

- 1 Yıkıcılıkta başarılı olanlar, yapıcılıkta da başarılı olurlar mı?
- 1 Şablonlara bağlı olarak ekonomi politikası geliştirilmez
- 2 Ödenekler donduru-lunca bütçe düzeldi!
- 3 Büyümede çelişkili sinyaller
- 3 Enflasyon %8'i geçecek
- 3 Faiz indirimleri nereye kadar?

SAYI: 11/07

- Turkish Yatırım Araştırma Birimi tarafından her ay yayınlanır.
- Baskıya giriş tarihi: 20.11.2007
- 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

YIKILMADAN YAPILMIYOR

Tarihin gelmiş geçmiş en büyük iktisatçılarından biri olan Joseph A. Schumpeter'in iktisadi hayatta "yapıcı yıkıcılık" diye adlandırıldığı bir gözlemi vardır. Schumpeter, yeni ürün veya üretim yöntemi geliştiren firmaların, eski ürünleri veya üretim yöntemlerini kullanan firmaların yıkılması pahasına, ekonomik hayatta "yapıcı" bir görev üstlendiğini görmüştür. Bunu da takdirle karşılamış, yıkılanların arkasından ağlamanın gayri iktisadi bir davranış olduğunu ileri sürmüştür. Kapitalizmi ileri götüren şey aslında budur demiştir. Kapitalist makineyi çalıştıran güç, yeni ürünlerin icadından, yeni üretim yöntemlerinin bulunmasından, yeni taşıma araçlarının devreye girmesinden ve yeni pazarların açılmasından kaynaklanmaktadır. Bunu da kapitalist firmalar yaratmaktadır. Bu firmalar, hem değişime ayak uydururlar, hem de değişimi tetiklerler.

Modern iktisadın en önemli kurumlarından biri de para üreten merkez bankaları ve onun ürününün etrafında faaliyet gösteren bankalardır. Parasal kurumlar ve kuruluşlar, yani bankalar da kapitalist sistemde "yapıcı yıkıcılık" kuralına göre gelişecektir. Yani, öyle bankacılık ürünleri ve yöntemleri ortaya çıkacaktır ki, bunları üretmeyenler veya kullanmayanlar yıkılıp gidecektir.

Yapıcıların aynı zamanda yıkıcı olmalarını bazen içime sindirmekte zorlanıyorum. Eğer yapıcıların yarattığı artı değer, yıktıklarıyla yarattıkları ziyan-

dan büyükse mesele yok. Ülkenin refahı artacaktır. Benim aklıma takılan soru şu: Yıkıcılıkta çok başarılı olanlar, yapıcılıkta yeteri kadar başarılı olmazlarsa ne olacaktır? Adil rekabet şartlarının sağlanmadığı bir ortamda, her yıkıcıya, bu herhalde bir yapıcıdır diye bakmak mümkün mü? Değil. Ama kuşku yok ki, kapitalist sistem, tahribat yaratmadan işlemiyor.

Sui Generis

Tuğrul Belli

ÖZEL ŞARTLAR ÖZEL UYGULAMALAR GEREKTİRİR

Uygulamakta olduğumuz program esasen IMF'nin 90'lı yıllarda gelişmekte olan ülkeler için geliştirdiği ve herkese aynı gömleği biçen Washington konsensusu adı verilen programdır. Ülkelerin ekonomik, kültürel ve sosyal alt yapılarına hiç ehemmiyet vermeyerek herkese aynı şablonu uyguladığı için bu program başta Dünya Bankası eski baş ekonomisti Stiglitz olmak üzere pek çok ekonomist tarafından eleştirilmiştir.

Ekonomimizin bazı önemli ayırt edici özelliklerini ortaya koyarak, bu özellikleri doğru şekilde algılamayan ve değerlendirmeyen bir şablon programın neden yeteri kadar başarılı olamayacağını irdeleyelim.

ÖZELLİK: Türkiye ekonomik bakımdan önemli bir demografik süreçten geçmektedir. Son yıllarda görülen nüfus artış hızında azalma süreci Türkiye'de önümüzdeki 20 sene kadar çalışma yaşındaki nüfusun toplam nüfusa oranla arttığı bir ortam yaratmaktadır.

