

- 1 MB değerlenen TL karşısında ne yapabilir?
- 1 Nisbi büyüme performansımız kötü değil
- 2 Bütçede TL 8 milyar açık!
- 2 Cari açığındaki artış durmuş gözüküyor
- 3 2006'da %6 büyüdük
- 4 TÜFE'de beklenmedik düzeltme

SAYI: 04/07

- Turkish Yatırım Araştırma Birimi tarafından her ay yayınlanır.
- Baskıya giriş tarihi: 19.04.2007
- 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

TERS KÖŞEYE YATMAK

Futbolda başarılı kaleci olmakla, piyasalarda para kazanmanın kuralı aynıdır. Doğru pozisyon alacaksınız. Ya da çok bilinen değişimle, ters köşeye yatmayacaksınız. Yoksa golü yediğinin resmidir. Son beş yıldır, tasarruflarını dövizde değerlendirmeyi tercih edenler, tam anlamıyla ters köşeye yatmış bulunuyor. Beş yılda birikmiş olarak % 100'e ulaşan enflasyon ve onun da üstünde reel getiri sağlayan Türk Devlet Tahvilleri veya TL Mevduat ile kıyaslanınca, dövizli tasarruflarda (ne kadar yüksek getiri elde edilmiş olursa olsun) bir servet erimesi oluşmuştur. Pek tabii bu erime, TL ile ölçüldüğü zaman ve Türkiye için geçerli bir ölçümedir. Yoksa Avrupa'da veya Amerika'da ve özellikle Japonya'da yaşayan tasarruf sahipleri ile kıyaslandığında, tasarruflarını dövizde değerlendiren Türkler çok iyi kazanç sağlamıştır.

Merkez Bankası ve Türk ekonomisine yön veren iktisatçılar, Türk Lirası'nın değerlenmesini çok iyi bir şey olarak nitelendiriyorlar. Haklılar. Bu süreçte, enflasyon düşmüş, büyüme hızlanmıştır. Şimdi soru şudur. Acaba TL'nin değerlenmesinin bir sınırı yok mudur? Mesela, 1 Dolar eşittir 50 yeni kuruş olsa, bu Türk ekonomisi için iyi bir şey midir? Mademki, Türk Lirasının bugüne kadar ki değerlenmesi iyidir. Bundan sonraki değerlenme de iyi olacaktır denebilir mi? Bu değerlendirme sürecinin "yetti artık, bundan sonrası kaka olur" seviyesi yok mu?

Merkez Bankası, döviz kurlarının

artışına karşı her türlü önlemi almış durumda. Peki, döviz kurlarının düşüşüne karşı bir önlem paketi var mı? Sakın dövizciler gibi, şimdi de Merkez Bankası ters köşeye yatmış olmasın?

Sui Generis

Tuğrul Belli

BÜYÜME PERFORMANSIMIZ NE KADAR İYİ?

Son dönemde, zannedersem biraz da siyasi yaklaşımlarla, Türkiye'nin son 5 yıldaki olağandışı büyümesinin asıl nedeninin dış kaynaklı olduğu, dünyadaki yüksek likiditenin sadece Türkiye değil diğer gelişmekte olan ülkelerde de bir bayram havası estirdiğini ve gelişmekte olan ülkelerden oluşan bir veri kümesine bakıldığı zaman aslında Türkiye'nin performansının hiç de düşünülmediği kadar başarılı olmadığı şeklinde yorumlar yapılmakta.

Gelişen teknolojilere dayalı verimlilik artışı ve global likidite hiç kuşkusuz Dünya genelindeki büyümeye olumlu katkı yapmış ve yapmaktadır. Dünya büyüme hızının son 5 yıldaki ortalaması son 25 yılın en yüksek ortalamalarından biridir. Ancak burada tartışılması gereken konu Türkiye'nin büyüme hızının "göreceli olarak" dünya ve gelişmekte olan ülkeler ortalamasına göre nasıl bir trend izlediğidir.

