

- 1 Dolara sabitlenmiş bir TL daha iyi bir çözüm olabilir
- 1 Bankacılık ekonomide verimliliği artıracak
- 2 Hazineden değişik ve yüksek borçlanma
- 2 Dış ticaret açığı daralma eğiliminde
- 3 Üretim ihracat ağırlıklı olarak artıyor
- 4 Enflasyon %8 patikasında

SAYI: 03/07

- Turkish Yatırım Araştırma Birimi tarafından her ay yayınlanır.
- Baskıya giriş tarihi: 19.03.2007
- 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.

Kilometre Taşları

Ege Cansen

PARADA SERBEST PAZAR

Gelişmiş ülkelerle, gelişmekte olan ülkelerin para sistemleri, aynı olabilir mi? Bu sorunun cevabını bulmaya çalışalım. Ekonomide başarı için, "serbest pazar" (free market) gereklidir diyenlerin başında, Milton Friedman gelir. Friedman, 1953 yılında "Esnek Kur Meselesi" (The Case for Flexible Exchange Rates) adlı bir makale yazmıştır. Bu makaleyi yazdığı sırada Avrupa, II. Dünya Harbi'nin yaralarını sarmaya çalışıyordu. Avrupa'da sermaye hareketleri kısıtlı, kurlar da sabitti. O ise Avrupalılara, tam tersini yapın, hem sermaye hareketlerini, hem de kurları serbest bırakın, daha hızlı kalkınırsınız demiş.

Friedman'ın takipçilerinden Johns Hopkins Üniversitesi iktisat hocası Steve Hanke, esnek (serbest) kur şampiyonu Friedman'ın, "sabit kurdan" da yana olduğunu söylüyor. İlk bakışta çelişik gibi duran bu iki görüş, aslında tutarlı. Çünkü Friedman'ın sabit kur tavsiyesi az gelişmiş ülkeler için. Friedman'a göre, az gelişmiş ülkeler için, iki serbestlikten daha önemli olanı, sermaye hareketleri serbestliği. Bal gibi kurlar sabit, ama sermaye hareketleri serbest olabilir diyor. Sadece burada tavsiye edilen bizim bildiğimiz sabit kur sistemi değil. Yani Merkez Bankası tarafından yönetilen bir sabit kurdan bahsedilmiyor.

Benim anladığıma göre, işin özeti şu: Gelişmekte olan ülkeler, ulusal paralarıyla, küresel ekonomiyel bütünlüşemez. Bu ülkelerin ulusal paralarından

vazgeçip, küresel bir parayı kabul etmesi gerek. Türkiye örneğinde, bizim de Euro'ya (daha da iyisi Dolar'a) sabitlenmiş bir Türk Lirası'nı ulusal para kabul etmesi gerekecek. Sonra da gerçekten Euro, Türkiye'nin ulusal parası olacak. Ancak bir şart daha var. Merkez Bankası lağvedilecek, yerine "Para Kurumu" kurulacak.

Sui Generis

Tuğrul Belli

BASEL 2 VE İKTİSADİ KALKINMA

Bankacılık "diğer insanların parası" ile yapılan bir iş koludur. İngilizlerin deyişle "other people's money business"dir. Bu nedenle bankacılık belki de hiçbir zaman tamamen serbest piyasa ekonomisi yaklaşımına bırakılmaz. Düzenleme, denetim ve gözetimi mutlaka (ideal olarak özerk olan) merkezi kurumlar tarafından yapılmalıdır. Bu, ABD'de olduğu kadar Çin'de de böyle olmak zorundadır. Özellikle son yıllarda, takibi ve kontrolü son derece zor olan bilanço-dışı türev enstrümanların gelişmesi de, bankacılığa denetimin artırılmasını zorunlu kılan bir durum meydana getirmiştir.

