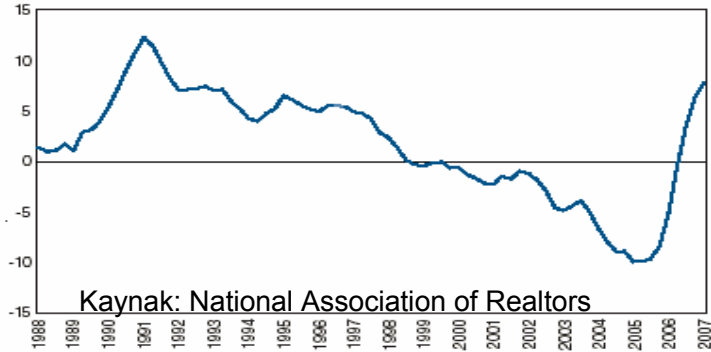


- Konut fiyatlarındaki artışa dayanarak bankalardan çekilen tüketici kredilerinin ABD ekonomisindeki büyümeye katkısı çok yüksekti
- Yüksek faiz oranları konut fiyatlarındaki yükselişi tersine çevirerek bu fazilet çemberini bozdu
- Konut sektöründen başlayarak ekonominin geneline yayılan bir yavaşlama başladı



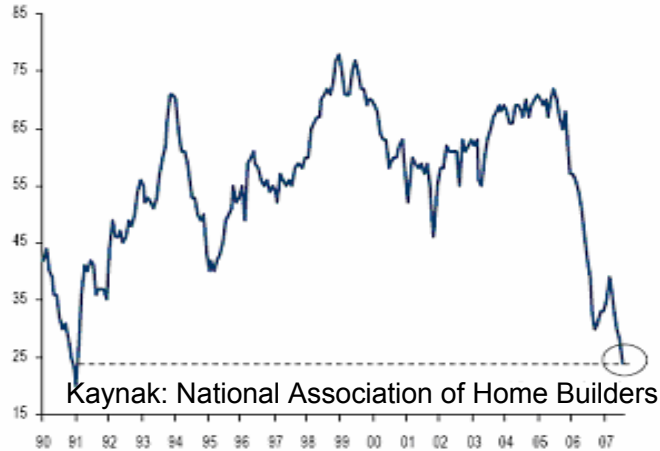
Dünya Ekonomisi

ABD Reel Konut Faizleri*



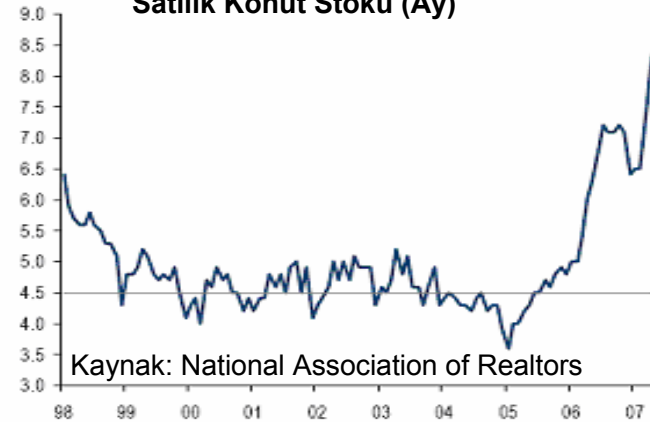
* İpotek bonusu faizleri - konut fiyatlarındaki değişim

Konut Piyasasındaki Satışlar



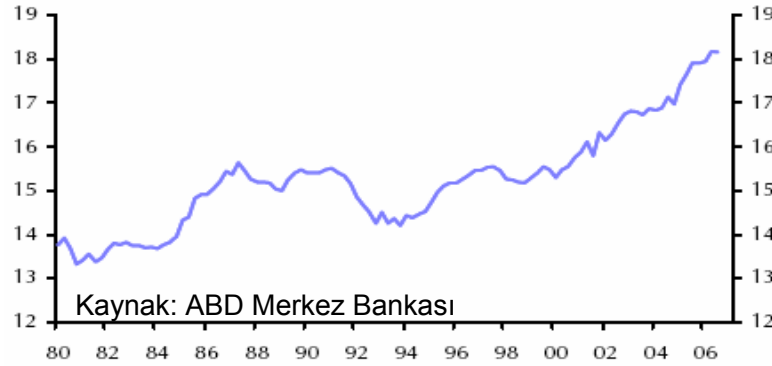
- Konut piyasasındaki spekülasyon balon sönmeye başladı
- Faizlerdeki yükseliş konut sektöründeki satışları durma noktasına getirdi
- Satılık konut stoku 9 ay ile son on yılın en yüksek seviyesine yükseldi
- Konut fiyatları yıllar sonra ilk defa düşmeye başladı

Satılık Konut Stoku (Ay)



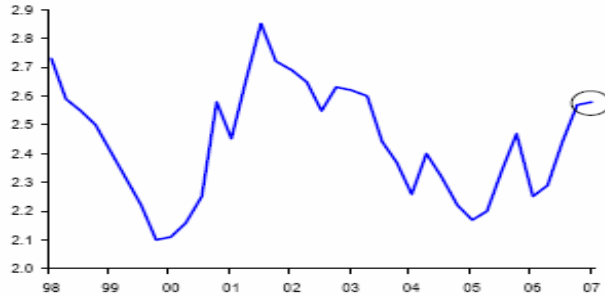
Dünya Ekonomisi

Hanehalkının Finansal Yükümlülükleri / Harcanabilir Gelir %



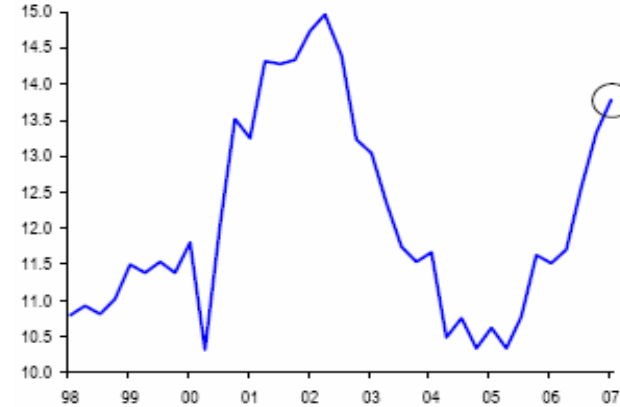
- ▶ Emlak fiyatlarındaki spekülasyonun sürmesine güvenerek gelirinin üzerinde borçlanan hanehalkı yükümlülüklerini yerine getirmekte zorlanıyor
- ▶ Düşük riskli müşteri grubuna verilen kredilerdeki bozulma kabul edilebilir boyutta
- ▶ Ancak, yüksek riskli konut kredilerinin geri ödemesindeki gecikme endişe verici seviyelere ulaştı

Düşük Riskli Konut Kredilerindeki Gecikme %



Kaynak: Mortgage Bankers Association

Yüksek Riskli Konut Kredilerindeki Gecikme %



Kaynak: Mortgage Bankers Association

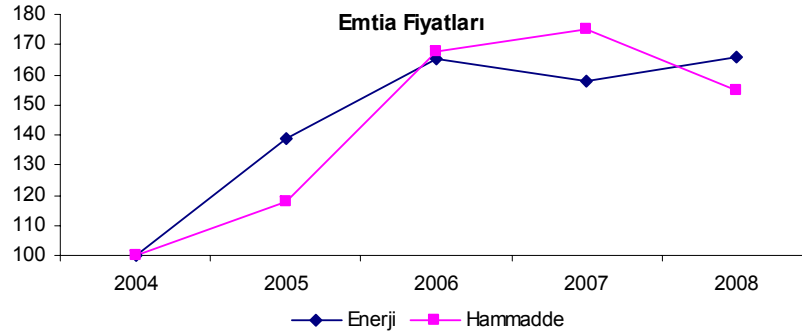
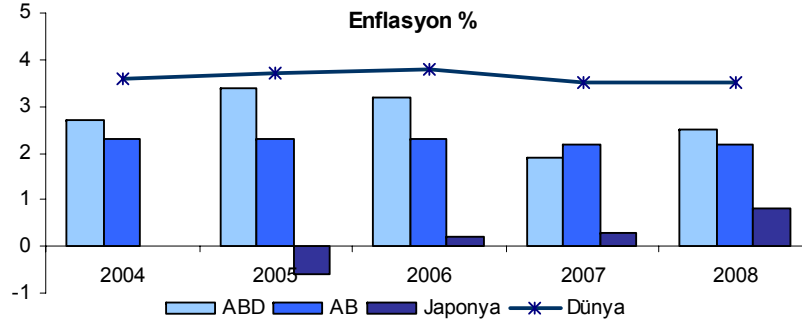
Dünya Ekonomisi

Amerikan Ekonomisindeki Yabancı Sermaye Payı					
	Miktar (Milyar \$)	Yabancı payı (%)	Bölgesel Dağılım		
			Asya	Avrupa	Diğer
Devlet tahvilleri	2219	17	43	41	16
Devlet kurumları	1223	9	46	31	20
Şirket tahvilleri	2854	22	14	65	21
Hisse senedi	2925	23	10	72	18
Doğrudan yabancı yatırım	2103	16	-	-	-
Diğer	1608	12	-	-	-
Toplam	12931		27	50	23

Kaynak: Merrill Lynch

- ABD kredi piyasasındaki bozulmanın küresel piyasalar üzerindeki etkisinin sınırlı olmasını bekliyoruz
- Dalgalanmanın Avrupa piyasaları üzerindeki etkisi Asya'dan daha fazla olacak
- Asya ekonomisinin büyümesini sürdürmeye devam etmesini bekliyoruz