Öncelikle kıyaslama yapılacak periyotların doğru seçilmesi gerekiyor. İlk periyot olarak liberalleşme kararlarının alındığı 24 Ocak ve sonrasında Turgut Özal'ın ve partisinin ekonomi yönetiminde hakimiyetinin devam ettiği 1980-91 yıllarını alabiliriz. İkinci periyot olarak ise sorumsuz ve fırsatçı siyasetçilerin koalisyon hükümetleriyle iktidarı ellerinde tuttuğu, bütçe disiplini ve enflasyonla

devamı sayfa 4'de

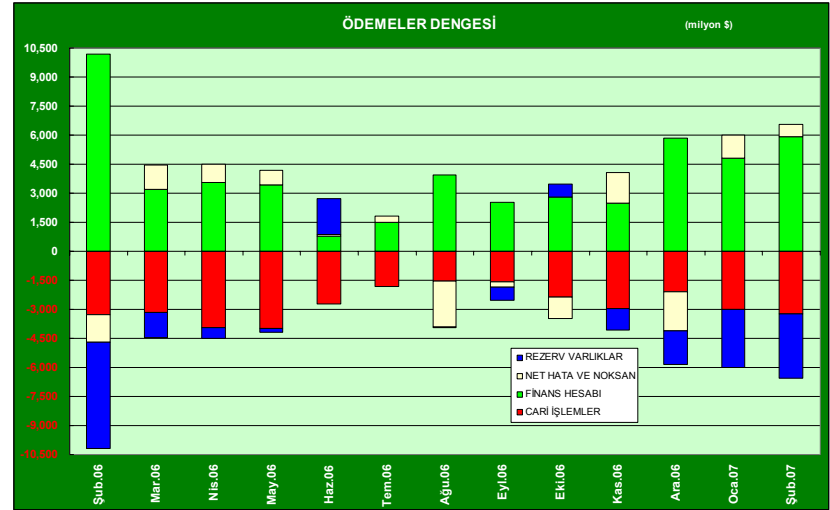
Bütçe ve Kamu Finansmanı

Bütçede kötüleşme!

◆ Bütçede ilk 2 ay görülen zayıf gidişatın martta da sürdüğünü söyleyebiliriz. Her ne kadar bu ay TL 4.8 milyar gibi önemli bir fazla elde edilmiş ise de, rakamlara yakından bakılınca bu fazlanın sermaye gelirleri kaleminden kaynaklandığı görülüyor.

◆ Sermaye gelirleri kalemi ise aslında Türk Telekom'un satışından gelen para. Bilindiği gibi bu paranın taksitlerle ödenmesi söz konusuydu. Ancak Oger şirketi nedense parayı tek seferde peşin ödemeyi tercih ederek Hazine'yi de geçici olarak rahatlattı.

◆ Açıkçası telekom satışından



gelirleri enflasyonun oldukça altında kalmıştır. Kurumlar vergisinde vergi oranının %30'dan 20'ye düşürülmesinden de kaynaklanan %10 düşüş vardır. KDV'deki düşüş ise %0.5'dir. Bu

IMF tanımlı faiz-dışı-fazla %6.5 hedefinin çok altında, %3.7 olarak gerçekleşebilir. Seçim olan bir senede bu kötüleşmeyi önleyecek radikal tedbirlerin devreye sokulması ise imkansızdır.

