

İçindekiler

- 1 Cari açık ekonomide açık pozisyon yaratıyor
- 1 Enerji fiyatları yüksek devam ederse, TL de değerli kalır
- 2 Bütçe açığı Maastricht'in altında
- 2 Yakıt maliyet artışı dikkate alınmazsa cari açık azalıyor
- 3 2005 büyüme oranı %6'yı geçebilir

SAYI: 01/06

- Turkish Yatırım Araştırma Birimi tarafından her ay yayınlanır.
- Baskıya giriş tarihi: 17.01.2006
- 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 üye olmak isteyenler, e-mail adresine başvurabilirler.

Kilometre Taşları

Ege Cansen

CARI İŞLEM AÇIĞI VARSA, AÇIK POZİSYON VARDIR!

Genel bir kural olarak, bir ülkede "cari işlem açığı" yani döviz gelirleri ile döviz giderleri arasında bir "eksi" fark varsa, o ülkede "açık pozisyon" var demektir. Bu halin tek istisnası, cari işlem açıklarından daha büyük "doğrudan yabancı sermaye" girişi olmasıdır. Söylediğim gibi, bu bir istisnadır. Türkiye için geçerli değildir. Ancak dışa yeni açılan küçük ülkelerde bir iki yıl böyle bir olguya rastlanabilir. O ülkelerde dahi, kümülatifte, cari işlem açıkları daima açık pozisyona tekabül eder. Peki açık pozisyon nedir ?

Bankacıların sevdiği tabirlerle TL'de "long", dövizde "short" olmaktır. Kısaca ülke, yabancılara döviz borçludur. Şimdi ikinci soruya geçelim. Kim borçludur? Bizim Merkez Bankası tarafından derlenen bilgilere göre, artık kendisi veya Hazine açık pozisyonunu büyütmemektedir. Aksine küçültmektedir. Açık pozisyon riskini taşıyan özel sektördür. Özel sektörün de "reel" kesimidir. Yani sanayi ve ticaret şirketlerimiz "dövizle borçlanmaktadır". Peki, böyle olunca, ülke pozisyon taşıyor demek mümkün mü? Tabii ki hayır. Merkez Bankası, sadece kamunun değil, özel sektörün de merkez bankasıdır. Son soru. Açık pozisyonun kârı kimindir? Riski karşılayacak olan Merkez Bankası'na rezerv taşımak kaç patlamaktadır? Nimeti kişilere, külfeti kamuya. Kural budur işte.

Sui Generis

Tuğrul Belli

YÜKSEK DÖVİZ REZERVİ İYİ Mİ, KÖTÜ MÜ?

Son 15 senedir gelişmekte olan ülkeler döviz rezervlerini milli hasıllarına oranla ciddi boyutlarda artırmışlardır. Öyle ki 1990'da %7.5 olan bu oran 2004 yılında % 28'e yükselmiş durumdadır. Genel olarak rezerv artışı gösteren ülkeler aynı zamanda cari denge fazlası vermekte iseler de, Türkiye gibi cari denge açığı veren ülkelerde dahi ciddi rezerv artışları söz konusudur. Rezervlerin özellikle bir ülkenin kısa vadeli dış borçlara oranına göre yüksek tutulması hedeflenmektedir. Günümüzde gelişmekte olan ülkelerin hemen hemen hepsinde kısa vadeli borç / rezervler rasyosu "1" rakamının altındadır. (Türkiye'de de bu oran son açıklanan rakamlara göre 0.82'dir.)

Bir ülke cari denge fazlası veriyorsa otomatik olarak ülke rezervleri artıyor demektir. Eğer MB müdahale edip, gelen fazla döviz piyasadan toplamaz ise, sermaye hareketleri serbestisi olan bir ekonomide ülke parasının değerlendirilmesi kaçınılmaz olur. Ancak özellikle Uzak Doğu ülkeleri büyüme stratejilerini ülke paralarının değerini düşük tutmak üzerine inşaa ettikleri için, bu fazla döviz mutlaka piyasadan çekmek durumundadırlar ve nitekim öyle yapmaktadırlar. Türkiye gibi cari denge açığı veren ülkelerde ise normalde rezerv azalması ve/veya ülke parasının değer kaybetmesi beklenir. Ancak Türkiye'ye son yıllarda ciddi boyutta sermaye girişleri olması nedeniyle cari açığa rağmen rezervler artmaktadır. Bugüne kadarki rezerv artışını aslında çok da bilinçli bir strateji değil, ekonomik gelişmelerin bir sonucu