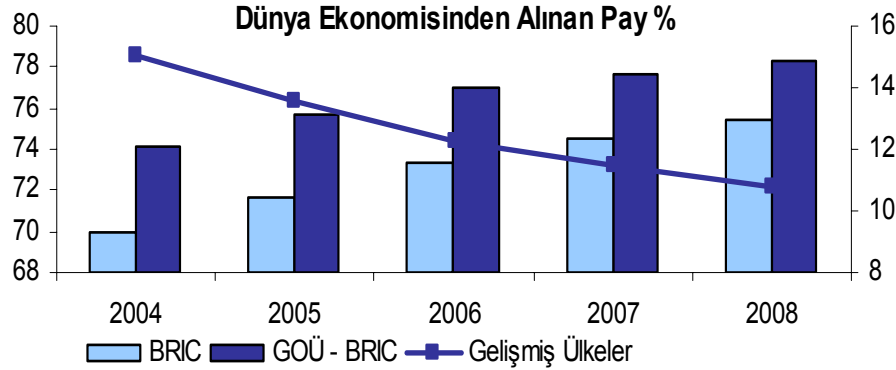
Dünya Ekonomisi



- Enerji ve sınai hammadde ürünlerindeki artışa rağmen enflasyon beklentileri - Çin haricinde – kontrol altında
- Ekonomik büyümedeki yavaşlamaya paralel enflasyonda tedricen bir gerileme başladı
- ABD ekonomisinin durgunluğa girme ihtimali FED'i faiz oranlarını 50 baz puan indirmeye zorladı
- FED'in faiz oranlarını 12 aylık dönemde 50-100 baz puan daha indirmesi bekleniyor
- Avrupa ve Asya Merkez Bankaları'nın çekirdek enflasyon göstergesi %2'nin altına inene kadar sıkı para politikasını sürdüreceği tahmin ediliyor

Kaynak: IMF, İş ;Yatırım

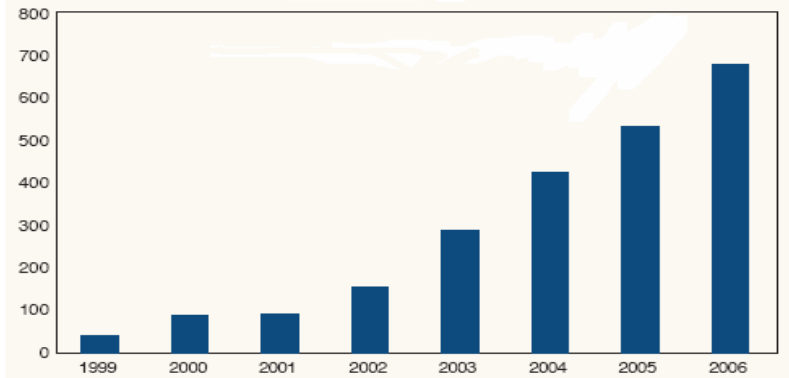
Gelişmekte Olan Ülkeler



*Brezilya, Rusya, Hindistan ve Çin ekonomilerinin toplamı

Kaynak: Dünya Bankası tahminleri

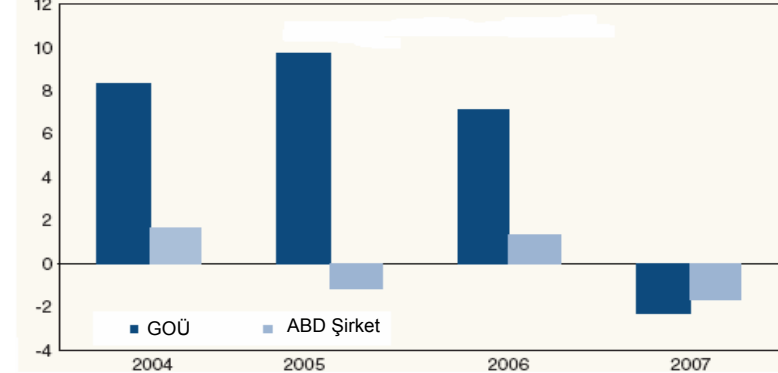
Gelişmekte Olan Ülkelerin Rezervlerindeki Artış (Milyar\$)



Kaynak: PIMCO

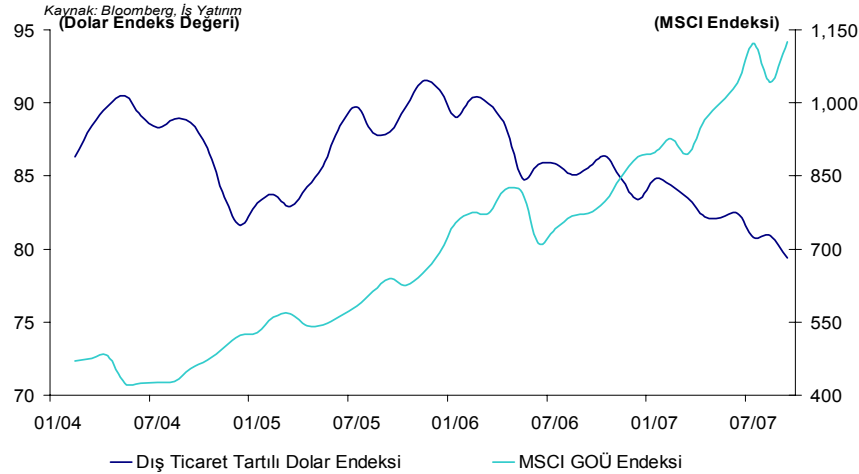
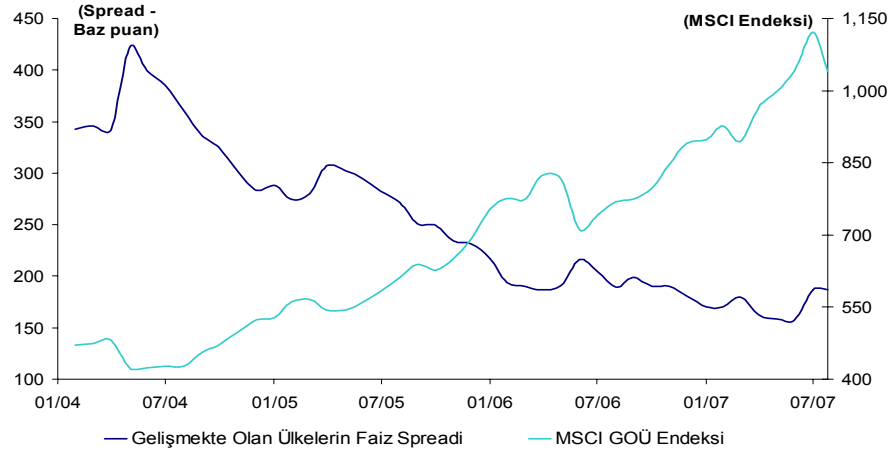
- Gelişmekte olan ülkeler dışsal şoklara karşı eskisinden daha güçlüler
- Kamu borçlarını azaltan ve rekabet güçlerini artıran gelişmekte olan ülkelerin dış kaynak ihtiyacı önemli oranda azaldı
- Brezilya, Rusya, Hindistan ve Çin dünya ekonomisinin yeni motoru olmaya aday
- ABD kredi piyasasında risklerin devam etmesine rağmen gelişmekte olan ülke aktiflerine olan iştah sürüyor

Gelişmekte Olan Ülke Bonoları ABD Şirketlerinden çok daha fazla kazandırıyor



Kaynak: Lehman Brothers

Gelişmekte Olan Ülkeler



Kaynak: Bloomberg, İş Yatırım

- Dünya ekonomisine entegrasyonun artmasına paralel gelişmekte olan ülke piyasalarına fon akışının güçlenmeye devam etmesini bekliyoruz
- Ekonomik dengelerindeki iyileşmeye paralel gelişmekte olan ülke varlık fiyatlarının gelişmiş ülkelere yakınsaması bekleniyor
- Doların küresel ölçekte değer kaybetmesi veya kazanması temel eğilimi etkilemiyor
- Gelişmekte olan ülkeler için iki temel risk öngörüyoruz
 - Sistemik risk: ABD ekonomisinde olası bir durgunluğun korumacı tedbirleri hortlatması
 - Ülke riski: Olumlu dış dinamiklere güvenen siyasi iradenin reform sürecini yavaşlatması

