

- 1 Bütçe fazlası değil, ödenen reel faiz önemli
- 1 Avro'ya AB'den önce geçeriz
- 2 Satılan KİT'ler bütçe- de açık yaratabilir
- 2 İhracat dolu dizgin gidiyor.....
- 3 ...onunla beraber üretim del
- 4 Enflasyon üzdü!

SAYI: 02/07

- Turkish Yatırım Araştırma Birimi tarafından her ay yayınlanır.
- Baskıya giriş tarihi: 16.02.2007
- 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

BÜTÇE FAZLASI, İYİ BİR ŞEY Mİ ?

Uzun yıllar, bütçesi açık veren bir ülkede yaşadık. Üstelik bütçe açıkları yüzünden ülkenin iki yakası bir araya gelmedi, yapışkan enflasyon dahil, başımıza ne geldiyse, bütçe açıkları yüzünden geldi diye beyinlerimiz yıkandığı için, 2006 bütçesinin çok küçük bir açıkla kapanmış olmasından hepimiz çok mutlu olduk. Acaba bir ülkede, kamunun bütçe fazla vermesi iyi bir şey mi ?

Önce bütçe dengesinin, yani açık mı yoksa fazla mı verdiği hesabını yapmanın o kadar kolay olmadığını vurgulayarak söze başlayım. Bugün kullanılan IMF tanımlı bütçe denge hesabı, "faiz harcamaları" kaleminin yanlış hesaplanması yüzünden kesinlikle Türk ekonomisinin durumunu aksettirmemektedir. Bütçe dengesi hesapları "nakit akışına" göre yapılmaktadır. Bu hesaplar enflasyonu % 2-3 arasında dolaşan ve kamunun uzun vadeli borçlanabildiği ülkelerde geliştirilmiştir. Diğer bir değişle muhasebe ilkeleri bakımından yapılması gereken "enflasyon düzeltilmesi" yapılmadan, faiz harcamaları olduğu gibi gider yazılmaktadır. Bu arada % 10 enflasyonun da "yüksek" olduğunu hatırlatayım. Operasyonel bütçe denge hesabı diye, enflasyon düzeltilmesini de kapsayan bir hesap tarzı daha vardır. Buna göre hesaplandığında, bütçemiz bir süredir "fazla" vermektedir. Aslında milli gelirin % 16'sı kadar açık verdiği söylenen 2001'de de az da olsa bir bütçe fazlası vardı.

Doğrudan devletin petrol geliri

olan Norveç ve Suudi Arabistan gibi ülkeler hariç, "ekonomisi sağlıklı" hiç bir ülke bütçe fazlası vermez. Çünkü; bütçenin fazla vermesi, devlet topladığı vergi kadar halka hizmet götürmüyor demektir. Bütçe fazla verince övünmeye; açık verince dövünmeye ihtiyaç yoktur. Önemli olan devletin, kamu borçlarına ödediği reel faizin, milli gelire oranıdır. Bu oran Türkiye'de hâlâ AB ortalamasınının 5 katıdır..

Sui Generis

Tuğrul Belli

EN ZAYIF HALKA!

Bugün Türkiye ekonomisindeki en zayıf halka nedir? Bu soruya eminim herkesin kendine göre cevabı vardır. Ve bu cevapları sıralarsak kolaylıkla şöyle bir liste çıkarabiliriz: Cari açık, enflasyon, dış borçlar, işsizlik, değerli TL, teknoloji eksikliği, pahalı enerji, vergisel yükler, eğitim ve altyapı yetersizlikleri vs. Benim en zayıf halka adayım ise "dolarizasyon".

1989'da konvertibiliteye geçilmesiyle birlikte döviz yavaş yavaş hayatımızın bir parçası olmaya başladı. Tabii konvertibilitenin dış ticareti kolaylaştırması, yabancı sermaye girişlerini rahatlatması, dövizdeki devlet monopolünü kırması ve müteşebbisi döviz kazandırıcı işlere teşvik etmesi gibi çok olumlu tarafları olduğu kaçınılmaz. Ancak konvertibilitenin gerçek anlamda işlerlik kazanması için sadece dış ticaret yapan kesimin değil tüm vatandaşların döviz taşıma, döviz alma-satma ve parasını dövize yatırma hakkının olması gerekiyordu ve böyle de oldu. O güne kadar tasarruflarının enflasyon altında ezildiğini gören ve 70'li yıllarda 70 cent'e muhtaç bir Türkiye'de yaşamış kesimler için DTH'lar bir kurtarıcı gibi

devamı sayfa 4'de

Bütçe ve Kamu Finansmanı

Satılan KİT'lerin etkisi hissedilmeye başladı!