ETKİSİ: Bu durum ekonominin büyüme potansiyelini artırırken, sosyal güvenlik açıkları gibi devamı sayfa 4'de

Bütçe ve Kamu Finansmanı

Ödenekler donduruldu, bütçe düzeldi (mi?)

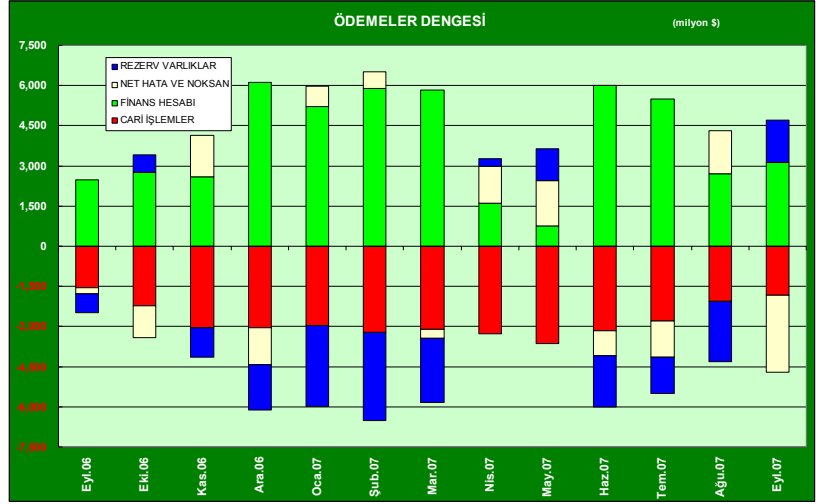
◆ Ödeneklerin dondurulma kararının etkisini ekim ayında görmeye başladık. Sermaye giderleri ve transferlerinde geçen senenin aynı ayına göre önemli düşüşler göze çarpıyor. Mal alımları ise henüz kontrol altına alınmış gözüküyor. Sene içinde ortalamada %16 artış gösteren personel giderlerinin ekimde sadece %3.4 artış göstermesi ise dikkat çekici. İşten çıkartmalar

MERKEZİ YÖNETİM BÜTÇESİ	2006 Ekim	2007 Ekim	Artış	Oca-Ekim06	Oca-Ekim07	Artış	2007 T
Harcamalar	14,912,782	14,253,957	-4.4%	144,336,107	168,213,519	16.5%	204,988,546
1-Faiz Haric Harcama	11,739,263	12,339,548	5.1%	103,535,588	123,527,490	19.3%	152,042,522
Personel Giderleri	3,612,986	3,744,446	3.6%	31,814,011	36,782,133	15.6%	43,669,799
Sosyal Güv.Kur. Devlet Primi	425,407	456,905	7.4%	3,984,552	4,549,584	14.2%	10,101,779
Mal ve Hizmet Alımları	1,505,135	1,675,241	11.3%	12,624,384	15,307,118	21.3%	15,587,406
Cari Transferler	4,720,713	5,069,236	7.4%	42,523,063	52,760,974	24.1%	60,862,989
Sermaye Giderleri	1,073,992	958,439	-10.8%	7,116,175	8,509,471	19.6%	12,103,930
Sermaye Transferleri	208,357	80,113	-61.6%	2,225,285	2,706,169	21.6%	3,647,400
Borç Verme	192,673	355,168	84.3%	3,248,118	2,912,041	-10.3%	3,694,600
Yedek Ödenekler	0	0		0	0		2,374,619
2-Faiz Harcamaları	3,173,519	1,914,409	-39.7%	40,800,519	44,686,029	9.5%	52,946,024
Gelirler	12,510,703	14,151,542	13.1%	140,549,292	155,938,120	10.9%	188,158,954
1-Genel Bütçe Gelirleri	11,744,296	13,603,373	15.8%	136,574,650	151,857,896	11.2%	183,460,083
Vergi Gelirleri	10,523,192	12,176,442	15.7%	112,529,152	123,833,138	10.0%	158,152,898
Teşebbüs ve Mülkiyet Gelirleri	422,876	292,779	-30.8%	6,809,116	7,174,288	5.4%	7,817,781
Alınan Bağış ve Yardımlar	18,353	51,192	178.9%	240,991	1,651,178	585.2%	480,118
Faizler, Paylar ve Cezalar	755,398	1,063,058	40.7%	16,719,015	13,171,853	-21.2%	14,443,470
Sermaye Gelirleri	24,477	19,902	-18.7%	276,376	6,027,439	AD	2,565,816
2-Özel Bütçeli İdarelerin Gelirleri	532,375	443,097	-16.8%	2,693,608	2,679,909	-0.5%	3,263,692
3-Düzen. ve Denet. Kurum. Geliri	234,032	105,072	-55.1%	1,281,034	1,400,315	9.3%	1,435,179
Bütçe Dengesi	-2,402,079	-102,415	-95.7%	-3,786,815	-12,275,399	224.2%	-16,829,592
Faiz Dışı Denge	771,440	1,811,994	134.9%	37,013,704	32,410,630	-12.4%	36,116,432