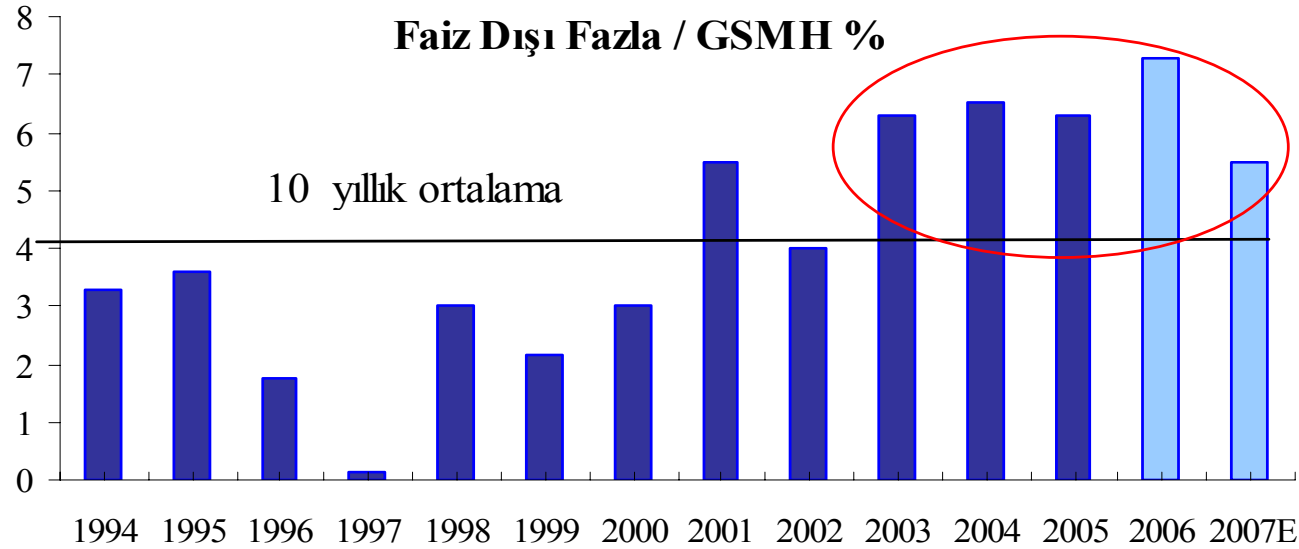
Türkiye ekonomisindeki gelişmeler

- Türkiye ekonomisi son yıllardaki en güçlü dönemini geçiriyor
- Kamu sektörünün yeniden yapılanması büyük ölçüde tamamlandı
- Sıra özel sektörün rekabet gücünü artırıcı yapısal reformlara geldi



Türkiye ekonomisindeki gelişmeler

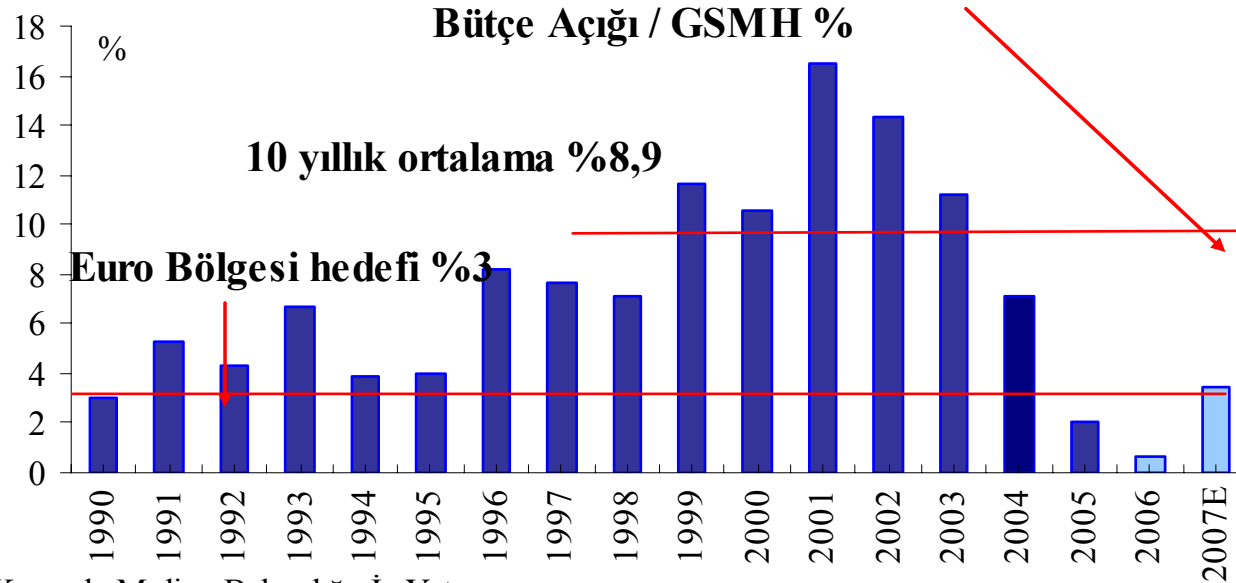
- ✓ Uygulanmakta olan sıkı maliye politikası ve yapısal reformlar sayesinde Türkiye ekonomisinin dışsal şoklara karşı direnci arttı
- ✓ Seçimler nedeniyle 2007 yılında mali disiplinde bir miktar gevşeme yaşandı
- ✓ Mali disiplindeki bozulmanın geçici olduğunu, borç dinamiklerindeki olumlu gidişatı tersine döndürmeyeceğini tahmin ediyoruz



Kaynak: Maliye Bakanlığı, İş Yatırım

Türkiye ekonomisindeki gelişmeler

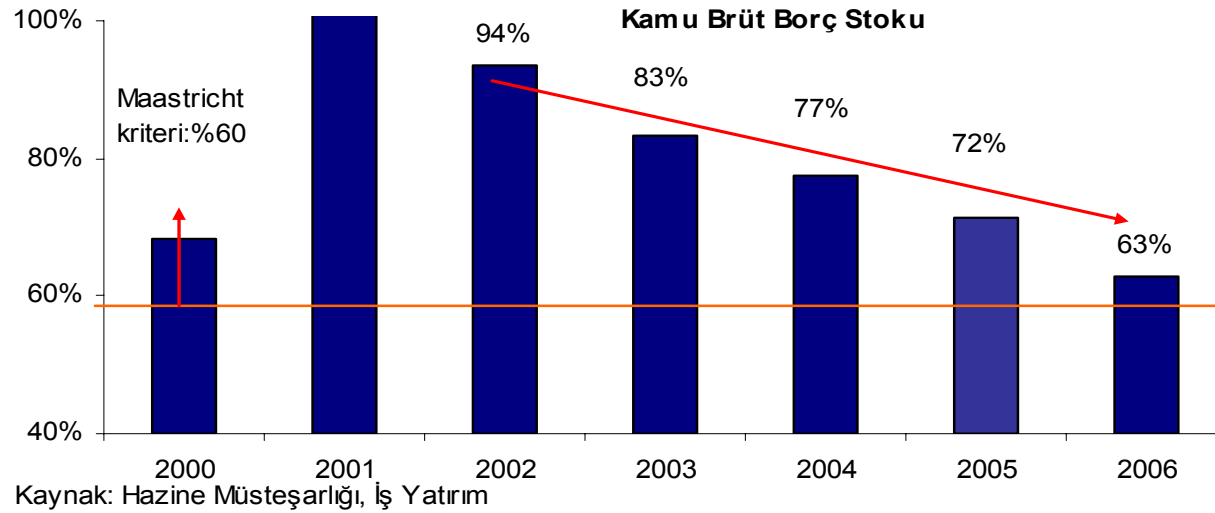
- Sıkı maliye politikası ve gerileyen risk primi sayesinde, bütçe açığının milli gelire oranı 2001'deki %16 seviyesinden 2006 sonunda yaklaşık %1'lere geriledi
- Seçim öncesi kamu harcamalarındaki artış ve büyümenin yavaşlaması nedeniyle zayıflayan vergi gelirleri dolayısıyla bütçe açığının 2007'de %3,5'a yükselmesini bekliyoruz



Kaynak: Maliye Bakanlığı, İş Yatırım

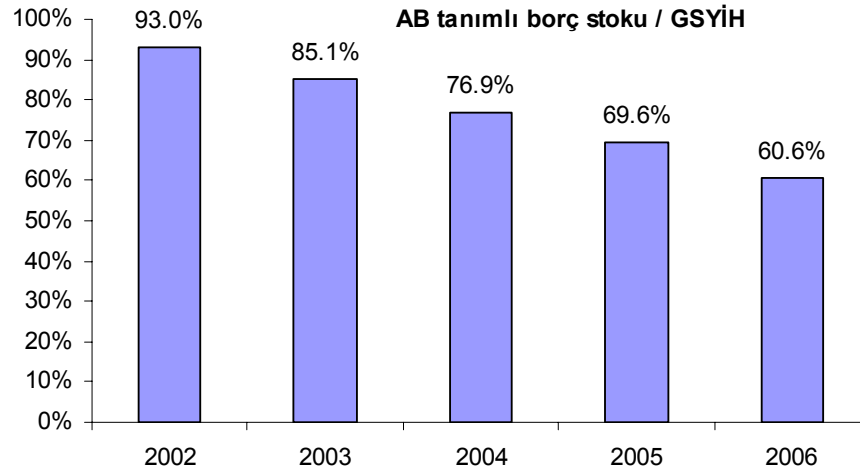
Türkiye ekonomisindeki gelişmeler

- Uygulanmakta olan sıkı maliye ve para politikaları sayesinde 2002-2006 döneminde brüt kamu borcunun milli gelire oranı yaklaşık 30 puan azaldı



Türkiye ekonomisindeki gelişmeler

- AB tanımlı borç stokuna baktığımızda %60'lık Maastricht kriterini neredeyse yakaladığımızı görüyoruz
- 2005 yıl sonu itibariyle Türkiye'nin borç stoku / GSYİH oranı, pek çok Avrupa Birliği ülkesinden daha iyi