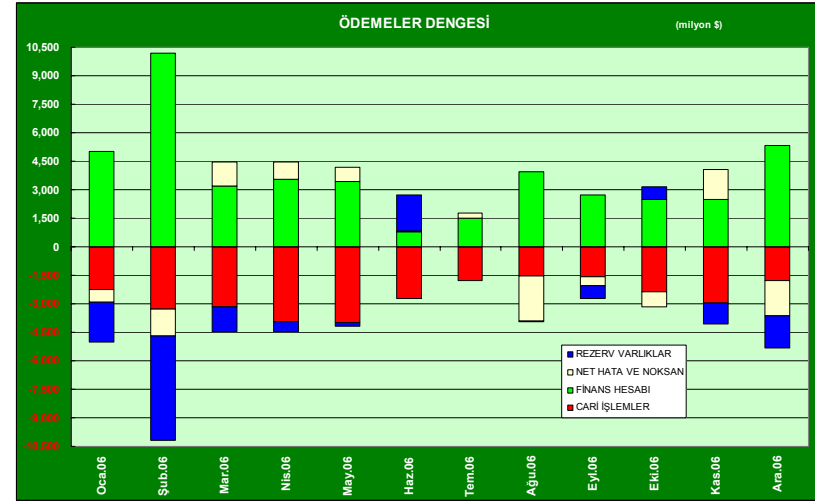
◆ Kesinleşmiş sonuçlara göre 2006'da merkezi yönetim bütçesi TL 4 milyar açık verdi. Faiz-dışı fazla ise TL 42 milyar oldu. Sonuçlar genel olarak oldukça başarılı. Ancak, IMF'ye göre hazırlanan ve özelleştirme, telekom, banka temettü ve faiz gelirlerinin dahil edilmediği bütçe ise normal bütçeden TL 8.5 milyar eksik ile TL 33.4 milyar faiz-dışı fazla veriyor. Bu fazlanın milli gelire oranı ise %6, yani %6.5'lik hedefin altında.

◆ Henüz 2006'nın konsolide kamu sektörü bütçe dengesi rakamları ise yayınlanmadı. Bu rakama her ay izlediğimiz merkezi yönetim bütçesi dışında KİT'lerin hesapları da dahil ediliyor. Her ne kadar Ekim sonuna kadar olan sürede KİT'lerin dengesinin de artıda olduğu görülüyorsa da 2 noktayı dikkate almak gerekir:

1- Son 2 ayda KİT'lerde kullanılan ödeneklerin kullanılmasıyla açık meydana gelebilir.

2- Bu sene 6. aydan itibaren THY (kamu hissesi %50'nin altına düştüğü için) ve TEDAŞ (veri alınmadığı için!) hesaplara eklenmemiş durumda. TEDAŞ'ın durumunun zam yapamadığı için pek

BÜTÇE NAKİT GERÇEKLEŞMESİ	Oca.06	Oca.07	Fark
1. GELİRLER	12.908.5	13.956.0	8.1%
2. GİDERLER	13.248.4	17.823.5	32.3%
FAİZ DİŞİ GİDERLER	11.121.2	10.747.6	-3.4%
FAİZ ÖDEMELERİ	2.127.1	6.775.9	218.5%
3. FAİZ DİŞİ DENGİ	1.787.3	3.208.4	79.5%
4. NAKİT DENGESİ	-339.8	-3.567.5	949.8%
5. FİNANSMAN	339.8	3.567.5	949.8%
6. BORÇLANMA (NET)	600.9	6.228.2	936.6%
DİŞ BORÇLANMA (NET)	1.470.6	904.8	-38.5%
Kullanım	1.926.1	1.810.6	-6.0%
Ödeme	455.5	905.8	98.8%
İÇ BORÇLANMA (NET)	-869.7	5.323.4	-712.1%
Kullanım	10.056.8	15.788.9	57.0%
Ödeme	10.926.5	10.465.5	-4.2%
7. ÖZELLEŞTİRME GELİRİ	4.653.9	0.0	-100.0%
8. TMSF'DEN AKTARIMLAR	0.0	0.0	
9. DEVİRLİ BORÇ DÖNÜŞLERİ	34.4	31.7	-7.9%
10. BANKA KULLANIMI	-4.949.3	-2.692.4	-45.6%
11. KUR FARKLARI	-16.9	-46.2	173.0%
12. KASA/BANKA NET	-4.932.4	-2.646.2	-46.3%