olmadığına göre, bazı maaş ödemelerinde dönemsel kaymalar söz konusu herhalde.

◆ Sene ortalaması %11 olan bütçe gelirlerinin ekimde trendin üzerinde %15.8 artış gösterdiğini görüyoruz. Detaya baktığımızda gelir üzerinden alınan doğrudan vergilerde %30.4'luk bir artış göze çarpıyor. Diğer önemli gelir kalemi olan dolaylı vergilerde ise artış oranı sadece %3.7. Bu da Ekim ayında bayram olmasına rağmen, iç piyasa şartlarının oldukça zayıf seyretmekte olduğunu gösteriyor.

◆ Bu gelişmelerin sonunda bütçe dengesi de ekimde sadece 102 milyar YTL açık vermiş bulunuyor.

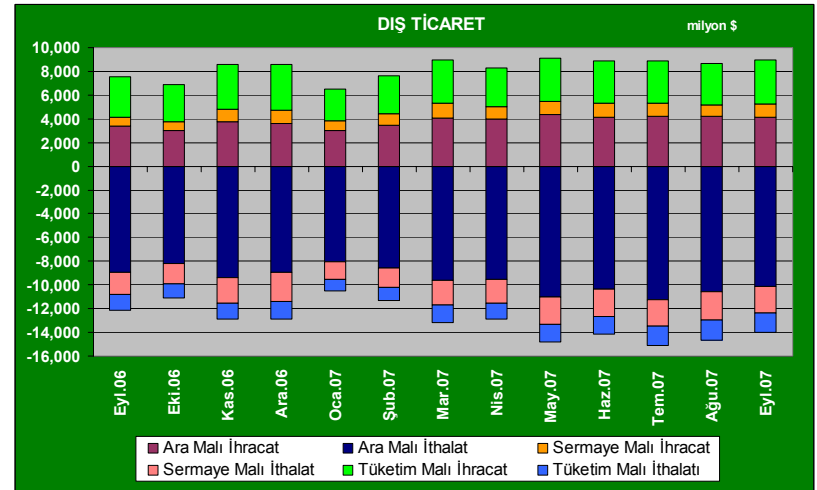


◆ Hazinesin finansman programına göre kasım ayında 1.8 mil-

milyar YTL olmaktadır. Aralıkta çok anormal bir açık olmadığı takdirde, Maliye bu seneki hedeflerini tutturmuş gözüküyor. Ancak hemen bu seneki açığın zaten yüksek belirlendiğini, KİT açıklarının boyutlarının belirsizliğini koruduğunu, ve bu sene yapılması planlanan harcamaların bir kısmının önümüzdeki seneye kaydırılmış olduğunu da belirtelim.

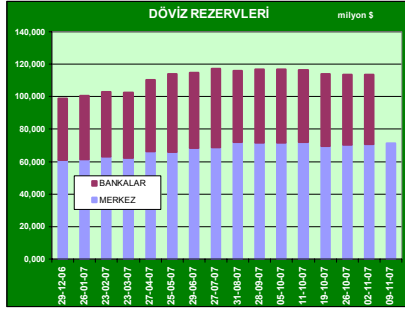
Ödemeler Dengesi ve Dış Ticaret

◆ Eylülde cari denge \$ 1.8 milyar açık verdi. Her ne kadar geçen senenin üzerinde bir açık söz konusu ise de, yükselen enerji fiyatları dikkate alındığında yapısal açığın artmakta olduğu



söylenemez.