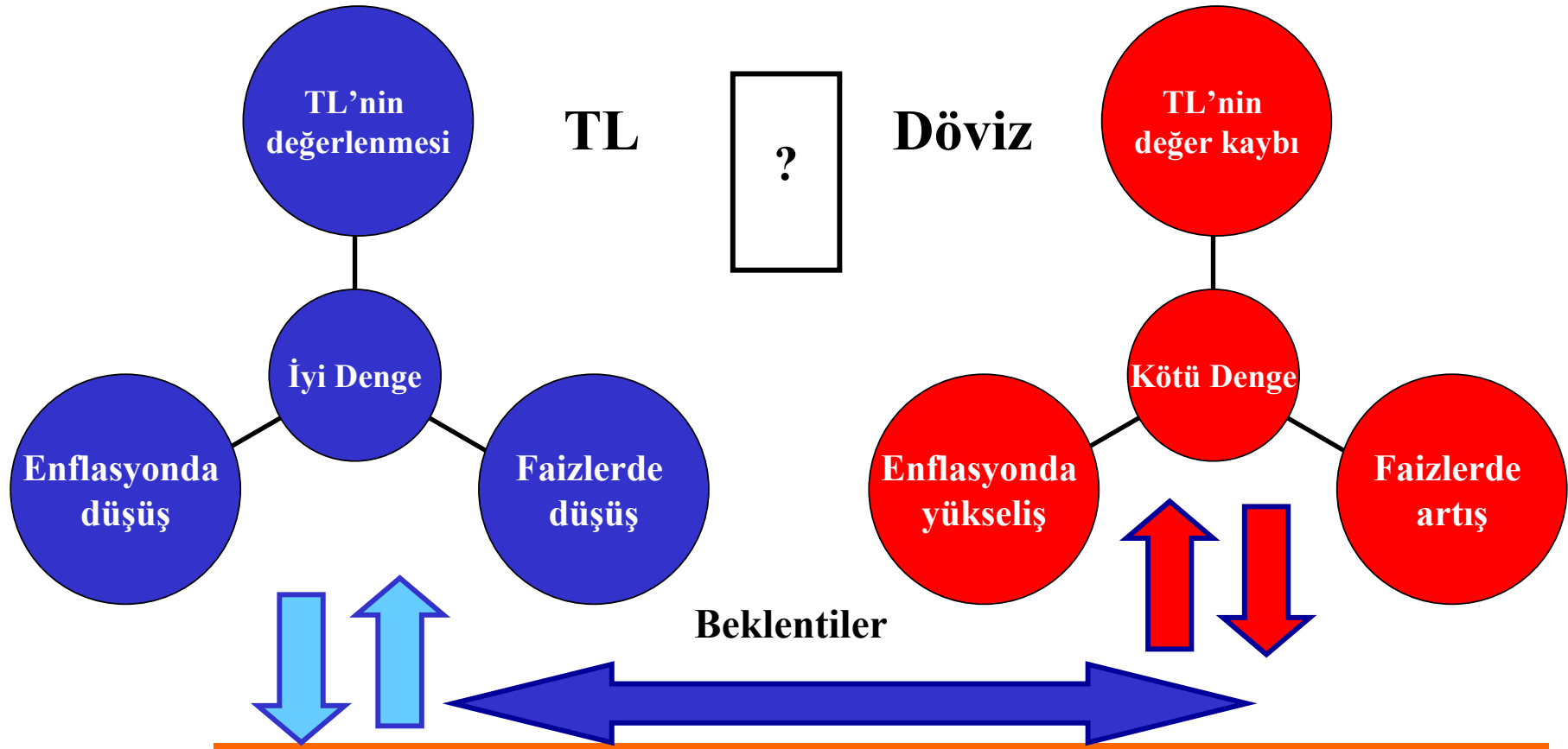
Kaynak: Hazine

Kamu Borç Stoku (2005 sonu)		
	Milyar Dolar	GSYİH'ye oran (%)
Euro-Bölgesi (EU12)	6.69	70.8
EU 25	8.125	63.2
Yunanistan	230	107.5
İtalya	1.784	106.6
Belçika	329	93.2
Malta	4	74.2
Almanya	1.799	67.9
Fransa	1.347	66.6
Portekiz	111	64
Avusturya	184	63.4
Macaristan	59	57.7

Kaynak: Hazine

Türkiye ekonomisindeki gelişmeler

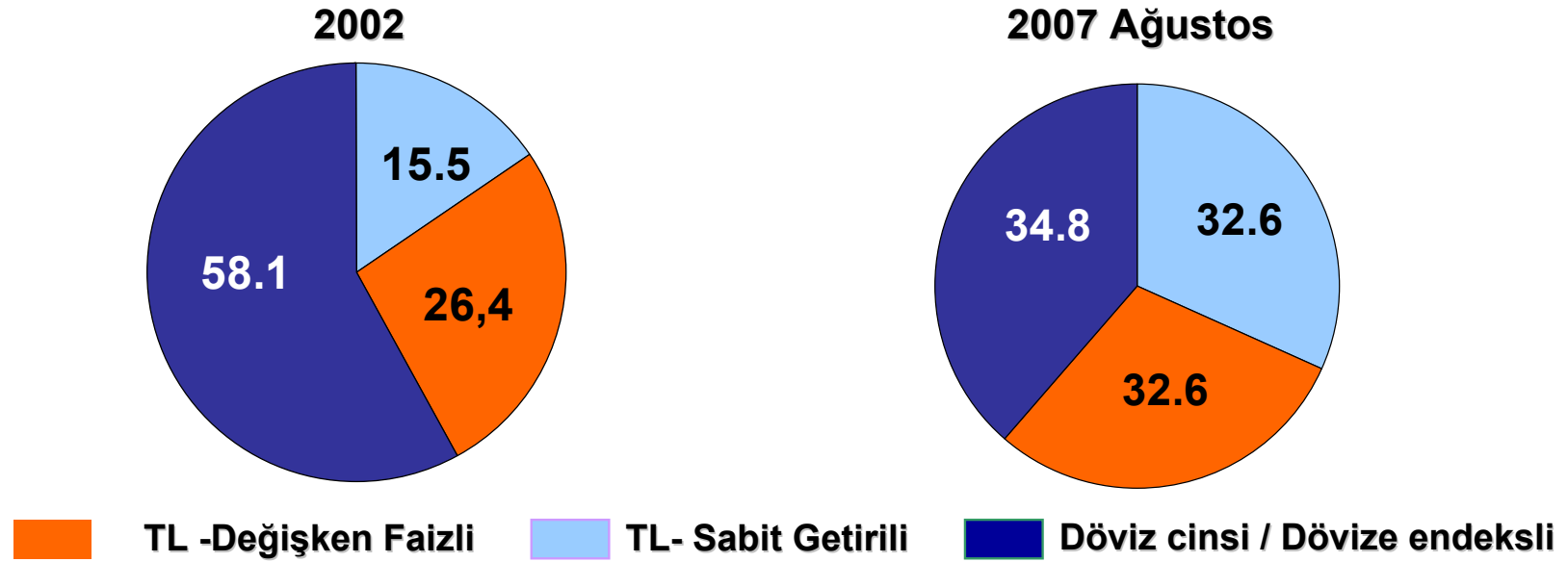
- Elde edilen kazanımlar dışsal şoklar karşısında Türkiye ekonomisinin kendi kendini besleyen olumsuz bir döngüye girmesi ihtimalini azalttı



Türkiye ekonomisindeki gelişmeler

- Döviz yükümlülüklerindeki azalış, TL sabit faizli borçlanmalardaki artış ve vadelerdeki uzama borç dinamiklerinin dışsal şoklara karşı duyarlılığını azalttı

Konsolide Bütçe Borç Stokunun Dağılımı (% pay)



Kaynak: Hazine

Türkiye ekonomisindeki gelişmeler

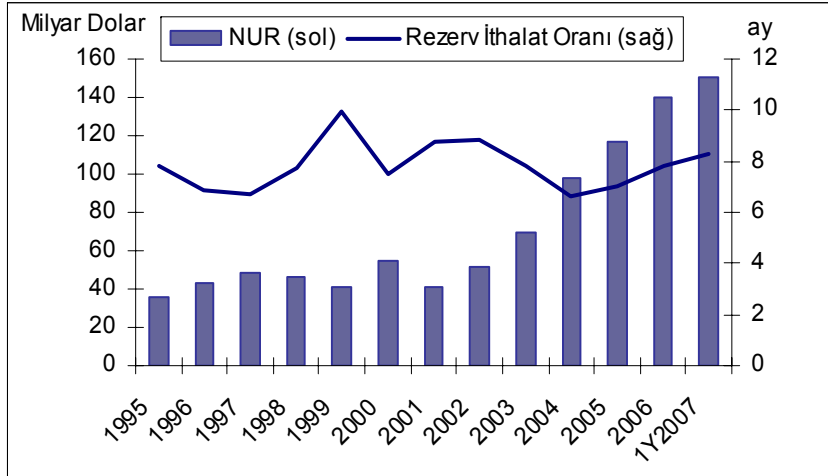
- Hazine tarafından yapılan çalışma kamu borç dinamiklerinin eskisine göre çok daha dirençli olduğunu gösteriyor
- Ekonomik büyümedeki düşüş, Türk lirasının değer kaybetmesi, reel faizlerin artması gibi dışsal şokların kamu borç stoku üzerindeki etkisi geçmiş yıllara göre daha sınırlı düzeyde

Şoklara Karşı Dayanıklılık Senaryo Çalışması	Net borç stoku / GSMH oranındaki değişim
YTL'nin %10 değer kaybı/kazancı	(+)/(-) 1,1 pp
YTL cinsi borcun reel faizinin 5 puan artması / azalması	(+)/(-) 1,8 pp
GSMH büyümesinin 2 puan azalması / artması	(+)/(-) 1,0 pp
Faiz dışı fazla / GSMH oranının 1 puan artması / azalması	(+)/(-) 1,0 pp