iyi olmadığı bilinen bir gerçek. 3- İşletmeci KİT'lerin 2004'te görev zararı sonrası karı TL 4.6 milyar oldu. Telekom'un satışından sonra KİT'lerin karı 2005'te TL 1.9 milyara gerilerken, 2006'da TÜPRAŞ'ın da satılmasıyla kar TL 800.3 milyon zarara dönüştü. 2007 programına göre TL 2.5 milyar kar etmesi öngörülen KİT'lerin zarar eden THY hesaplamalardan çıkarılsa dahi, değil bu rakama ulaşması, kar etmesi bile imkansız gözüküyor.

◆ 2007 senesine ise faiz-dışı fazlada iyi bir performansla başlarken, Ocak'a yığılmış olan borç itfaları nedeniyle nakit açığına da ciddi artışla başladık. Bu ayda Hazine hem net iç hem de dış borçlanma yaparak ihtiyacının TL 2.7 milyar fazlası bir para piyasadan çekti.

◆ Şubat iç borçlanma stratejisine baktığımızda faiz-dışı fazlanın sıfır olarak beklendiğini ve TL 10 milyara yakın bir finansman ihtiyacı olduğunu ve bunun TL 7 milyarlık kısmını borçlanarak, gerisini de kasa hesa-

bından karşılayacağını görüyoruz.

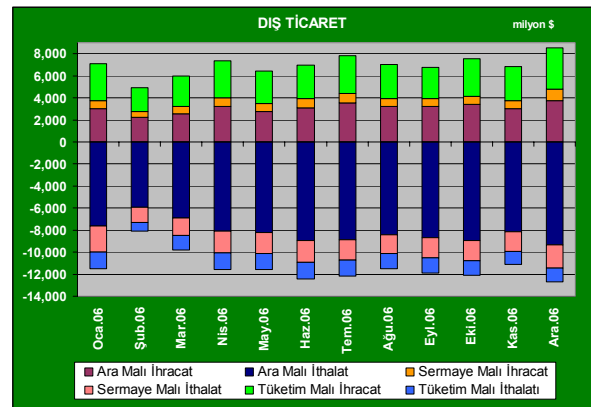
Ödemeler Dengesi ve Dış Ticaret

Ocakta ihracatta büyük artış

◆ Tüm sene grafiğine baktığımızda finans hesabı girişlerinin döviz hareketliliği yaşanan haziran ve temmuz da dahil olmak üzere bütün aylarda fazla verdiğini, yani nette her ay sermaye girişi yaşadığımızı gösteriyor.

◆ Aralık da Tüpraş satış gelirinin yansıdığı Şubat sayılmazsa, en yüksek fon girişi görülen ay. Ancak böyle bir ayda net hata rakamından yüklüce bir çıkış olmuş olması da sorgulanması gereken bir durum.

◆ Genellikle cari açığın yükseldiği bir ay olan aralık'ta açığın ciddi miktarda daralmış



olması sevindirici.

◆ Bilindiği gibi Kasım rakamları yayınlanırken, ilk 10 ay rakamları da revizyona tabi tutulmuş ve ilk 10 aylık cari denge açığı \$ 1.3 milyar kadar azalmıştı. Bu revizyona daha önce hesaplara dahil edilmemiş olan son 3 ayki bavlul ticaret rakamlarının dahil edilmesinin sebep olduğu belirtilmişti. Keza aynı şekilde Aralık rakamları yayınlanırken, bu sefer Kasım ayı açık rakamı da \$ 500 milyon kadar bir revizyona uğradı. Bütün bunların sonunda 2007 yılı resmi cari açık rakamı da \$ 31.3 milyar olarak açıklandı.