◆ Eylülde diğer dikkat çeken bir gelişme de MB'nin rezerv varlıklarında bir azalma ile birlikte net hata ve noksan kaleminin de yüksek miktarda eksiye düşmesi oldu. Halbuki MB eylülde hiç döviz satışı yapmamış aksine günlük alımlarını sürdürmüştü. (Eylülde toplam 610 milyon dolar alım yaptı.) Ayrıca Eylülde dolar euro karşısında %5 oranında değer kaybetmişti. (MB rezervlerinde hiç mi euro tutmuyor?)



◆ TİM verilerine göre Ekimde ihracat geçen yılın aynı ayına göre %37.1 artış kaydederek \$ 9.7 milyara ulaşmış bulunuyor. Bu artışa euro'nun değer kazanmasının %10 kadar katkısı olsa da, çok başarılı bir performans.

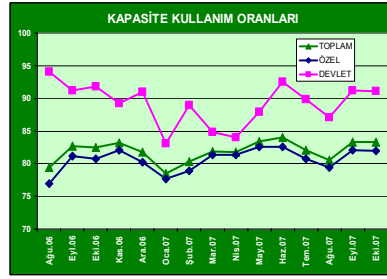
Üretim ve Büyüme

Büyüme ile ilgili çelişkili sinyaller

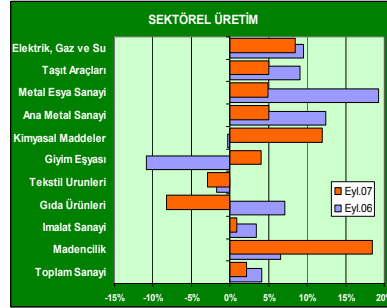
◆ Normal şartlarda kapasite kullanım oranlarıyla sanayi üretimi büyümesi rakamları arasında yakın bir ilişki olması gerekir. Ancak, Eylülde KKO hem önceki aya, hem de geçen senenin aynı ayına göre artış gösterirken toplam sanayi üretimi artışı sadece %2.2 olarak gerçekleşti. İmalat sanayi artışı ise sadece %0.9 oldu. Halbuki Eylülde hem iç talebi yansıtan dolaylı vergi tahsilatı, hem de ihracatımız %17 gibi yüksek bir oranda artmıştı.

◆ Ekim ayında KKO'nun sabit kaldığı görülüyor. Dolaylı vergilere çok az bir artış söz konusu.

Öte yandan ihracatta ise bir patlama görülüyor. Ayrıca geçen ekimde üretim artışı %3.2 gibi düşük bir oranda gerçekleşmişti (yüksek baz etkisi). Bu birbiriyile



çelişen veriler altında ekim ayında büyüme oranının ne olacağı tam bir muamma. Ancak gene düşük gelirse, MB'nin faiz oranlarında neden piyasanın beklentileri üzerinde indirimlere gittiği de anlaşılmış olacak.



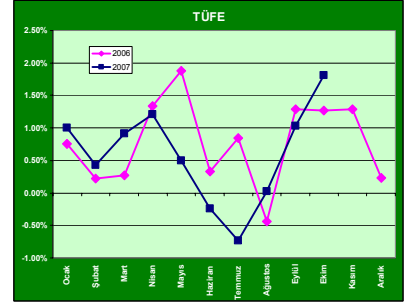
◆ Sektörlere baktığımızda madencilik, kimya ve giyim eşyası dışındaki diğer bütün sektörlerde geçen seneye göre bir azalış göze çarpıyor. Özellikle gıda sektöründeki yüksek oranlı azalış dikkat çekici.

Enflasyon

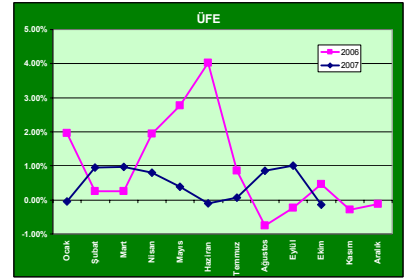
Sene sonu enflasyonu %8'i aşar

◆ Eylülde TÜFE %1.81 artarken, ÜFE %-0.13 azaldı. 12 aylık enflasyon TÜFE'de % 7.7, ÜFE'de ise %4.4 olarak gerçekleşti.