Bütçe ve Kamu Finansmanı

Bütçe açığı %3'ün altında

◆ Hazine aralık'ta nakit bazda 14 milyar YTL gelir elde etmiş, 15.9 milyar YTL de harcama gerçekleştirmiştir. Böylece aralık nakit açığı 1.9 milyar YTL olmuştur. Faiz dışı denge ise 2.4 milyar YTL fazla vermiştir. Böylece geçici rakamlara göre 2005 yılı tümünde bütçe açığı 13.2 milyar YTL ve faiz dışı fazla da 32.2 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir. Sene başındaki bütçe açığı hedefinin 29.1 milyar YTL, FDF hedefinin ise 27.3 milyar YTL olduğu dikkate alınır-sa sonuçların son derece başarılı olduğu görülmekte. Öyle ki bütçe açığı Maastricht kriteri olan GSMH'nin %3'ünün altında gerçekleşecektir (ki 2005'te pek çok AB ülkesi dahi bu kriteri tutturamadı!). Diğer pozitif bir gelişme de başka bir Maastricht kriteri olan kamu borçlarının %60 oranının altına çekilmiş olması.

◆ 6 Ocak'ta devlet bakanı Ali Babacan 2005 yılı ekonomik gelişmeleri ile ilgili bir sunum yaptı. Bu sunum içerisinde 2006 yılı kamu finansmanı stratejisi hakkında da bilgiler verdi. Buna göre 2006'da:

1. Daha az sayıda DİBS ihraç edilecek (itfa-ihraç oranı %77 olarak öngörülüyor), ilk ihracı gerçekleştirilen DİBS'ler yeniden ihraç edilmek suretiyle senetlerin likiditesi ve derinliği artırılacak.
2. Her ay düzenli olarak, değişken ve sabit faizli olmak üzere, 6 ayda bir kupon ödemeli YTL cinsi tahvil ihalesi gerçekleştirilecek.
3. Ocak, Nisan, Temmuz ve Ekim aylarının her birinde uzun vadeli YTL cinsi

iskontolu senet ihracı gerçekleştirilecek ve söz konusu senetler ilk ihraç tarihini izleyen üç ay boyunca yeniden ihraç edilebilecek.

4. Piyasa koşulları çerçevesinde YTL cinsinden kısa vadeli iskontolu senet ve referans bono ihraçlarına devam edilecek.
5. Döviz cinsinden iç borçlara ilişkin borç çevirme oranı %80'i aşmayacak.
6. Dövizde endeksli senet ihracı gerçekleştirilmeyecek.
7. Aylık ihale programları bir önceki ayın son iş günü kamuoyuna duyurulacak.

◆ Bu stratejiler piyasalardaki öngörülebirliliği daha da artırırken giderek azalan kamu borçlanma ihtiyacı nedeniyle faizler üzerindeki baskının da azalacağını öngörüyoruz.

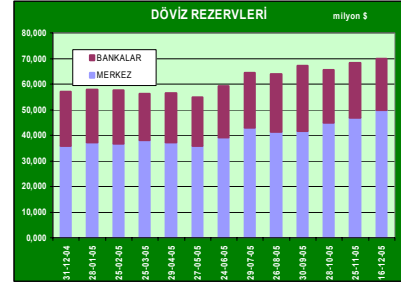
Ödemeler Dengesi ve Dış Ticaret

Cari açık aslında azaldı!