MERKEZİ YÖNETİM BÜTÇESİ	Mar.07	Mar.06	Artış	Oca-Mar07	Oca-Mar06	Artış
Harcamalar	15,640,534	12,460,017	25.5%	49,441,897	39,374,912	25.6%
1-Faiz Hariç Harcama	11,661,529	10,202,126	14.3%	33,475,107	28,092,924	19.2%
Personel Giderleri	3,404,677	2,748,564	23.9%	11,192,386	8,939,794	25.2%
Sosyal Güv.Kur. Devlet Primi	429,403	370,734	15.8%	1,405,582	1,214,282	15.8%
Mal ve Hizmet Alımları	1,396,979	1,250,622	11.7%	3,461,013	2,638,615	31.2%
Cari Transferler	5,415,417	4,989,113	8.5%	14,857,044	13,139,245	13.1%
Sermaye Giderleri	628,454	352,139	78.5%	1,258,121	998,566	26.0%
Sermaye Transferleri	53,158	318,911	-83.3%	438,146	319,911	37.0%
Borç Verme	333,441	172,043	93.8%	862,815	842,511	2.4%
2-Faiz Harcamaları	3,979,005	2,257,891	76.2%	15,966,790	11,281,988	41.5%
Gelirler	20,481,266	11,899,134	72.1%	46,109,441	38,325,223	20.3%
Vergi Gelirleri	11,330,468	9,942,446	14.0%	33,947,374	31,255,623	8.6%
Teşebbüs ve Mülkiyet Gelirleri	1,098,493	633,685	73.4%	2,002,462	2,005,404	-0.1%
Bağış, Yardımlar, Özel Gelirler	68,112	94,706	-28.1%	225,887	233,149	-3.1%
Faizler, Paylar ve Cezalar	2,119,270	1,197,309	77.0%	4,052,213	4,735,372	-14.4%
Sermaye Gelirleri	5,864,923	30,988	AD	5,881,505	95,675	AD
Bütçe Dengesi	4,840,732	-560,883	-963.1%	-3,332,456	-1,049,689	217.5%
Faiz Dışı Denge	8,819,737	1,697,008	419.7%	12,634,334	10,232,299	23.5%

elde edilen gelirin "sermaye geliri" olarak değerlendirilmesi yanlış bir ifade tarzıdır. Bu aslında sermaye geliri (yani kâr) değil, varlık satışından elde edilen gelirdir. Buradaki nüans bu gelirin bir daha tekrarlanmayacak olmasıdır. Normal bir işletmenin bilançosunda bu satışın aynı zamanda işletmenin varlıklarını da azaltması beklenir. Zaten IMF'ye göre hazırlanan Bütçe tablosunda bunun gibi özelleştirme gelirleri dikkate alınmaktadır.

◆ İlk 3 ayda %8.6 artışla vergi

durum kısmen iç talepteki zayıflamadan kaynaklansa da, ücretlilere KDV iadelerinin kaldırılmasının da ciddi etkisi olduğu ortadadır.

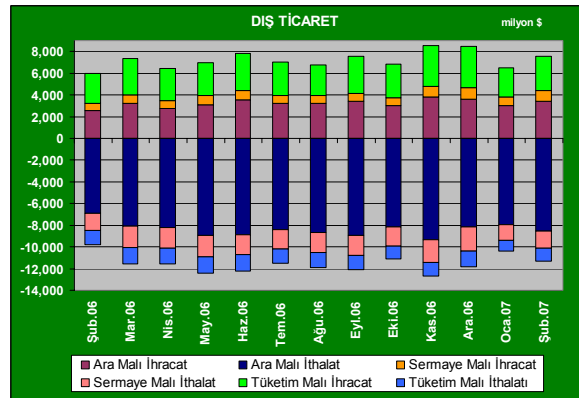
◆ Bu sene tahminimizce bütçe hedeflenenden en az TL 8 milyar daha fazla açık vererek milli hasılaya oran olarak %3.8'e yükselecektir. Bunun paralelinde de

◆ Nisan'da iç borçlanma hedefi TL 11 milyar itfaya karşılık TL 6.9 milyar borçlanma. Ancak seçim ortamında zaten fazla likit olan piyasaya daha fazla para bırakılması doğru olmayabilir.

Ödemeler Dengesi ve Dış Ticaret

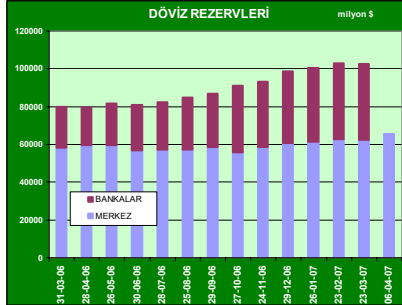
Cari açık bir platoya oturdu

◆ Yukarıdaki grafikten de görüldüğü gibi cari açık belirli bir dengeye oturmuş durumda. Son 4 aydır nette geçen senenin aynı aylarına göre bir artış söz konusu değil. Bu olumlu bir gelişme.