◆ Geçen ay ekim ayı enflasyonunun önümüzdeki dönemin trendini belirleyici olacağını belirtmiştik. Gerçekten de ekim rakamları enflasyonda 2007 ve hatta 2008 hedeflerinin kadük kalacağını gösterdi.



◆ Ana harcama gruplarına baktığımızda, geçen ay olduğu gibi bu ay da en yüksek artışların gıda (%3.41) ve giyimde (%8.22) olduğunu görüyoruz. Gıdadaki artışı mahsul zayıflığı ve dünya gıda fiyatlarındaki artışla açıklasak bile, giyimdeki artış trend enflasyonda da artış olduğunu gösteriyor.



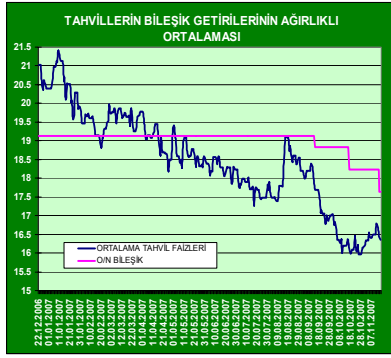
◆ Önümüzdeki dönemde sigara ve içkide artırılan vergi oranlarının ve elektrik zamlarının da etkisini göreceğiz. Şimdiden yılsonu enflasyonunun %8'in üzerinde gerçekleşeceği kesinleşmiş gibi.

Faizler

İndirimlere (şimdilik) devam!

◆ MB faiz indirimlerine devam ediyor. 15 kasımda 50 baz puan indirim yapan MB'nin son 3 ayda gerçekleştirdiği toplam indirim %1.25'e ulaşmış bulunuyor.

◆ İndirimlerin devamı için kasım enflasyonu belirleyici olacak. Elektrik zamlarının devreye henüz girmediği kasım ayında enflasyon gene beklentilerin üzerine çıkarsa, MB'nin faiz indirimlerine bir süre ara vermesi söz konusu olabilir. Zaten grafikten de görüldüğü gibi son indirimde 2. piyasa



faizleri beklenen tepkiyi vermedi. Aksine bir miktar artış yaşandı.

SUI GENERIS—s1'den devam

kemikleşmiş bir sorunun çözümü için de önemli bir fırsat penceresi oluşturmaktadır. Ancak, Merkez Bankası Türkiye'nin bu demografik özelliğini dikkate almadan, sanki gelişmiş bir ülkedeymişiz gibi %7'lik bir büyüme hızını enflasyon yaratacağı korkusuyla fahiş faizlerle bastırmaya çalışmaktadır. Hükümet ise sanki önünde sonsuz bir süre varmış gibi sosyal güvenlik reformunu devamlı geciktirmektedir.

ÖZELLİK: Son dönemde özelleştirmeler ve şirket satın alma ve evlilikleri başta finans sektörü olmak üzere pek çok sanayi dalına önemli miktarda doğrudan yabancı sermaye (FDI) çekmektedir. Özellikle geçen sene Türkiye \$ 20 milyarla Çin'den sonra en yüksek miktarda yabancı sermaye çeken gelişmekte olan ülke olmuştur. 2006'nun istisnai bir sene olduğunu varsaysak dahi, son 5 seneye bakıldığında ülkeye giren FDI miktarında istikrarlı bir artış trendi görülmektedir.

ETKİSİ: Türkiye'nin global likiditede anormal bir daralma olmadığı sürece, senede en az \$ 10-12 milyar kadar FDI çekmesi normal görülmelidir. Bu da gene Türkiye'nin potansiyel büyüme hızını artıran bir unsur olmaktadır.

ÖZELLİK: Türkiye çift paralı (dual-currency) bir ekonomidir. Bu durum 80 sonlarında konvertibiliteye geçtikten sonra makro-