Bu meyanda, Basel Komitesi 80'li yıllardan beri gelişmiş ülkelerdeki ve dolayısıyla tüm dünyadaki bankacılık sisteminin deneilenmesinde bazı ülkelerüstü standartlar oluşturmayı görev edinmiştir. Basında da sık sık yer aldığı gibi, yaklaşık 2 sene kadar önce Basel 2 olarak isimlendirilen yeni bir uzlaşa Basel Komitesi üyesi 13 ülke tarafından kabul edilmiştir. Bu uzlaşının hem AB, hem de üye ülkelerin bankacılık otoriteleri nezdinde kendi yerel sistemlerine uygulanması amacıyla çalışmaları sürdürülmektedir. Bizde de BDDK

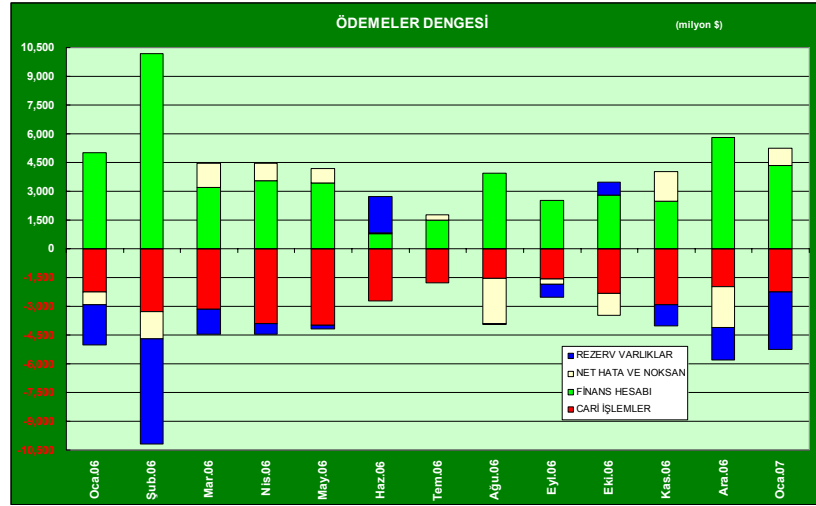
Bütçe ve Kamu Finansmanı

Hazine ihtiyacının çok üzerinde borçlandı!

◆ İlk 2 aylık bütçe nakit gerçekleştirmeleri beklendiği gibi çok parlak değil. Özellikle faiz ödemelerinde geçen senenin aynı dönemine göre %33'ün üzerinde bir artış söz konusu. Bu biraz itfa takvimiyle ilgili bir durum olduğu kadar, yükselen faizlerin de bir yansıması olarak görülebilir.

◆ Faiz-dışı denge ise şimdilik daha iyi gidiyor. İlk 2 ayda TL 3.8 milyar fazla verilmiş durumda.

◆ Hazinesinin ilk 2 ayda ihtiyacı olan TL 8.1 milyarın TL 5.1 milyar üzerinde borçlandığını



kağıtlarını satın almış olması durumunda piyasaların likidite açısından çok sıkışmış olacağını söyleyebiliriz.

◆ Şubatta borçlanma konusunda önemli bir gelişme de ilk defa reel

Ödemeler Dengesi ve Dış Ticaret

Ticaret açığında daralma!

◆ Türkiye'ye yurtdışından sermaye yağmaya devam ediyor. Ocak'ta Akbank satışından ve Finansbank'ın borsa çağrı alımlarından büyük miktarda girişler söz konusuydu.

◆ Cari işlemler açığının gelişimi konusunda net bir şey söylemek için biraz erken ama Aralıkta önceki seneye göre ciddi şekilde düşen açığın Ocak'ta geçen seneye aynı düzeyde çıkması, bu seneki açığın 2006'nın üzerinde oluşmayacağı görüntüsü veriyor. Ancak, TL'nin değerli kalması tabii ki açığı baskıyı devam ettirecektir.