◆ Öte yandan geçen seneki Haziran-Temmuz aylarındaki azalmadan beri sermaye girişleri de ciddi şekilde artış eğiliminde. Şöyle ki, Ağustos'tan beri ülkeye giren net soğuk para (doğrudan yatırımlar) \$ 16 milyar. Aynı dönemde ülkeye giren ılık para (hisse senedi ve tahvil yatırımları) \$ 12.7 milyar. Bu kadar para girişi aynı dönemdeki \$ 16.7 milyarlık cari açığı kapattığı gibi MB rezervlerinin de \$ 9.2 milyar artmasına sebep olmuş.

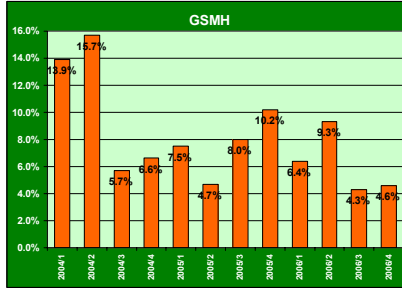
◆ Dış ticaret rakamları da oldukça iyi gelmekte. Şubat'ta ihracat %26 artarken, ithalat artışı %16'da kaldı. TİM verilerine göre Mart ihracatı ise %19 artışla \$ 8.9 milyara ulaşmış bulunuyor.



Üretim ve Büyüme

2006'da %6 büyüdük

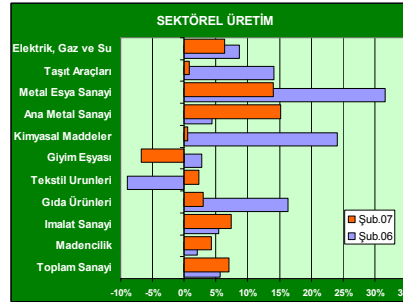
◆ 4. çeyrekte GSMH büyüme hızı %4.6 olarak gerçekleşti. Yurtiçi hasılanın büyüme hızı %5.2 oldu.



◆ Öte yandan 2. ve 3. çeyrek büyüme oranlarında da önemli revizyonlar meydana geldi. 2. çeyrek oranı %8.8'den %9.3'e, 3. çeyrek oranı ise %3.0'dan %4.3'e

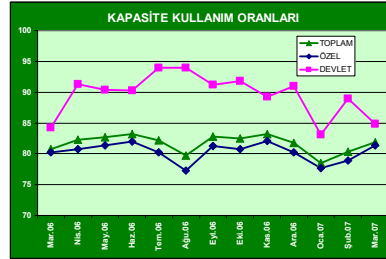
yükseltildi. Özellikle tarım mahsullerinin artış gösterdiği 3. çeyreklerde revizyon yapılması olağandır. Ancak 2. çeyreğin 9 ay sonra düzeltilmesi, revizyonların yüksek oranlarda ve bütün alt kalemlerinde hep pozitif yönde olması, bunların sonucunda 2006 büyüme oranının %6.0 gibi "net" bir rakama ulaşmış olması da enteresan. Ayrıca, zaten 3 ay gecikmeli yayınlanan büyüme verilerinde tarım değerlerinin bu kadar geç kesinlik kazanması da günümüz şartlarında pek kabul edilebilir değil doğrusu.

◆ 4. çeyrekte özel sektörün tüketim harcamalarının durma noktasına geldiği gözlemleniyor.



◆ Şubat'ta sanayi üretimi %7.1 artış gösterdi. Bu ay ana metal ve imalat sanayileri artışta etkili olan sektörler.

◆ İç talepteki zayıflığa rağmen özel sektörün kapasite kullanımındaki artış devam ediyor.



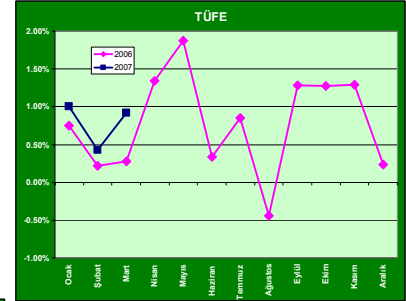
Enflasyon

TÜFE sepetinde düzeltme!