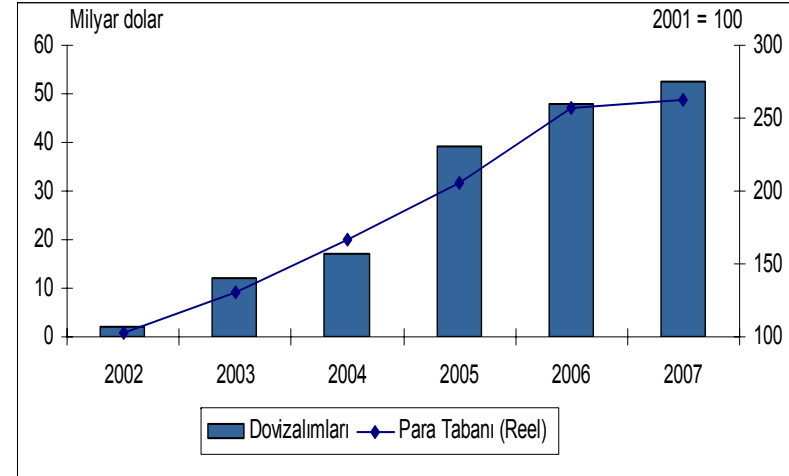
Kaynak: Hazine

Türkiye ekonomisindeki gelişmeler

- Türkiye küresel piyasalardaki dalgalanmalar karşısında eskisine göre çok daha yüksek rezerve sahip
- Merkez Bankası döviz talebindeki ani bir artış karşısında rezerv kullanmaktan imtina etmemeli
- 2006 yılındaki dalgalanmada döviz rezervinin kullanılmaması yüzünden enflasyon beklentilerinin bozulması ve şok faiz artışı yoluyla çok yüksek bedel ödendi



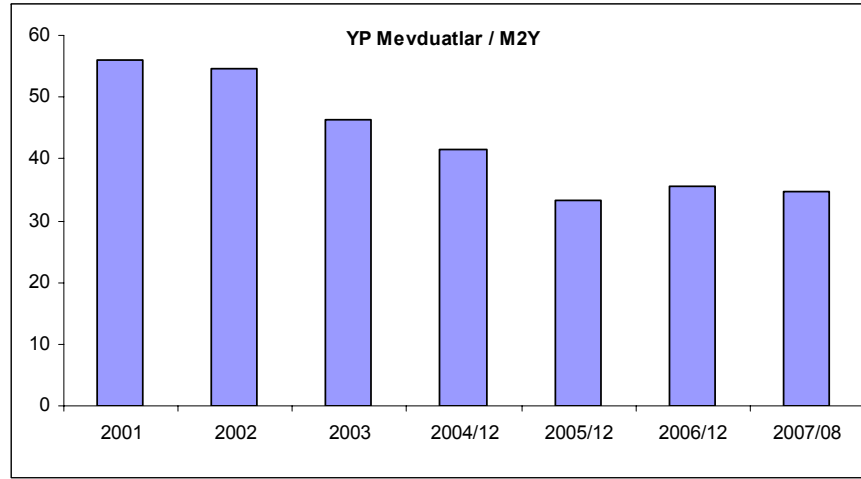
Kaynak: TCMB



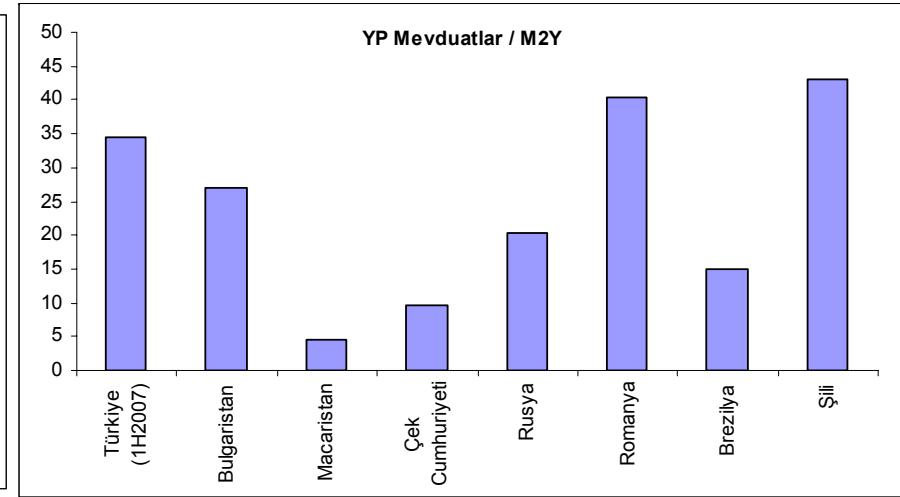
Kaynak: TCMB

Türkiye ekonomisindeki gelişmeler

- Ekonomik programa güvenin artması sayesinde DTH'in toplam mevduata bölümüyle ölçülen para ikamesi %60'tan %35'e geriledi
- Gelişmekte olan ülke karşılaştırmaları Türkiye'de para ikamesinin uzun vadede %20 civarına gerileyebileceğini gösteriyor
- Türk lirasına yatırımların artması yerleşik yatırımcının ekonomik programa olan güveninin arttığını gösteriyor



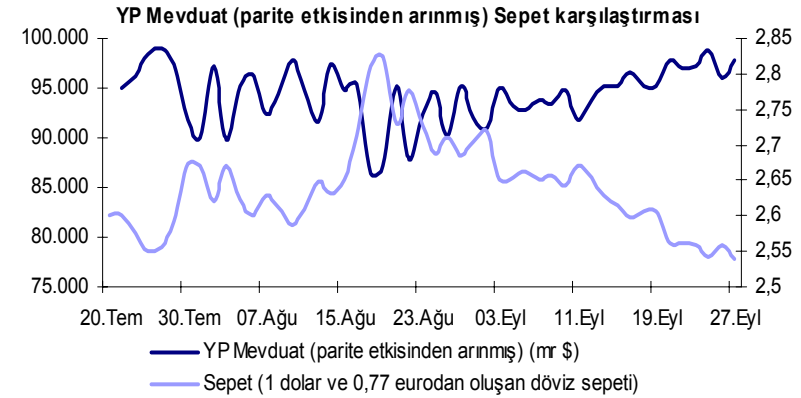
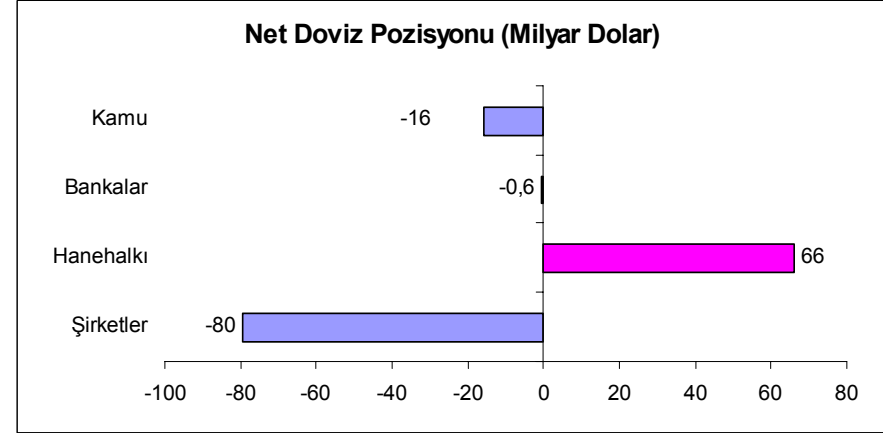
Kaynak: TCMB



Kaynak: TCMB

Türkiye ekonomisindeki gelişmeler

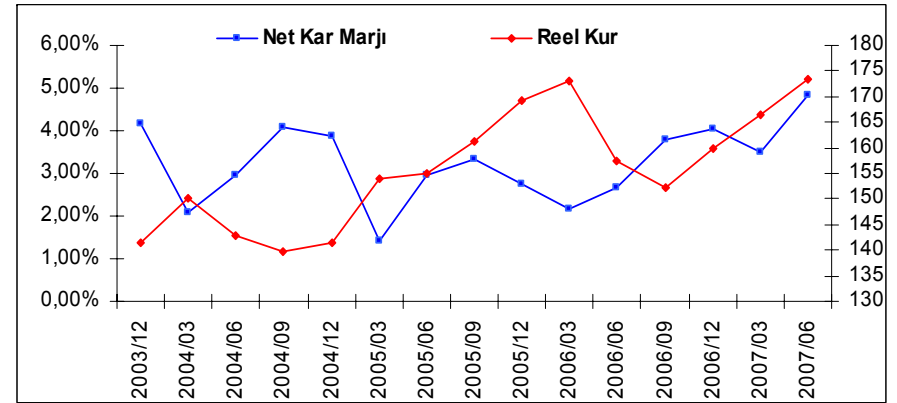
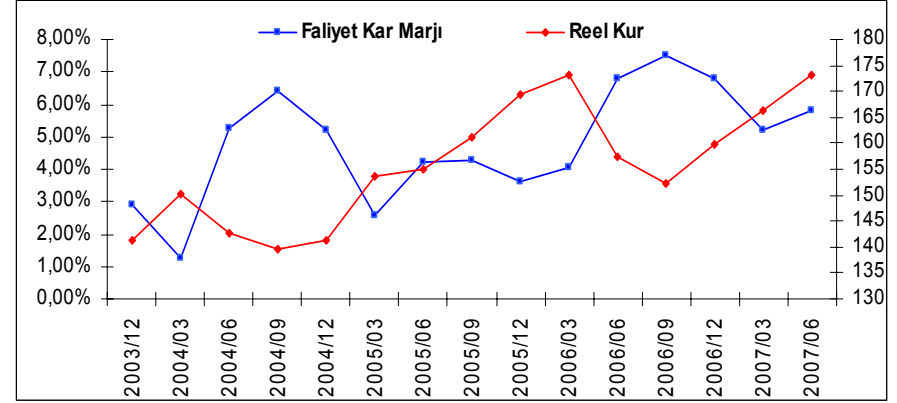
- Rezervlerdeki hızlı artışa rağmen Türkiye net döviz borçlu olmaya devam ediyor
- Kamu kesimi döviz borcunu önemli ölçüde azaltmış durumda
- Bankacılık kesimi kurdaki değişime karşı duyarlı değil
- Yatırımlarını döviz borçlanarak yapan şirketlerin açık pozisyonu büyümeye devam ediyor
- Hanehalkı servetinin önemli kısmını dövizde tutmaya devam ediyor
- Yerleşik yatırımcıların genelde yabancı yatırımcılarla ters yönde hareket etmesi kurlardaki dalgalanmanın boyutunu azaltıyor