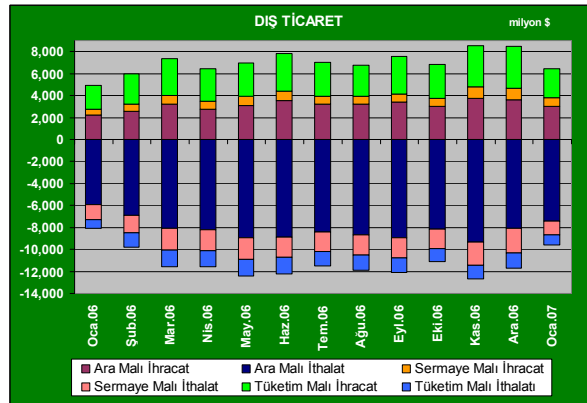
◆ Ocakta ihracatın 2006'ya

| 2007 YILI HAZINE NAKİT GERÇEKLEŞMELERİ (Milyon YTL) | | 2007 TOPLAM | 2006 TOPLAM | FARK % | |
|-----------------------------------------------------|----------|-------------|-------------|----------|---------|
| | Ocak/Jan | Şub/Feb | | | |
| 1. GELİRLER | 13,956.0 | 11,364.6 | 25,320.6 | 23,499.0 | 7.8% |
| 2. GİDERLER | 17,523.5 | 15,893.5 | 33,417.0 | 29,860.6 | 11.9% |
| FAİZ DİŞİ GİDERLER | 10,747.6 | 10,772.0 | 21,519.7 | 20,941.0 | 2.8% |
| FAİZ ÖDEMELERİ | 6,775.9 | 5,121.5 | 11,897.4 | 8,919.7 | 33.4% |
| 3. FAİZ DİŞİ DENGELER | 3,208.4 | 592.6 | 3,801.0 | 2,558.0 | 48.6% |
| 4. NAKİT DENGESİ | -3,567.5 | -4,528.9 | -8,096.4 | -6,361.7 | 27.3% |
| 5. FİNANSMAN | 3,567.5 | 4,528.9 | 8,096.4 | 6,361.7 | 27.3% |
| 6. BORÇLANMA (NET) | 6,228.2 | 6,850.8 | 13,079.1 | 1,741.1 | 651.2% |
| DİŞ BORÇLANMA (NET) | 904.8 | 589.7 | 1,494.5 | -630.8 | -336.9% |
| Kullanım | 1,810.6 | 3,471.5 | 5,282.1 | 2,098.7 | 151.7% |
| Ödeme | 905.8 | 2,881.8 | 3,787.6 | 2,729.4 | 38.8% |
| İÇ BORÇLANMA (NET) | 5,323.4 | 6,261.1 | 11,584.6 | 2,371.9 | 388.4% |
| Kullanım | 15,788.9 | 8,188.1 | 23,977.0 | 22,465.7 | 6.7% |
| Ödeme | 10,465.5 | 1,927.0 | 12,392.5 | 20,093.8 | -38.3% |
| 7. ÖZELLEŞTİRME GELİRİ | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 4,653.9 | -100.0% |
| 8. TMSF'DEN AKTARIMLAR | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | |
| 9. GARANTİLİ BORÇ DÖNÜŞLERİ | 31.7 | 82.4 | 114.1 | 60.4 | 88.9% |
| 10. BANKA KULLANIMI | -2,692.4 | -2,404.3 | -5,096.7 | -93.7 | AD |
| 11. KUR FARKLARI | -46.2 | -142.0 | -188.1 | -157.9 | 19.1% |
| 12. KASA/BANKA NET | -2,646.2 | -2,262.4 | -4,908.6 | 64.2 | AD |

görüyoruz. Reel faizlerin oldukça yüksek oranlarda seyrettiği bir dönemde Hazine'nin böyle bir borçlanma stratejisine gitmiş olmasının rasyonelliği oldukça tartışılabilir. Hazine'nin bu stratejiyle 2007'de Türkiye piyasalarının kötü gitmeyeceğini düşünen ve bu ihalelerden yüksek miktarda borçlanma gerçekleştiren yabancı yatırımcılara karşı yerlilerin daha pesimist duruşuna da zımni bir destek verdiğini unutmamak gerekiyor. Satılan tahvil miktarı yerel ihtiyacın o kadar üzerinde ki, faraza yerlilerin bütün ihraç

getirili bir tahvil ihraç edilmiş olmasıydı. 5 yıl vadeli ve kupon ödemeleri 6 ayda bir TÜFE+%5 şeklinde belirlenen bu tahvile beklenenin oldukça üzerinde bir ilgi geldi.

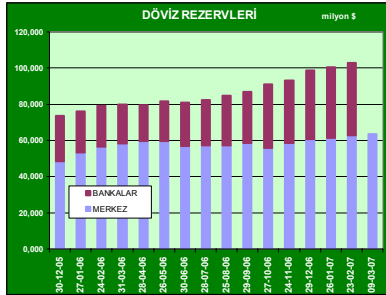
◆ Hazine Mart programında nete "0" borçlanma planladı. Şu ana kadar yapılan 2 ihalenin toplamında da itfanın altında kalmış bulunuyor.



göre %27 gibi yüksek miktarda artış göstermesi biraz da 2006 Ocak'ında tatil günü sayısının daha fazla olmasına bağlanmıştır. Ancak TİM'in Şubat rakamlarına baktığımızda yüksek oranlı artışın devam ettiğini gözlemliyoruz. TİM'e göre şubatta ihracat %24.5 artışla \$ 7.6 milyar olarak gerçekleşti.