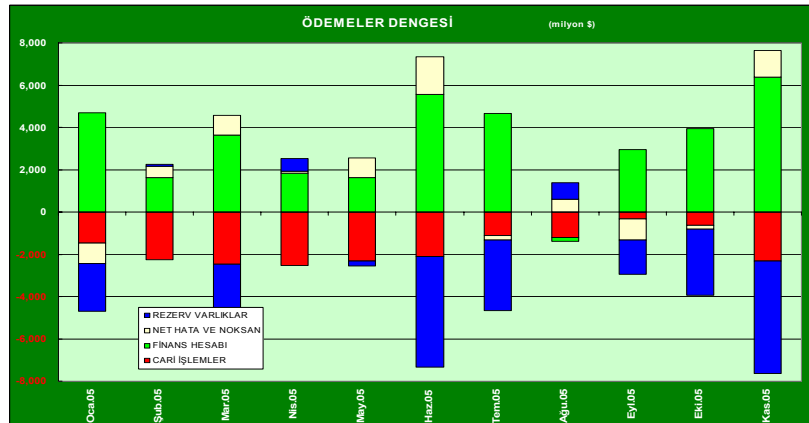
◆ Kasım'da cari denge piyasanın ve bizim de beklentilerimizin altında \$ 2.3 milyar bir açık verdi. Böylece 11 aylık kümülatif açık \$ 18.7 milyar oldu. Aralıkta açığın \$ 3.3 milyar civarında gerçekleşmesi mümkün. Böylece 2005'de toplam cari açık \$ 21 milyar civarında gerçekleşecek. Açıkçası bu rakam bizim se-

ne ortası tahminlerimizin de altında. Ancak 2 noktayı da belirtmemiz gerekir. Birincisi net hata noksan rakamlarında bazı geriye dönük düzeltmeler yapılarak açık azaltıldı. İkincisi ise özellikle son 3 ayda aylık açıkların geçen senenin aynı dönemlerine göre artış oranında bir azalma söz konusu.

◆ Geçen ay da belirttiğimiz gibi 2005 senesinde cari açık ile ilgili gereksiz bir endişe içine girildi. Enerji faturamızın en az \$ 7 milyar artmış olduğunu dikkate aldığımızda, aslında yapısal açığın geçen senenin açığı olan \$ 15.6 milyara göre azalmış olduğunu bile söyleyebiliriz. \$ 22 milyarlık bir açık takriben GSMH'nin %6'sına tekabül etmektedir. Bu da AB'ye girmiş veya giriş sürecinde olan diğer Doğu Avrupa ülkelerinin cari açık oranlarından farklı bir oran değildir.



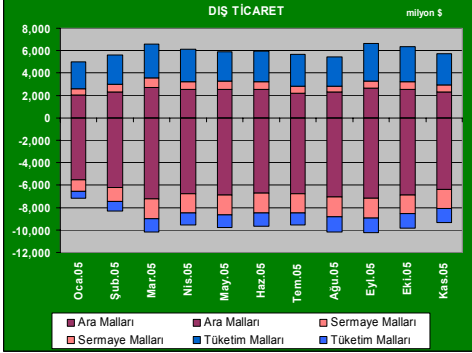
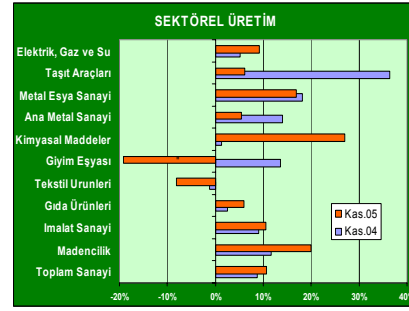
◆ Kasım'da gözden kaçan diğer bir gelişme de MB rezervlerindeki aylık artış olan \$ 5.4 milyarın tüm zamanların en yüksek artışı olmasıydı. Böylece toplam rezervlerimiz kasım sonu



itibarıyla \$ 70 milyara, yıl sonu itibarıyla de \$ 72 milyarın üzerine çıkmış bulunuyor.

◆ TİM rakamlarına göre aralıkta ihracat \$ 7.3 milyar olarak gerçekleşti. Böylece 2005 tüm yılı ihracatı önceki seneye göre %14.7 artarak \$ 73.4 milyara ulaşmış bulunuyor. İlk 11 ay ithalatı ise \$ 104.5 milyara ulaştı. Son

de önemli artışlar söz konusu.