Kaynak: TCMB, Hazine, İş Yatırım

Türkiye ekonomisindeki gelişmeler

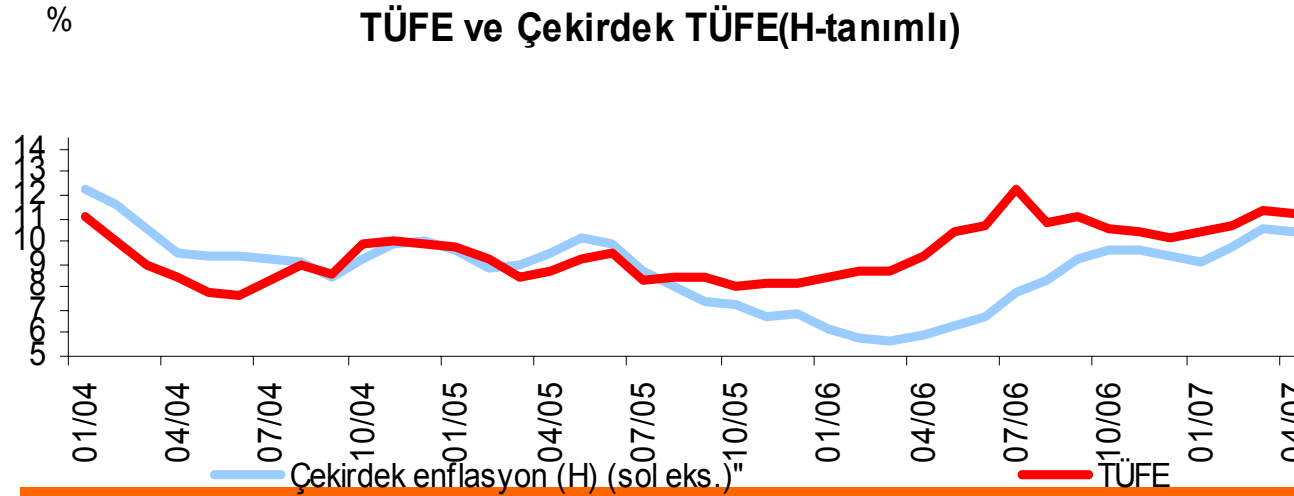
- Şirketlerin ağırlıklı olarak döviz cinsi borçlanması üç temel nedene dayanıyor
- Tasarruf açığı olan ülkede yurtdışından borçlanma yapılması kaçınılmaz
- Türk lirası borçlanmalarda reel faizler dövizde göre çok daha yüksek
- Sanayici bu faizlerle Türk lirası cinsi borçlanıp yatırım yaparak dünya piyasalarında rekabet edemez
- Reel kur seviyesi ile faaliyet karlılıkları arasında ters yönlü bir ilişki var
- İhracatçılar döviz borçlanarak kendisini kurlardaki dalgalanmaya karşı korumaya çalışıyor



Kaynak: İş Yatırım

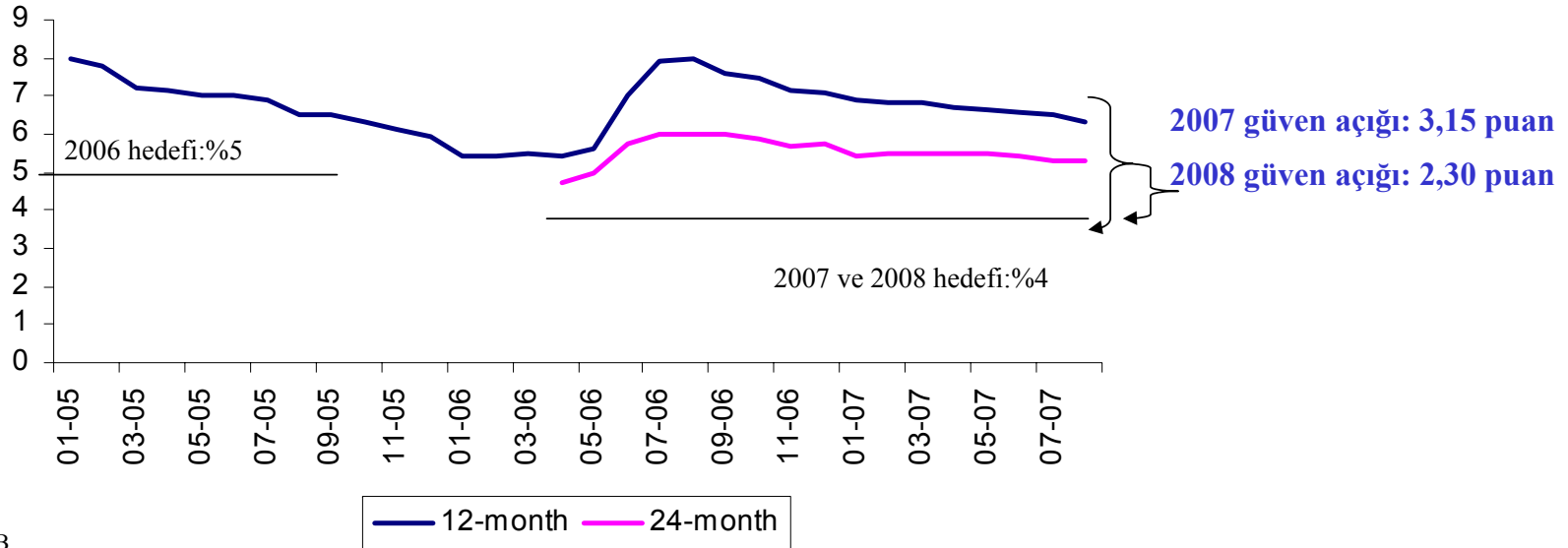
Türkiye ekonomisindeki gelişmeler

- Uygulanan sıkı maliye ve para politikalarına rağmen enflasyonla mücadelede tam anlamıyla bir başarı sağlanamadı
- Enflasyon hedefleme programı 2002-2005 döneminde enflasyonu %50'lerden tek haneli seviyelere indirerek önemli aşama kaydetti
- Fakat 2006 yılındaki dışsal şok karşısında -rezervleri korumak adına- verilen yanlış tepki beklentilerin bozulmasına ve enflasyonun program hedefinin çok üzerine çıkmasına yol açtı



Türkiye ekonomisindeki gelişmeler

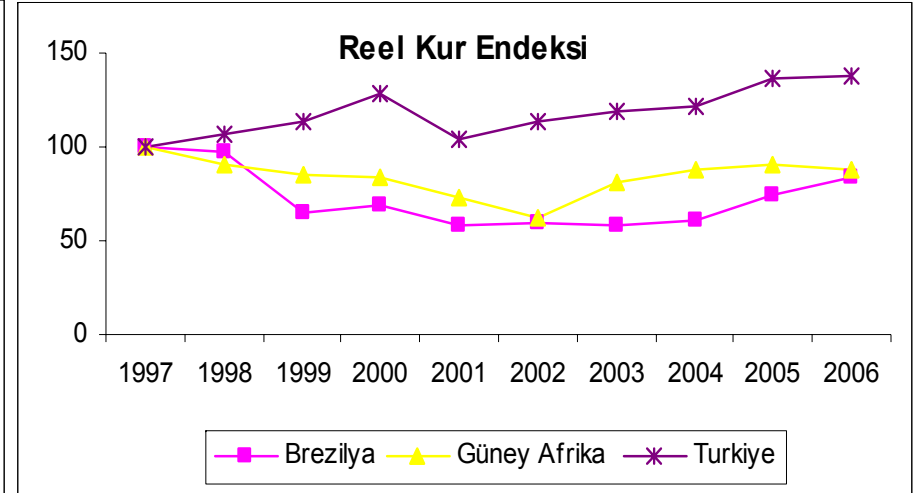
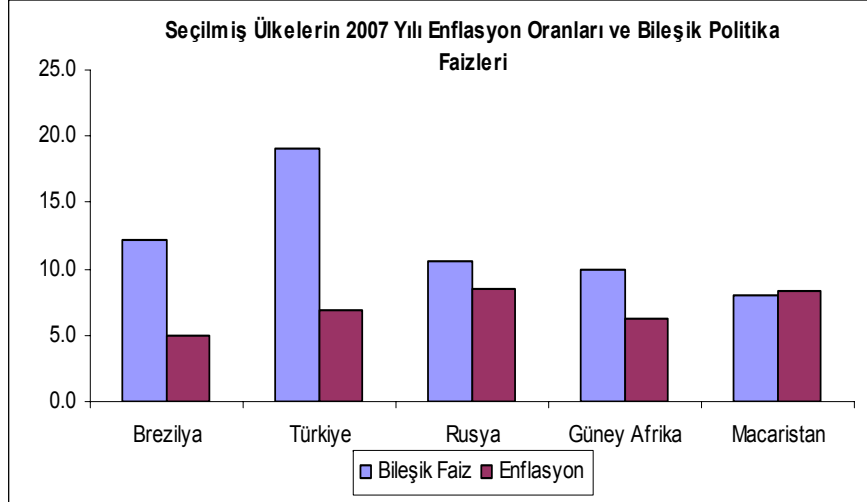
- Merkez Bankası'nın enflasyondaki yükselişe şok faiz artışıyla cevap vermesine karşı beklentiler program hedefine tedricen yakınsıyor
- Güven açığının yüksek olması enflasyonla mücadelenin maliyetini artırıyor
- Sıkı para politikasının enflasyon üzerindeki etkisini 2008 yılında daha net anlayacağız