◆ Ocak ayında ithalat ise %18 artışla \$ 9.6 milyar olarak gerçekleşti. Öte yandan ithalde alınan katma değer vergisi rakamlarına baktığımızda, dolar bazında 2006-2007 şubat rakamlarında net bir artış görülüyor. Bu da şubatta ithalat artışının oldukça düşük kalacağı (%10 ve altı) ve dış ticaret açığının bir ölçüde daralacağını gösteriyor.

◆ Döviz rezervlerindeki artış da istikrarlı bir şekilde devam ediyor. Şubat sonunda MB rezervleri \$ 63 milyara, banka rezervleri ise \$ 40 milyara ulaşmış bulunuyor. Son 12 ayda banka rezervlerindeki artış \$ 17 milyarı geçmiş bulunuyor.



Üretim ve Büyüme

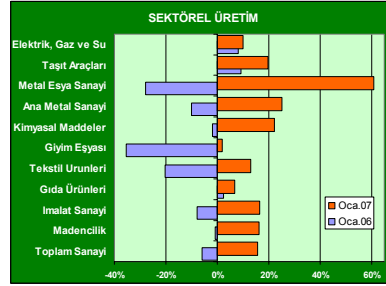
Büyüme ihracat ağırlıklı olarak devam ediyor

◆ Giyim eşyası gibi dış rekabette zorlanan ve gıda gibi talepe değil üretim koşullarına bağlı gelişen sektörler bir kenara bırakılırsa, ocakta üretim artışının oldukça tatminkar olduğu gözlemleniyor.

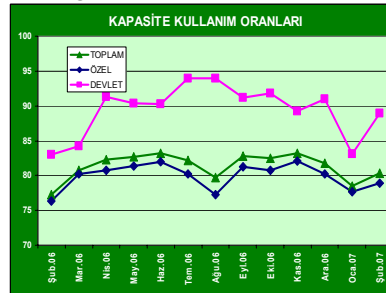
◆ Toplam artışın %16'ya

yaklaştığı bu ayda artış rekoru %61 ile metal eşya sanayinde.

◆ Taşıt araçlarında ise iç talebin çok daralmış olmasına karşın, ihracatın sektörü canlı tuttuğu görülüyor. Otomotiv Sanayii Derneği verilerine göre ilk 2 ayda adet bazındaki üretim artışı %16'yı bulurken, değer bazındaki ihracat artışı ise %42. Öte yandan ilk 2 aydaki toplam taşıt araçlarının iç satışları ise adet bazında %27 gerilemiş durumda.



◆ Şubat kapasite kullanım oranları hem özel, hem de kamuda artış göstererek %80.3'e ulaştı. Bu tıpkı ocakta olduğu gibi uzun zamandır bu ayda görülen en yüksek oran. İç talebin zayıf gittiği bir ortamda böyle bir artış, ihracatın yolunda gittiğini gösteren diğer bir işaret.



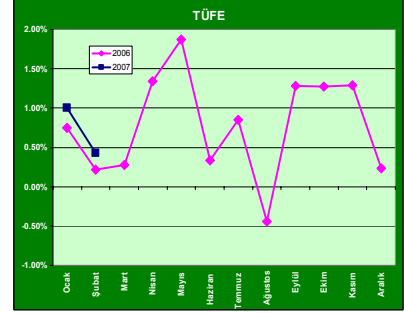
Enflasyon

Enflasyon %8 patikasında!

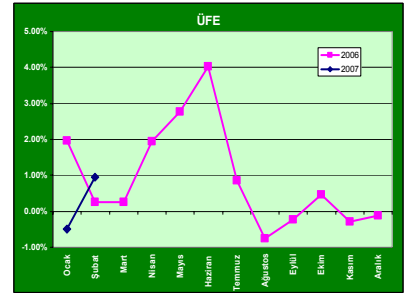
◆ Ocakta TÜFE %0.43, ÜFE ise %0.95 arttı. Son 12 aylık enflasyon TÜFE'de % 10.16, ÜFE'de ise %10.13 olarak gerçekleşti. Böylece enflasyon tekrar çift haneye dönmüş oldu.