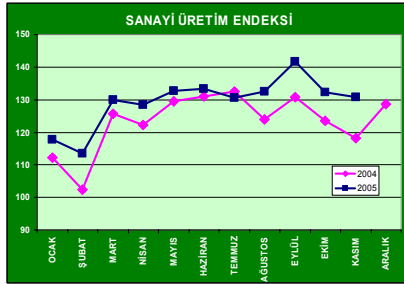


ayda ithalatımız tahminen \$ 12.5 milyar olarak gerçekleşirse toplam ithalatımız \$ 117 milyara, dış ticaret hacmimiz de \$ 200 milyarın üzerine çıkacak olacak.

Üretim ve Büyüme

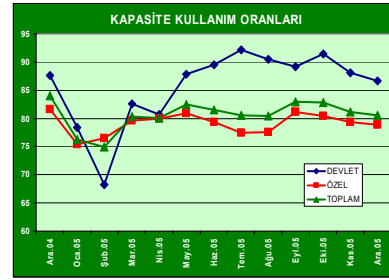
2005 büyüme oranı en az %6

◆ Üretimden çelişkili sinyaller gelmeye devam ediyor. Kasım da sanayi üretimi %10.7 gibi oldukça yüksek bir oranda artış gösterdi. Aşağıdaki grafikten de görüldüğü gibi sanayi üretiminde bu senenin ağustos ve sonrasında geçen senenin oldukça üzerinde bir seyir izliyoruz.



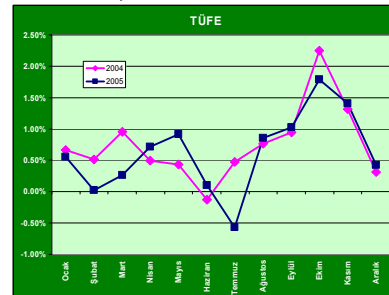
◆ Giyim ve tekstil sektörlerinde artık alışlagelen üretim daralmalarını bir kenara bırakırsak diğer imalat sanayi alt sektörlerin-

◆ Ancak aralık ayı ile ilgili de çelişen bir sinyal söz konusu. Bu ay kapasite kullanımını geçen senenin aynı ayına göre %3.4, kasım ayına göre de %0.6 azalmış vaziyette. KKO'daki bu azalışın üretim değerlerine ne kadar yansıdığı merak konusu. Ancak aralıkta üretim geçen seneye göre hiç artmasa bile 4. çeyrek ve de 2005 tüm sene büyüme hızı %6'nın üzerinde çıkacaktır.



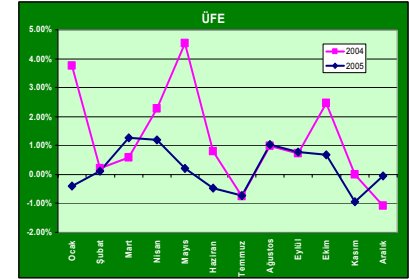
Enflasyon

◆ Aralıkta TÜFE %0.42 ve ÜFE %-0.04 olarak gerçekleşti. Böylece yıllık enflasyon TÜFE'de %7.72, ÜFE'de ise %2.66 oldu



◆ Grafikten de görüldüğü gibi enflasyon istatistiklerinde çeşitli çalışmalar yapılmış olmasına

rağmen rakamlar hala mevsimsel etkilerden arındırılmış değil. Özellikle TÜFE'de bu net olarak gözüküyor. Yaz ayları düşük, sonbahar ayları yüksek. Ancak bu sene enflasyon hedeflemesi sistemine geçildiği için bu mevsimsel etkiler ileride MB'nin başını ağrıtabilir. Hedeflemenin TÜFE + veya - %2'lik bir bant içinde yapılması nedeniyle, örneğin sonbahar aylarında piyasada gereksiz bir bekleme ve müdahale durumu oluşabilir. (MB böyle bir olasılığı dikkate alarak Özel Kapsamlı TÜFE Göstergeleri (ÖKTG) adı altında bir dizi farklı enflasyon endeksi de yayınlamaktaysa da nihai hedef bugünkü şekilde hesaplanan TÜFE'nin kendisi).