PARASAL GÖSTERGELER (milyon YTL)	1	2	3	4	5
	02.11.2007	05.10.2007	29.12.2006	1/2	1/3
Dolaşımdaki Para	24,856	25,985	24,676	-4.3%	0.7%
Vadesiz Mevduatlar	21,798	24,472	22,814	-10.9%	-4.5%
M1	46,654	50,458	47,491	-7.5%	-1.8%
Vadeli Mevduatlar	164,206	162,378	137,654	1.1%	19.3%
M2	210,860	212,835	185,145	-0.9%	13.9%
DTH	103,960	103,821	101,399	0.1%	2.5%
DTH (milyar\$)	89.0	86.6	71.8	2.8%	24.1%
M2Y	314,820	316,657	286,544	-0.6%	9.9%
Mevduat Bankaları Kredileri	204,841	200,351	170,578	2.2%	20.1%
Açık Piyasa İşlemleri	7,420	7,408	-1,098	0.2%	AD
Kamu Menkul Kıymetleri	146,459	148,730	138,046	-1.5%	6.1%
Dolarizasyon (DTH/M2Y)	33.0%	32.8%	35.4%	0.7%	-6.7%

Parasal Göstergeler

◆ Ekimde de DTH artışının devam ettiğini görüyoruz. Artışın kısmen euro mevduatların dolar

ekonomik istikrarın uzun süre sağlanamamasının ve enflasyon konusunda başarısız neticeler elde edilmesinin doğal bir sonucudur. Son 5 yıldır ekonomide belirgin bir stabilizasyon yaşanmasına ve TL'nin olağanüstü değer kazanmasına rağmen, döviz mevduatının toplam mevduata oranı (%33) bakımından Türkiye hala dünyanın en dolarize ülkelerinden biridir. Keza, son yıllarda borçlanma tarafında da ciddi bir dolarizasyon olgusu çarpmaktadır. **ETKİSİ:** Dolarizasyon para politikasının uygulanmasını zorlaştırmaktadır. Yüksek reel faizlerle ekonomi soğutmak istenirken, yurtdışından gelen sıcak para bu soğutmaya zorlaştırmakta, bu sefer MB daha da yüksek bir TL faiz uygulamak zorunda kalmakta ama bu durum daha fazla yabancı parayı çekmekte, yani bir fasit daire oluşmaktadır. Yüksek faizler nedeniyle TL'nin değer kazanması, ekonomik birimlerin borçlanmada da dövize kaymasına neden olmaktadır. Ayrıca, dolarize ekonomilerin yurtdışında meydana gelen ekonomik şoklara daha fazla duyarlı olduğu da kanıtlanmış bir durumdur. Bu da teoride serbest bırakılmış olan kurların pratikte yönetilmesini gerektirmektedir.

ÖZELLİK: İstikrar programı neticesinde oluşan son 6 yıldaki düzelmeye rağmen, kamu menkul kıymetlerinin toplam finans sektö-

bazında değer kazanmasından kaynaklansa da (ekimde euro dolar karşısında %2 kadar değer kazandı.) dolar faizlerinde düşüş olmasına rağmen DTH'larda reel bir artış da söz konusu.

ründe önemli bir baskınlama (crowding out) etkisi mevcudiyetini sürdürmektedir. Brüt kamu borç stoğu bu sene sonunda %60'ın altında kalarak Maastricht kriterleri düzeyine çekilmiş olacak. Ancak, bizimle doğrudan rekabette olan diğer gelişmekte olan ülkelere baktığımızda bu oranın %30'ları geçmediğini görüyoruz. Ayrıca, Türk bankalarının faiz getiren aktiflerinin %42'si kamu menkul değerlerinden oluşmaktadır.

ETKİSİ: Sıkı maliye politikası uygulanmak suretiyle kamu borcunun daha düşük seviyelere çekilmesi programın önemli bir unsuruydu. Ancak, özellikle bu sene bütçe disiplini ciddi şekilde bozulmuştur. Halbuki, bütçe açığının daraltılması hem piyasa faizlerinin düşmesine destek vererek, hem de bankaların kredi portföylerini genişleterek ekonomik aktivitenin hızlanmasına imkan sağlayacaktır.

Yukarıda sıraladığımız özelliklere tek tek bakarsak, pek çok gelişmekte olan ülkede benzer yapıların olduğunu görüyoruz. Ancak hepsinin birden varolduğu Türkiye dışında bir ekonomi yok. Bu nedenle IMF şablonları yerine, kendi özgün programlarımızı tasarlamamız gerekiyor. Yoksa, gelişmekte olan ülkeler arasında fark yaratarak yarışta bir adım öne geçmemiz hayal olur. Hatta, zaman içinde yarışta geri kalmamız bile söz konusu olabilir.