◆ Her ne kadar bu ay da "olağan şüpheli" olarak gıda

fiyatlarındaki %1.6'lık artışın enflasyonu yukarı çektiği söylenebilirse de, her ay enflasyonun bir alt kalemını suçlu bularak "aslında her şey doğru gidiyor" demek çok da sağlıklı bir yaklaşım olmaz. Ancak, şubatta, işlenmemiş gıda ürünleri hariç enflasyonun da sadece %0.13 olarak gerçekleştiğini de belirtmeliyiz.



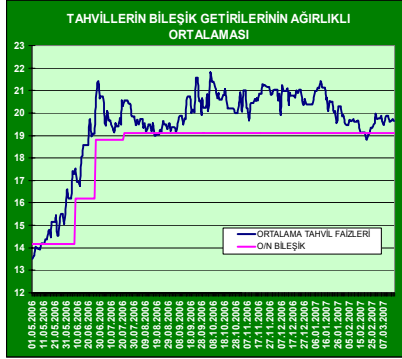
◆ Son 12 ayda %13.7 artış göstermiş gıdadan sonra %13.1 ile en çok 2. artışı göstermiş olan konut harcamaları (ağırlıklı olarak kira) alt kaleminin ise bu ay %0.49 ile makul bir artış göstermiş olması ümit verici.



◆ TÜFE grafiğine baktığımızda enflasyondaki düşüşün normal şartlar altında Nisan ve Mayıs aylarında gerçekleşeceği açıkça görülüyor. Tahminlerimize göre Haziran başında enflasyon %8.5'in altına düşmüş olacaktır. Ancak ondan sonra düşüşte bir duraklama ve sene sonu enflasyonunun da %8'in az altında bitme olasılığı ciddi şekilde var. Enflasyon hedefinin %4 olduğu bir senede %8 ise başarılı bir sonuç olarak nitelendirilemez.

Faizler

◆ MB Para Kurulu beklendiği gibi sıkı tutumunu sürdürerek Mart ayında da faizleri düşürmedi. Böylece Türkiye bütün gelişmekte olan ülkeler içinde en yüksek günlük reel faizleri veren ülke konumunu da korumuş oldu!



◆ 2. piyasa faizleri ise belirgin bir gevşemenin ardından global

SUI GENERIS—s1'den devam

uzun bir süreden beri bu uygulamanın esaslarını belirlemeye çalışmaktadır. Kasım 2005'de çıkarılan 5411 sayılı Bankalar Kanunu'nda da bu uzlaşımın doğrudan yansımalarını görmek mümkündür.

Basel 2'nin en önemli ayaklarından biri basit bir anlatımla bankaların özkaynakları karşılığında ne kadar iş hacmi yaratabilecekleri konusunda kısıtlamalar getiren "sermaye yeterliliği rasyosu" nun hesaplanma yönteminde yapılan değişikliklerdir. Ancak Basel 2 aynı zamanda bankaların denetim otoritesi tarafından denetlenmelerine ilişkin de önemli prensipler getirmekte, ayrıca bankaların finansal tablolar açısından son derece detaylı bir şeffaflıya içine girmesini de önemli bir kriter olarak değerlendirmektedir.

Bu bağlamda, bankaların kendi şeffaflıklarının yanısıra müşterileri olan gerçek ve özellikle tüzel kişilerin de şeffaf olması gerekmektedir. Bu durum özellikle bizim gibi kayıtdışı alışkanlıkları olan ekonomilerde önemli bir "düzeltme" sürecini de beraberinde getirmekte-