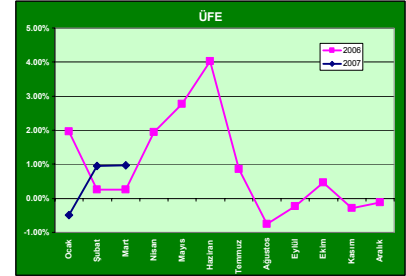
◆ Martta TÜFE %0.92, ÜFE ise %0.97 arttı. Son 12 aylık enflasyon TÜFE'de % 10.86, ÜFE'de ise %10.92 olarak

gerçekleşti.

◆ Enflasyon düşmemekte direnmiyor. Yüksek TL faizlerin maliyetlere yansımaları, öte yandan akın akın gelen sıcak paranın iç talebi kontrol etmeyi zorlaştırması, bizi stagfasyona (durgunluk içinde enflasyon) sürükleyebilir. Artık MB'nin %4'lük 2007 hedefi de komik durmaya başladı.



◆ Türk Telekom'un telefon ücretlerine yaptığı zam, TÜİK'in dönem ortasında ürün sepetinde değişikliğe giderek telefon ücretlerine şehirlerarası ücretleri eklemesi suretiyle bertaraf(!) edilmiş oldu. Bu kabul edilebilir bir uygulama değil. Enflasyonun 2003 bazlı bir endeks tarafından izlendiği iddiasında olan bir kurumun sepet ürünleri değiştirmesi doğru bir uygulama değildir. Hele bu sepetin dönem ortasında değiştirilmesi ise tümünden yanlıştır.



◆ Bu düzeltme sonucunda TÜFE MB tarafından 1. çeyrek için belirlenen belirsizlik aralığı olan %11'in hemen altında kalmış ve MB Hükümete enflasyonla ilgili uyarıcı nitelikte bir mektup yazma zorunda da kalmamıştır!

◆ TÜFE'deki bu ayki olağan şüpheli vergi artışından dolayı

beklendiği gibi %7.2 artış gösteren sigara oldu. Ev eşyası (%1.7) ve ulaştırma (%1.2) yüksek artış gösteren diğer sektörler.

Faizler

◆ Son dönemde yurtdışından girişler sayesinde faizlerde belir-



SUI GENERIS—s1'den devam

savaşım konusunda hiçbir ciddi atılımın gerçekleştirilmediği ve kayıp 90'lar olarak da ifade edebileceğimiz 1992-2001 dönemini ele alabiliriz. Önceki hükümet tarafından İMF ile yakın istişare sonucunda uygulamaya konulan ve bugünkü Hükümet tarafından da son 4 yıldır oldukça başarılı bir şekile uygulaması devam ettirilen İstikrar Programı her bakımdan diğer iki dönemle ciddi bir ayrıma işaret ediyor. Bu nedenle örnekleme alınacak son periyotun da 2002-2006 olması doğaldır. Bu periyot diğerlerine göre ister istemez kısa kalıyor. Bu nedenle bazı yorumcular bu dönemin sahte saadet dönemi olduğunu ve aslında sürdürülebilir bir dönem olmadığını ve ileride ciddi krizlere gebe olduğunu iddia edebilirler tabii. Ancak ekonomistlerin çok büyük bir çoğunluğu, bugünkü ekonomik program ciddi şekilde delinmediği sürece Türkiye'nin durgunluklar yaşasa bile, 1994, 1999 ve 2001 gibi büyük krizler yaşamayacağı konusunda hemfikir.