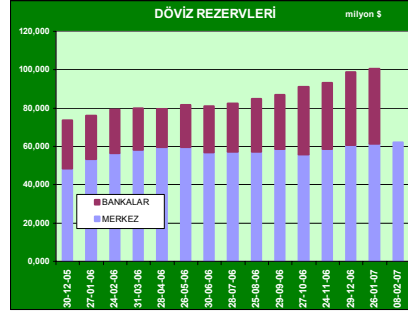
◆ Geçen seneye göre ihracatımız %15.9 artışla \$ 85.1, ithalatımız ise %17.4 artışla \$ 137.4 milyara ulaşmış bulunuyor. Her ne kadar dış ticaret açığımız önceki seneye göre genişlemiş gözüküyorsa da ticaret dengesi durumuna fiyat gelişmelerinden bağımsız olarak, miktar endeksleri bazında baktığımızda, durumun pek de menfi olmadığı görülüyor. Şöyle ki, 2006'da ortalamada ithalat miktar endeksi %6.5 artarken, ihracat miktar endeksi %8.4 kadar artmış. Yani, fiyat hareketlerini dışarıda tuttuğumuz zaman ihracat artış oranımız ithalatın üstünde.

◆ Diğer bir enteresan gözlem de döviz ve faiz artışı görülen Hazirandan sonra ihracat miktar endeksi artarken, ithalat miktar endeksinin artışında ciddi azalma olması. Bu durum 2 şekilde yorumlanabilir: İç talebin azalmasıyla üretimin ihracata kayması ve/veya kur değişikliği nedeniyle ticaret dengesinin düzelmesi.

◆ TİM verilerine göre ihracattaki artış ocakta da devam ediyor. Geçen sene \$ 4.9 milyar olan ihracat, bu sene %33.6 artışla \$ 6.6 milyara ulaşmış bulunuyor.

◆ Ocak sonunda MB rezervleri

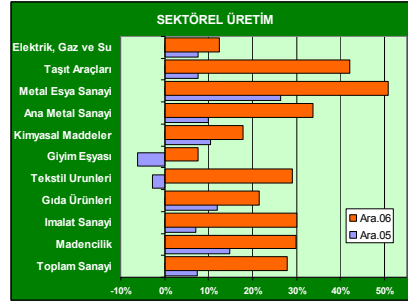
\$ 61.3 milyara, banka rezervleri ise \$ 39.2 milyara ulaşmış bulunuyor. Son 12 ayda banka rezervlerindeki artış \$ 16.5 milyar oldu.



Üretim ve Büyüme

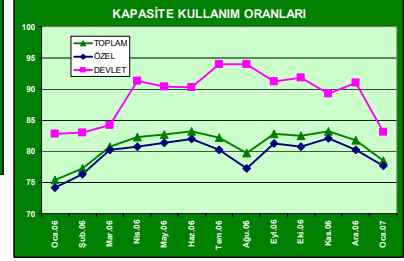
Büyüme şaşırtmaya devam ediyor

◆ Aralık ayı üretim rakamları grafikten de görüldüğü gibi her sektörde yüksek miktarlarda artış gösteriyor. Açıkçası bu raporulediğimiz 13 seneden beri ilk defa böyle bir vakaya rastlıyoruz. Geçen aralıkta uzun bayram olması veya üretimlerde düşüş görülmesi gibi bir baz etkisi olmadığını da dikkate alırsak, bu büyüme oranları gerçekten dikkat çekici.



◆ Ocak ayı kapasite oranının ise daha makul bir oranla %78.5 olarak gerçekleştiğini görüyoruz. Geleneksel olarak Ocak aylarında üretim düştüğü için, KKO'lar da düşer. Ayrıca ocakta bayram tatili olması da tabii ki etkili olmuştur. Buna rağmen bu oran son 10 yılın en yüksek Ocak KKO'su. Hal böyle iken, bu gayet müsbet kapasite kullanım oranını basının yaptığı gibi "son 10 ayın en düşük oranı" olarak nitelendirmek için ya çok zayıf bir ekonomi bilgisi,