| PARASAL GÖSTERGELER (milyon YTL) | 1 02.03.2007 | 2 02.02.2007 | 3 29.12.2006 | 4 1/2 | 5 1/3 |
|-------------------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|----------|----------|
| Dolaşımdaki Para | 20,957 | 20,618 | 24,676 | 1.6% | -15.1% |
| Vadesiz Mevduatlar | 20,952 | 20,264 | 22,814 | 3.4% | -8.2% |
| M1 | 41,909 | 40,882 | 47,491 | 2.5% | -11.8% |
| Vadeli Mevduatlar | 144,931 | 144,383 | 137,654 | 0.4% | 5.3% |
| M2 | 186,840 | 185,265 | 185,145 | 0.9% | 0.9% |
| DTH | 105,133 | 102,849 | 101,399 | 2.2% | 3.7% |
| DTH (milyar\$) | 74.6 | 73.5 | 71.8 | 1.6% | 4.0% |
| M2Y | 291,973 | 288,114 | 286,544 | 1.3% | 1.9% |
| Mevduat Bankaları Kredileri | 173,231 | 170,626 | 170,578 | 1.5% | 1.6% |
| Açık Piyasa İşlemleri | 3,939 | 8,140 | -1,098 | -51.6% | AD |
| Kamu Menkul Kıymetleri | 146,492 | 142,700 | 138,046 | 2.7% | 6.1% |
| Dolarizasyon (DTH/M2Y) | 36.0% | 35.7% | 35.4% | 0.9% | 1.8% |

piyasalardaki hareketliliğin de bir yansımasıyla, az da olsa bir yükselme gösterdi.

Parasal Göstergeler

◆ Burada izlediğimiz TL banka kredilerindeki artışın yüksek faizler nedeniyle çok sınırlı olduğunu görüyoruz. Aynı şekilde yerel bankaların döviz kredileri toplamı da uzun zamandır TL 55 milyar sınırını geçmiyor. (Öte yandan, yurtdışından alınan krediler ise

rekor seviyelere ulaşmış durumda.)

◆ Geçen mayıs ayında %31'e kadar gerilemiş olan DTH'ların toplam mevduat içindeki payı ise o günden beri yavaş da olsa istikrarlı bir şekilde artarak %36'ya çıktı. Özellikle TL faizlerin yüksek seviyesi dikkate alındığında bu durumun oldukça olumsuz bir gelişme olduğunu yineleyelim.

Geçtiğimiz sene hazırlanan ancak Meclisteki kısır çekişmeler nedeniyle henüz yasalaştırılmayan yeni Türk Ticaret Kanunu'nun bu sürece önemli bir katkısı olacağını söyleyebiliriz. Kanunun tekrar gündeme alınmış olması olumlu bir gelişmedir.

Basel 2 Türkiye'de özellikle banka ile ticari firmalar arasındaki kredi ilişkilerine yeni bir bakış açısı getirecektir. Basel 2, "sermaye yeterliliği açısından", ticari olmayan gayrimenkul varlıkların ipoteklerini veya çek-senet gibi ticari enstrümanları teminat olarak kabul etmemektedir (Burada sıkça görülen bir yanlışlığı da düzeltmek gerekirse, bu durum bankaların bu enstrümanları artık teminat olarak görmeyecekleri anlamına gelmemektedir. Sadece bu teminatlar bankalara özkaynaklarına bağlı olan iş hacimlerini artırma bakımından bir fayda sağlamayacaktır. Bunun da kısa vadedeki en önemli etkisi bu teminatlar dışında teminat gösteremeyen ve elle tutulur gerçek bir bilanço çıkaramayan şirketlerin daha pahalı kredi kullan-

ması anlamına gelmektedir.) Bir anlamda, Basel 2 zorunlu tutmamasına rağmen bankaları şirketleri finansal tabloları üzerinden değerlendirmeye ve derecelendirmeye yönlendirmektedir. Türkiye'de bugüne kadar ağırlıklı olarak bilanço varlıkları veya şirket ortaklarının mal varlıkları üzerinden kredilendirme yapılırken, artık şirketlerin gerçek ticari değerleri ve ileriye yönelik projeksiyonları üzerinden kredilendirme yapılmaya başlanacaktır. Bu durumun ekonomimiz üzerinde yaratacağı ivmenin boyutlarını bugünden kestirmek zor olabilir. Ancak yabancı bankaların da aktif olarak devreye girmesiyle, Türkiye bankacılığı bugüne kadar çeşitli sebeplerden hakkıyla gerçekleştirmediği ekonomideki kaynakların tasarruf sahiplerinden yatırımcılara en doğru ve en verimli şekilde ulaştırılması işlevini yerine getirme imkanına kavuşacaktır. Bu transformasyonu ne kadar çabuk gerçekleştirebilirsek, gelişmekte olan ülkeler arasından sıyrılma imkanımız da o kadar artacaktır.