Kaynak: TCMB

Türkiye ekonomisindeki gelişmeler

- Gelişmiş ülkelerdeki en yüksek reel faizi verdiğimiz için Türk lirası aşırı değer kazandı

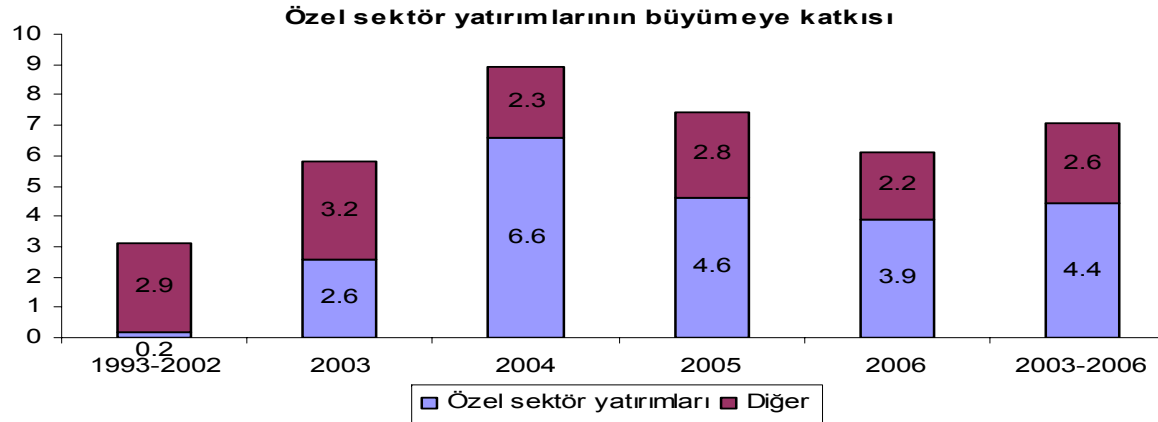


Kaynak: Merkez Bankaları

Kaynak: IIF

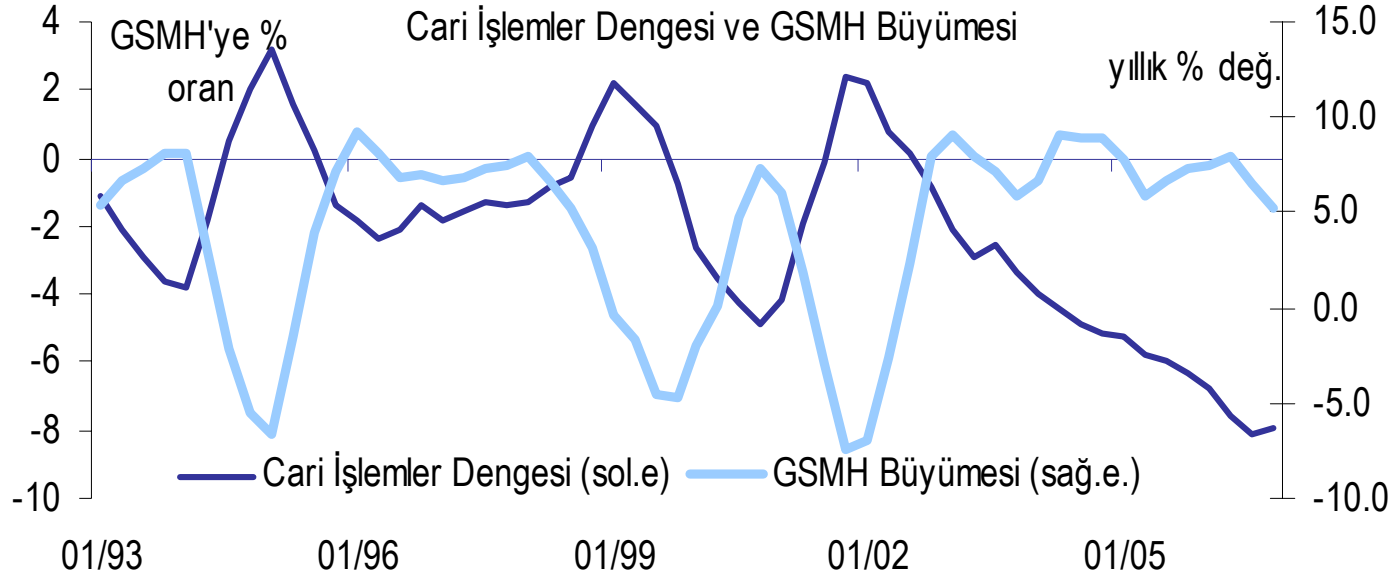
Türkiye ekonomisindeki gelişmeler

- ✓ Uygulanan sıkı para ve maliye politikalarına rağmen Türkiye ekonomisi büyümeye devam ediyor
- ✓ Bunda kamu borçlanma gereğinin azalmasının özel sektör yatırımlarının önünü açması ve yurtdışından sağlanan ucuz döviz borçlanması önemli rol oynuyor
- ✓ Fakat aşırı değerli Türk lirası ve yapısal sorunlar Türkiye'nin ihracata dayalı bir büyüme modeline geçmesini zorlaştırmaktadır



Türkiye ekonomisindeki gelişmeler

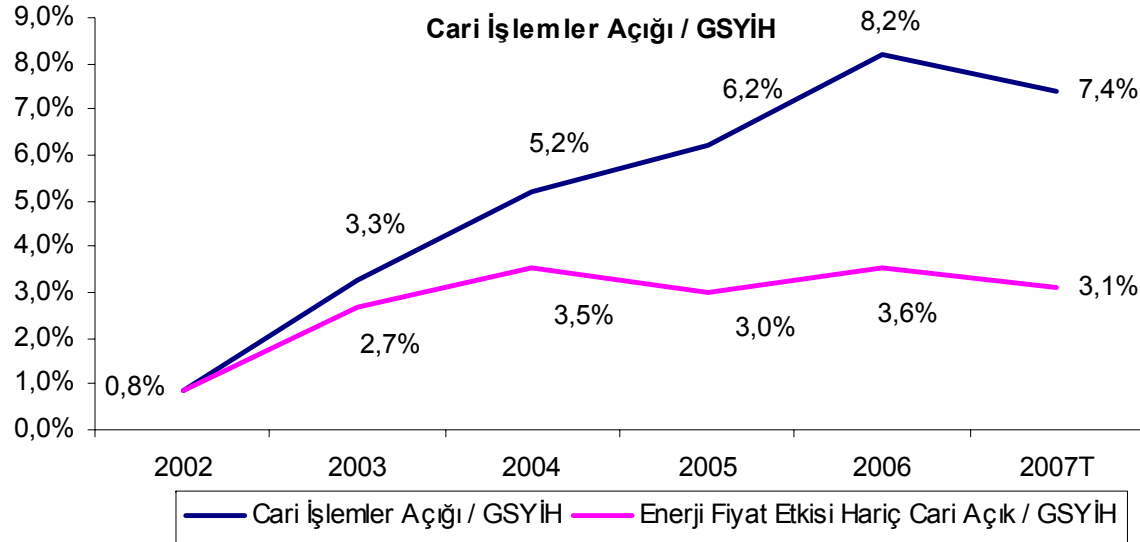
- İç talepteki yavaşlamanın orta vadede cari açığı yükselişi sınırlamasını bekliyoruz
- Fakat ithal girdi talebinin yüksek olması ekonomideki yavaşlamaya rağmen cari açığı iyileşmeyi sınırlıyor
- 2006'da %8 olan cari açığın milli gelire oranının sınırlı bir iyileşme sergileyerek 2007'de %7,1'ye gerilemesini bekliyoruz



Kaynak: TCMB

Türkiye ekonomisindeki gelişmeler

- ✓ Hızlı büyüme ve değerli kurun yanısıra enerji fiyatlarındaki artış da cari açığın yükselmesinde önemli rol oynamıştır
- ✓ Enerji fiyatlarının 2002 fiyatlarında sabit kalması durumunda cari açık bu günkü seviyesine göre 4.3 puan daha düşük olacaktı