Veri seti de oldukça önemli. "Dünya" zaten tüm veri setini kapsıyor. "Gelişmekte olan ülkeler"e gelirsek. Burada "The

PARASAL GÖSTERGELER	1	2	3	4	5
(milyon YTL)	30.03.2007	02.03.2007	29.12.2006	1/2	1/3
Dolaşımdaki Para	20,807	20,957	24,676	-0.7%	-15.7%
Vadesiz Mevduatlar	20,183	20,952	22,814	-3.7%	-11.5%
M1	40,990	41,909	47,491	-2.2%	-13.7%
Vadeli Mevduatlar	146,484	144,931	137,654	1.1%	6.4%
M2	187,474	186,840	185,145	0.3%	1.3%
DTH	105,324	105,133	101,399	0.2%	3.9%
DTH (milyar\$)	76.0	74.6	71.8	1.8%	5.9%
M2Y	292,798	291,973	286,544	0.3%	2.2%
Mevduat Bankaları Kredileri	177,805	173,231	170,578	2.6%	4.2%
Açık Piyasa İşlemleri	3,523	3,939	-1,098	-10.6%	AD
Kamu Menkul Kıymetleri	148,666	146,492	138,046	1.5%	7.7%
Dolarizasyon (DTH/M2Y)	36.0%	36.0%	35.4%	-0.1%	1.7%

gin bir gevşeme var. Ancak tabii ki fonlama maliyeti olan %19.1 oranı faizlerdeki daha fazla düşüşü engelliyor. Ayrıca, bu sene bütçenin iyi gitmemesi nedeniyle kamunun borçlanmasının yeteri kadar azalmayacağını ve bu durumun da faizler üzerinde bir baskı oluşturacağını söyleyebiliriz.

Parasal Göstergeler

◆ DTH'lar dolar bazında artmaya devam ediyor. Ancak kurdaki düşüş nedeniyle TL karşılığı olarak artış sınırlı.

◆ Bu ay sınırlı da olsa kredilerde bir kıpırdanma göze çarpıyor.

Economist" dergisinin arka sayfasında takip ettiği nisbeten büyük gelişmekte olan 22 ülkeyi değerlendirilmeye alıyorum. 80'lerde komünist rejimle yönetildikleri ve o tarihlere ait verileri ya son derece sağlıklı ya da hiç olmayan Çin, Rusya, Polonya ve Çek Cumhuriyeti'ni ise veri setine kapitalist sisteme iyice entegre oldukları son dönemde dahil ediyorum. Verilerin kaynağı ise IMF'nin Nisan'da çıkan World Economic Outlook serileri. Ülkeler bağımsız yönetilen ekonomik üniteler olarak görüldükleri için, böyle bir kıyaslama yaparken büyüme ortalamalarının ülke ekonomisi büyüklüğüne göre ağırlıklandırılmış değil, basit ortalama şeklinde hesaplanması daha doğru olmaktadır.

Tablodan açıkça görüldüğü gibi Türkiye 80'li yıllarda gelişmekte olan ülkelerin ortalamasına yakın bir büyüme gösterirken, 90'lı yıllarda gelişmekte olan ülkelerin sadece %72'si kadar bir büyüme

oranıyla sınıfta kalmıştır. 2002-06 döneminde ise büyüme ortalamamız gelişmekte olan ülkelerin %42 üzerinde gerçekleşmiştir. Bu sonuçlar büyümede iç gelişmelerin önemini net bir şekilde teyit etmektedir.

Ek bir bilgi olması amacıyla tabloya 2007-08 tahminlerini de dahil ettim. Açıkçası bu tahminlerin çok sağlıklı olduğundan eminim değilim. Örneğin önümüzdeki 2 senede Dünya büyüme hızının 2002-2006 döneminin oldukça üstünde olma ihtimali zayıf. Keza, bu dönemde Türkiye'nin büyüme hızı öngörülen büyüme hızı olan %5.5'in üzerinde olabilir. Öte yandan tahminlerde belirli bir yöne doğru bir eğilim (bias) olduğunu da iddia edemeyiz doğrusu. Böyle baktığımızda da Türkiye'nin önümüzdeki 2 sene en azından diğer gelişmekte olan ülkeler paralelinde büyüyeceğini söyleyebiliyoruz.

ORTALAMA BÜYÜME HIZLARI %	1980-91	1992-2001	2002-06	2007-08
DÜNYA	2.9	2.6	3.1	3.5
TÜRKİYE	4.4	2.9	7.2	5.5
GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER	4.2	3.9	5.1	5.4
TÜRKİYE / GELİŞ.OLAN ÜLKE.	103.1	72.4	142.3	102.4