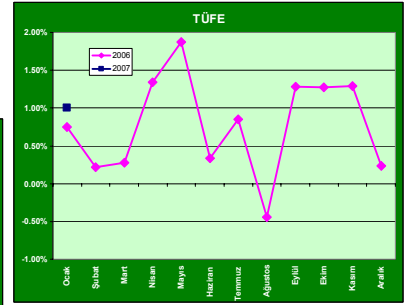
ya da kötü niyetli olmak gerekiyor. Çeşitli mevsimselliklerden dolayı KKO'ları önceki aylara göre değil, bir sene öncenin aynı ayına göre değerlendirmek gerekir. (Hele bir de bayram faktörü varsa.) Bu nedenle biz de grafikte her zaman son 13 ayı kullanırız.



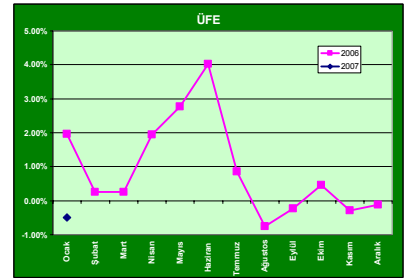
Enflasyon

Enflasyon pek parlak değil!

◆ Ocakta TÜFE %1.00 artarken, ÜFE %0.05 azaldı. Böylece son 12 aylık enflasyon TÜFE'de % 9.93, ÜFE' de ise %9.37 olarak gerçekleşti.



◆ Ocakta TÜFE'de en çok artanlar gıda ve haberleşme (%4.44 ve %1.18), en çok azalan ise giyim (%8.43) oldu. Senelik bazda ise gıda %14.6 ile en çok fiyatları artan sektör oldu.



◆ Resmi enflasyon hedefinin %4 olduğu bir seneye %1 ile başlamak açıkçası pek hoş olma-

di. Harcama ağırlıkları da dikkate alındığında konut ve gıda sektörlerinde bir problem olduğu görülüyor. Gıdada ithalat, konutta da reel faizlerin yüksekliği terbiye edici unsurlar olabilir. Ancak "mortgage" yasasının biraz zamansız bir şekilde çıkarılması, ev fiyatlarını artırıcı etki yapabilir.

Faizler



◆ Para Kurulu şubatta da faiz oranlarını değiştirmede. Ancak **SUI GENERIS**—s1'den devam

geldi. Zaten sabit (daha doğrusu enflasyona endeksli) bir kur politikası da izlendiği için zarar etme ihtimali de yok gibiydi. Ayrıca nihayetinde bir gerçek para (hard currency) sahibi oluyordunuz Bankalar için de cazipti çünkü henüz sendikasyon piyasası gelişmemiştir ve dış ticaretin finansmanı için önemli bir kaynak teşkil ediyorlardı. Türkiye'nin en büyük şansızlığı ise konvertibiliteye müthiş bir enflasyon ortamında ve finansal piyasaları gelişmemiş bir durumda girmiş olmasıydı. Sorumsuz iktidarların her 3-5 senede bir kriz yaratma başarısı da, normalde dövize 1 olacak talebi belki de 5'e çıkardı. Ve öyle böyle bugünlere geldik.

Bugün Türkiye ciddi bir ekonomik stabilizasyon programı altında 6. seneye giriyor olmasına ve bu dönemde TL'ye belki de verilebilecek en yüksek faizler verilmiş ve 5 sene içinde dövizin değeri geriye gitmiş olmasına rağmen "dolarizasyon" problemini halledebilmiş değil. Hala mevduatların %36 gibi çok ciddi bir kısmı dövizde park etmiş durumda. Ve bir de son yıllarda

PARASAL GÖSTERGELER (milyon YTL)	1 02.02.2007	2 29.12.2006	3 30.12.2005	4 1/2	5 1/3
Dolaşımdaki Para	20,618	24,676	18,276	-16.4%	12.8%
Vadesiz Mevduatlar	20,264	22,814	23,483	-11.2%	-13.7%
M1	40,882	47,491	41,759	-13.9%	-2.1%
Vadeli Mevduatlar	144,383	137,654	111,387	4.9%	29.6%
M2	185,265	185,145	153,146	0.1%	21.0%
DTH	102,849	101,399	76,440	1.4%	34.5%
DTH (milyar\$)	73.5	71.8	56.9	2.4%	29.1%
M2Y	288,114	286,544	229,587	0.5%	25.5%
Mevduat Bankaları Kredileri	170,626	170,578	120,994	0.0%	41.0%
Açık Piyasa İşlemleri	8,140	-1,098	4,983		63.3%
Kamu Menkul Kıymetleri	142,700	138,046	128,679	3.4%	10.9%
Dolarizasyon (DTH/M2Y)	35.7%	35.4%	33.3%	0.9%	7.2%

grafikten görüldüğü gibi 2. piyasa faizlerinde uzun bir aradan sonra bir gevşeme eğilimi söz konusu.