Kaynak: TCMB, Hazine İş Yatırım

Türkiye ekonomisindeki gelişmeler

Hedef Şirket	Stake	Teklif Verecek Şirket	Satan Şirket	Beklenen Para Girişi
Alternatifbank	50%	Alpha Bank	Anadolu Group	200
Eczacıbaşı İlaç'ın pharma businesses	75%	Zentiva	Eczacıbaşı İlaç	602
İs REIT (50 % stake at Kanyon)	50%		0 Is Group	250
Garanti Sigorta	80%	Eureka	Garanti Bank	485
Garanti Emeklilik	15%	Eureka	Garanti Bank	133
Şekerbank		Bank Turan Alem		455
Finansbank (tender call)				2.237
Akbank		Citi		3.100
Türk Telekom		Saudi Oger		4.300
Genel Sigorta	80%	Mapfre (Spanish)		379
Ray Sigorta	58%	Tbiih Vienna Insurance Group Comp		82
IETT's land	100%	Sama Dubai	Istanbul Municipality	832
Dogan Yayın	25%	Axel Springer		485
Cevahir	50%	St. Martins		421
Mersin Port	60%	PSA		453
İzmir Port	50%	Hutchinson		563
Yurtiçi Kargo	25%	GeoPost (La Poste)	Arikanlı Holding	52
Cesme Marina	45%	Camper & Nicholson's Marina Investm	Privatisation Administr	5
Bileşik Oksijen Sanayi	100%	Linde	Koc Holding	124
Edip Alisveris Merkezi	35%	Corio	Edip Uluslararası Gayr	30
Esenyurt Alisveris Merkezi	50%	Corio		60
Adacenter	100%	Corio	Miratur	65
Teraspark	40%	Corio	Tan Gayrimenkul Yatiri	72
Intergum	100%	Cadbury Schweppes	Aram family	450
Oyakbank	100%	ING	OYAK	2763
Baticim (tender call)	0%	OCI		641
Demirdokum	73%	Ferrol, Baxi, Vaillant	Koc Holding	283
ShowTV (25% shares)	25%	CanWest	Cukurova Group	60
Ak Emeklilik	20%		Aksigorta	100
Ports				400
Renault Mais Building		Landmark Group	Renault	73
DİĞER				1.500
TOPLAM				21.654

Kaynak: TCMB

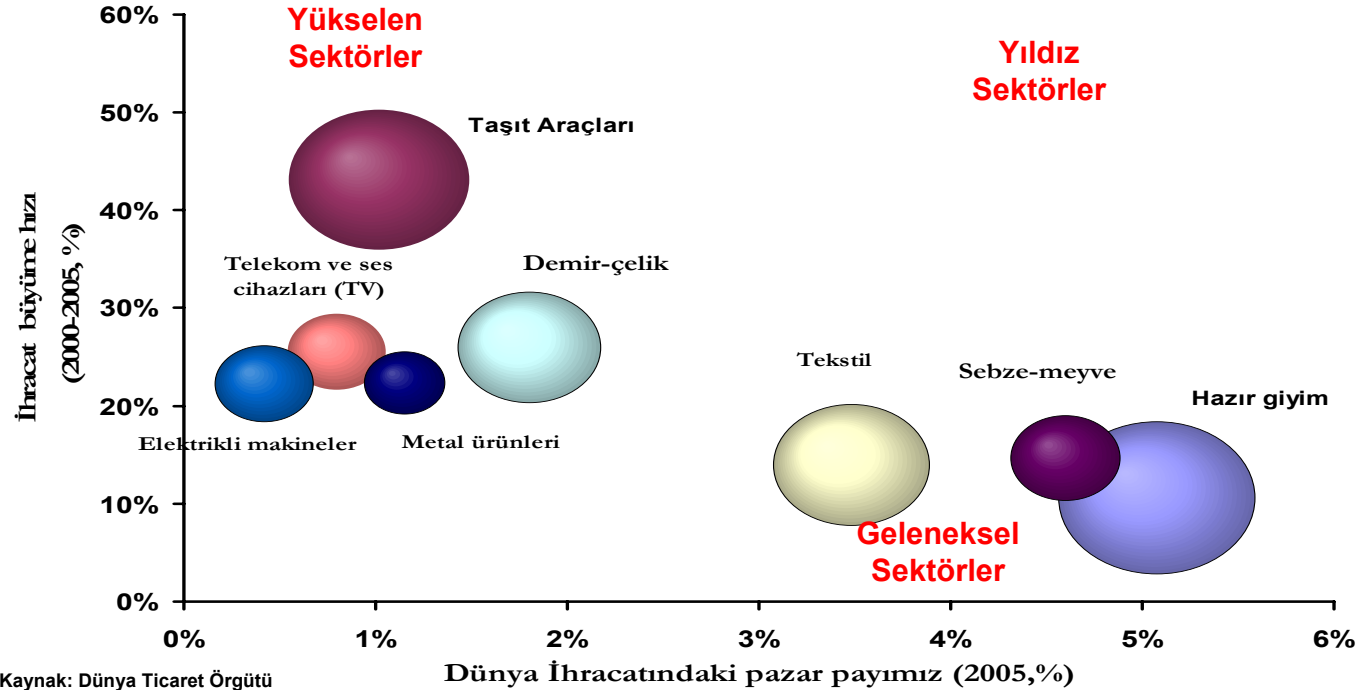
•Cari dengedeki bozulmaya karşı finansmanının kalitesi arttı

•Doğrudan yabancı sermaye girişi cari açığın %65'ini aştı

•Ancak gelen yabancı sermaye ihracatımızı artıracak sektörlerle yönelmedi

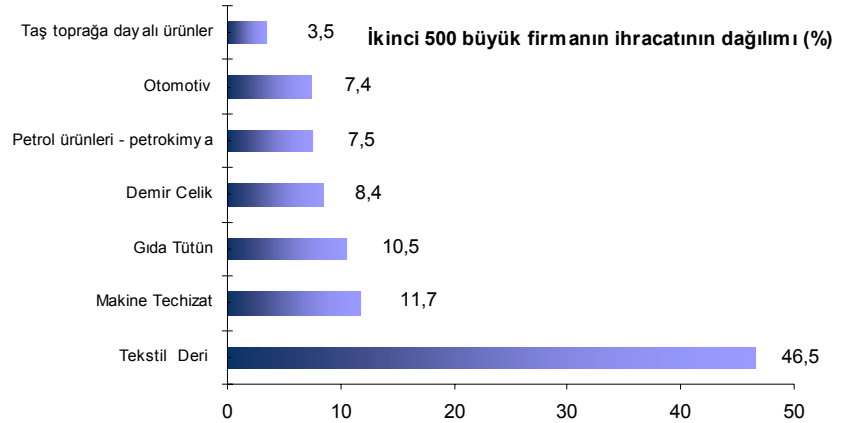
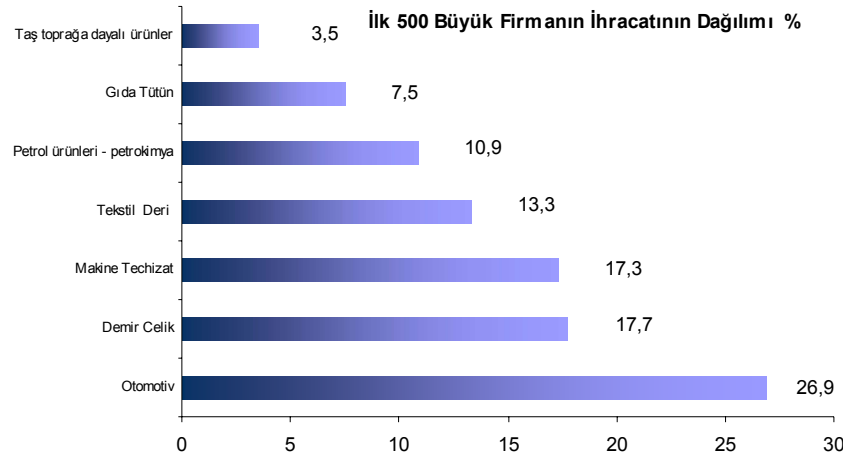
Türkiye ekonomisindeki gelişmeler

- Sermaye girişi, cari açığın finansmanına yönelik endişeleri dizginlese de sorunun çözümüne katkıda bulunmuyor
- Dış dengede kalıcı bir düzelme için ekonomide yapısal bir değişim gerekiyor
- Çözüm: Türk şirketlerinin katma değeri yüksek alanlarda dünya ekonomisine entegrasyonunu artırmakta yatıyor



Türkiye ekonomisindeki gelişmeler

- İhracatın sektörel dağılımına baktığımızda büyük şirketlerin küresel değer zincirindeki değişime daha iyi uyum sağladıklarını görüyoruz
- En büyük 500 sanayi şirketinin ihracatı içinde otomotiv, makine teçhizat gibi sektörlerin payı daha ağırlıklı
- İkinci en büyük şirkette tekstil ve derinin sektörü açık farkla önde gitmektedir



Kaynak: İSO, İş Yatırım

Türkiye ekonomisindeki gelişmeler

- Küreselleşmenin yaygınlaşan etkisi, katma değer yaratan sektörlerde maliyet avantajıyla çalışan ülkeleri dünya ticaretinde ön plana çıkardı
- Dış ticaret açığımızda Asya ülkelerinin ve enerji üreticisi ülkelerin payı arttı
- Çözüm için enerjide dışa bağımlılığımızı azaltacak politikalar üretmemiz ve Türk şirketlerinin rekabet gücünü artıracak yapısal reformları hayata geçirmemiz gerekiyor