Faizler

◆ MB 2006'daki para politikası kurulu toplantı takvimini önceden belirledi. Buna göre her ayın 19-26'sı arası bir tarihte toplanıp faiz kararı alacaklar. İlk toplantı 23 Ocak'ta. Bu toplantıda faiz indirimi kesinlikle beklemiyoruz.

◆ Öte yandan Hazinesin 2005'de %89.4 olarak gerçekleşen borç çevirme oranını 2006'da %77.1'e indirerek \$ 23.3 milyar kaynağı piyasaya bırakacak olması faizler üzerindeki baskıyı azaltacaktır.

◆ Bono faizlerine %15 stopaj getirilmesi sonrasındaki ilk ihalelere rekor teklif gelmesiyle faizlerde stopaj oranında artış olacağı beklentisi gerçekleşmedi. Faizler stopaja rağmen 13.8'den 13.5'e geriledi. Her ne kadar gelen teklifin kısmen fiktif olduğu iddia

edilse de, piyasada likiditenin bol olması ve banka ve şirketlerin stopajdan etkilenmemesi faizlerin yükselmemesinde etkili oldu.

Parasal Göstergeler

◆ M1 ve M2 büyüklüklerinin %30'ların üzerinde arttığı bir senede enflasyon oranı sadece %7.7 olarak gerçekleşti.

◆ 2005'de mevduat bankaları kredileri %50 artarken kamu

PARASAL GÖSTERGELER	1	2	3	4	5
(milyon YTL)	23.12.05	25.11.05	31.12.04	1/2	1/3
Dolaşımdaki Para	18,371	18,014	12,446	2.0%	47.6%
Vadesiz Mevduatlar	21,031	18,729	17,023	12.3%	23.5%
M1	39,401	36,742	29,469	7.2%	33.7%
Vadeli Mevduatlar	112,359	109,677	79,875	2.4%	40.7%
M2	151,760	146,419	109,344	3.6%	38.8%
DTH	76,469	74,269	76,074	3.0%	0.5%
DTH (milyar\$)	56.8	54.9	56.7	3.4%	0.2%
M2Y	228,229	220,688	185,419	3.4%	23.1%
Mevduat Bankaları Kredileri	116,591	111,725	77,628	4.4%	50.2%
Açık Piyasa İşlemleri	8,728	8,962	3,622	-2.6%	141.0%
Kamu Menkul Kıymetleri	130,242	130,743	112,632	-0.4%	15.6%

menkul kıymetlerindeki artış DİBS'lerde nominal bir azalış da sadece %15.6. Hatta son ayda görülmekte.

SUI GENERIS—s1'den devam şeklinde değerlendirmek gerekir. Ancak geçenlerde başkan yardımcısı Anne Krueger tarafından Türkiye bağlamında vurgulandığı gibi döviz rezervlerinin artırılması IMF tarafından da özellikle tavsiye edilen bir stratejidir. Peki bu gerçekten de doğru bir strateji midir?

Döviz rezervlerinin gelişmekte olan ülkeler için ciddi maliyetleri söz konusudur. Rezervler kural olarak gelişmiş ülke devlet tahvillerinde değerlendirilir. Bugünlerde 10 yıllık ABD tahvilleriyle Türkiye'nin uzun vadeli borçlanması arasında 2.6 puan kadar bir aralık (spread) vardır. Ancak daha önceki borçlanmalarda spread'in daha fazla olduğunu da dikkate alırsak, MB'nin \$ 50 milyar döviz rezervini biriktiren katlanmak zorunda kaldığı ülke spread maliyetinin en az 3 puan olduğunu varsayabiliriz. Yani, çok kabaca, devlet bugün \$ 50 milyar civarında olan rezervleri tutmak için %3 kadar bir negatif spread ödemektedir. Bu da senelik \$ 1.5 milyarlık ekstra bir maliyeti ifade etmektedir. Ancak buna karşılık, hiç rezerv tutmaması durumunda ülkenin risk algılaması artacağı için Türkiye'nin toplam dış borçları üzerindeki faiz spread'inin artması çok büyük bir olasılıktır. Öyle ki Türkiye'nin eylül sonu itibarıyla toplam dış borç stoğu \$ 165 milyardır. Bu miktardan gereksiz yere tuttuğumuzu varsaydığımız döviz rezervleri kadarını çıkarsak bile toplam dış borç \$ 115 milyar gibi çok da küçümsenmeyecek bir