◆ Ancak gerek yüksek gelen enflasyon, gerekse de olası siyasi gelişmeler nedeniyle, MB'nin daha uzun bir süre faiz indirimine sıcak bakmayacağı aşikar.

Parasal Göstergeler

◆ 2006 başından beri %41 artan banka kredileri son 1 aydır hiç artış göstermemiş.
◆ Sene başından beri diğer

bunun üstüne ciddi bir yükümlülük dolarizasyonu oluşmaya başladı. Yükümlülük dolarizasyonu kredilerin de döviz üzerinden tanzim edilmesi olgusudur. Bu, tabii ki, yeni bir şey değil. Hatta Türkiye ne zamandan beri kamu ve özelde yurtdışından borçlanıyorsa, zaten şu veya bu ölçüde yükümlülük dolarizasyonu içindeydi. Ancak, yurtdışından adeta yabancı para akan günümüzde bu dolarizasyon da aşırı boyutlara ulaşmıştır. Bugün şirketlerin yerli bankalardan ve yurtdışından kullandıkları kredilerin %63'ü döviz cinsindedir.

Peki, dolarizasyon neden en zayıf halka? Çünkü dolarize olan ülkelerde ekonomi politikalarının işlerliği son derece zayıflıyor. Siz ekonomiyi soğutmak için faizleri artırıyorsunuz, bakıyorsunuz ertesi gün herkes dövizle borçlanıyor. Döviz değer kaybediyor, herkesin dövizlerini bozdurmasını beklerken, bir süre sonra tam tersi oluyor, "döviz çok ucuzladı, artık daha ucuzlamaz, haydi döviz stoklayalım" şeklinde bir tepkiyle karşılaşıyorsunuz. Her aldığınız kararda acaba elinde

parasal göstergelerde gerilemeler göze çarpmıyor. Ancak sene sonunun uzun bir bayram tatiline denk gelmiş olması, bu karşılaştırmaların analitik değerini azaltıyor.

◆ Varlık dolarizasyonunun önüne geçilebilmiş değil. Toplam mevduat içinde dövizin payı artmaya devam ediyor. Burada takip etmememize rağmen yükümlülük dolarizasyonun (yurtdışından alınanlar dahil döviz kredilerinin toplam kredilere oranı) da artmakta olduğunu söyleyebiliriz.

döviz tutanlar nasıl hareket edecek diye düşünmeye başlıyorsunuz. Kendi paranıza yurtdışından alacağınız dövize göre daha fazla reel faiz ödüyorsunuz. Bir süre sonra da problemin gelen sıcak para kadar, dövizden TL'ye ve TL'den dövize geçen yurtiçinde ve yurtdışında mukim Türk vatandaşları da olduğunu görüyorsunuz. Dövizi kontrol altında tutabileceğinizi ispatlayabilmek için müthiş bir döviz rezervi biriktirmek zorunda kalıyorsunuz. Bu arada ülke cebinde tuttuğu dövizler için ABD ve Avrupa ekonomisine ciddi boyutta senyörage ödüyor.

Dolarizasyon problemi bir gün kökünden çözülecek mi? Konvertibiliteyi kaldırmak veya Türkiye'nin kısa zamanda çok güçlü bir ekonomiye dönüşmesi gibi seçenekleri elersek tek bir çözüm kalıyor: **Tam dolarizasyon.** TL'nin tedavülden kaldırılması ve güçlü bir para biriminin onun yerini alması. Bu da Türkiye durumunda tabii ki "avro" olacaktır. Hatta daha iddialı bir şekilde şöyle de diyebilirim: Türkiye'nin avroya geçişi AB'ye girişinden önce olacaktır.