rakam olacaktır. Hiç rezerv tutmamızın uluslararası piyasalardaki Türkiye risk algılamasını yükseltip özel ve kamu sektörü borçlanma maliyetlerini sadece "1.5" puan bile artırdığını düşünsek (ki bu çok konservatif bir tahmindir, geçmişte Türkiye'nin risk algılanmasındaki artış nedeniyle borçlanmasında açılan spread 6-7 puan olmuştur) rezerv tutmamanın maliyeti \$ 1.7 milyar olmakta, rezerv tutma maliyeti olarak hesapladığımız \$ 1.5 milyarı geçmektedir.

Mamafi MB'nin yüksek rezerv tutma dolayısıyla üstlendiği ikinci bir gizli maliyet daha vardır. Bu da rezerv artırırken oluşan TL'yi sterilize etmek için ödemek zorunda kaldığı faizlerdir (Bu maliyetin yurtdışına artan bir yükümlülük şeklinde değil, yurtdışında bir gelir transferi şeklinde ortaya çıktığını belirtelim.) Ancak MB'nin geçen sene günlük ortalama çektiği para sadece 3.7 milyar YTL ve bunun üzerindeki reel faiz de sadece 300 milyon YTL kadardır. Bu noktada iç borç senetleri üzerindeki reel faizin de rezerv artırma stratejisinin bir parçası olarak yüksek tutulduğu iddia edilebilir. Gerçekten de %6.5 gibi bütçe fazlası veren bir ekonomide devlet tahvili reel faizlerinin %5 diyebileceğimiz normal bir oranın üzerinde oluşmasının tek izahı, MB'nin rezerv girişlerini artırdığı tutma arzusu olarak görülebilir. Böyle bakıldığında devletin kaybı 2005 başında piyasaya olan borçlarına sene içinde ödediği nominal faiz oranından ortalama enflasyon artışı %5'in çıkarılması sonucu bul-

nacak rakam olabilir. Bu da çok kabaca 10.5 milyar YTL mertebesinde bir rakamdır. Ancak, bu rakam ağırlıklı olarak yurtdışındaki rantıye kesime bir gelir transferidir (Tabii, TL bonolardan alan bir kısım yabancı yatırımcı da söz konusudur.) 2006'da ise bu rakam çok daha azalacak, 3 milyar YTL kadar olacaktır.

Netice olarak, bugünkü konjonktürde yüksek döviz rezervi tutmak mantıklı bir stratejidir. Hatta MB, normal şartlarda, döviz rezervlerini proaktif olarak artırmak, böylece TL'nin göreceli değer kaybını sağlamak, dolayısıyla cari açığı ve de net döviz borçlarını azaltma politikası izlemelidir. Ancak, TL'yi zayıflatmak bu seneki %5 enflasyon hedefini rahatsız etmediği sürece mümkün olabilir. Bu da enflasyonda %7.7'den %5'e düşüş öngörüldüğü bir senede ancak enerji fiyatlarındaki gerileme ile mümkündür.

Sonuç olarak : Enerji fiyatları 2005 düzeylerinde seyrettiği sürece TL güçlü kalmaya devam edecektir. Eğer fiyatlar yükselirse, cari açığın kur üzerindeki etkisi kaçınılmaz olur. Fiyatların çok düşmesi ise enflasyonu da düşüreceği için, MB'nin döviz alımı yapma ihtimalini artırabilir. Ancak aynı zamanda da Türkiye'nin enerji ithalatı maliyeti azalacağı için cari açık kendiliğinden de azalabilir. Böyle bir durumda eğer son 5 yılda MB Başkanı'nu biraz tanıdıysak, TL'yi zayıflatmak konusunda son derece isteksiz davranacağını da peşinen söyleyebiliriz. (Tabii, başkan değişirse, strateji de farklı olabilir.)