

- 1 Ekonominin dinamikleri devaluasyonu kaçınılmaz kılabilir
- 1 Büyüme dış kaynaklara bağlı
- 2 Bütçe gelirlerinde artış
- 2 İhracat rekor kırmaya devam ediyor
- 3 Enflasyon hedefi şimdiden yaralandı

SAYI: 03/08

- Turkish Yatırım Araştırma Birimi tarafından her ay yayınlanır.
- Baskıya giriş tarihi: 05.03.2008
- 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

EKONOMİK RAPOR

Kilometre Taşları

Ege Cansen

KİM YAPTI BU DEVALUASYONU, AYIP DEĞİL Mİ!

Son yedi yıl içinde ABD Doları, Euro ve İsviçre Frankı karşısında %30 “değersizleşti”. Yani “de-valüe” oldu. Başka para birimlerinden de bahsedebilirim, ama bizim için anlamlı diye bu iki para birimini zikrettim. İktisatçılara göre devaluasyon yapmak veya istemek ayıptır. Mesela ülkemizin en güçlü iktisat okulunu oluşturan yüksek faizciler “Türk Lirası aşırı değerlidir, değer kaybetmelidir” diyenleri devaluasyon lobciliği yapmakla suçlamıyor mu? Geçmişte de böyle olmuştu. Devaluasyon yapmamak için sonuna kadar direnilmişti. Ama gelişen olaylar, direniş-mireniş dinlememiş, devaluasyon gümbür, gümbür gelmişti.

Son zamanlarda benim merak ettiğim, Amerika’da bu devaluasyon muhabbetinin nasıl cereyan ettiğiydi. Yazdığı popüler makaleleri internetle bana yollayan Profesör Steve Hancan imdadına yetişti. Steve Hoca son makalesinde Amerika’nın cari işlem açıklarının, ABD Dolarının değer kaybetmesi sayesinde azalacağı için sevinenlere bozuk atıyor. Onları “devaluasyoncu saçmalama” ile suçluyor. Bunun pek bir işe yaramayacağını söyleyip, ABD Doları’nın uzun yıllardır değer kaybediyor olmasına rağmen, Amerika’nın cari işlem açıklarının azalmadığına dikkat çekiyor. Lafı, devaluasyon yapmakla cari işlem açığı kapanmaza getiriyor.

Ancak Steve Hoca, ABD’nin cari işlem açıklarının nasıl kapatılacağını açıkça söylemiyor. Benim

anladığım “sıkı bütçe” ile kamu harcamaları kısılr, yüksek faizle özel kesimin yatırım ve tüketim harcamaları sınırlanırsa, ekonomi büzülerek dengeye gelir demek istiyor. Bu da bir tez; ama benim hâlâ anlamadığım “kimin doları devaluë etmekte olduğu”. Yoksa orada da işler serbest pazar mantığında olacağı yere kendiliğinden mi varıyor?

Sui Generis

Tuğrul Belli

DIŞ FİNANSMANDAKİ AZALIŞ BÜYÜME ORANINI DA DÜŞÜRECEK

Bir ekonominin büyüme hızıyla finansal kesimin kullandığı kredilerdeki artış hızı arasında haliyle birebir ilişki vardır. Türkiye’nin 2001 sonrasındaki yüksek oranlı büyüme performansında da kullanılan banka kredilerindeki yüksek oranlı artışın önemli bir payı olduğu unutulmamalıdır. Kredi kullanımını tüketiciler ve reel sektör olarak ikiye ayırırsak, tüketici kesimin kredi kullanımı kısa vadeli faiz hadleri ve tüketici güvenine, reel sektörün kredi kullanımını ise iç ve dış piyasalardaki talep beklentilerine göre şekillendiği söylenebilir. 2006 ortasında MB’nin gecelik faizleri anormal bir şekilde artırması, tüketici kredilerindeki artış trendini bir süre için durdurmuş ise de, bu kalemde daha sonra tekrar bir hareketlenme gözlenmektedir. Orta vadede ise tüketici kredilerindeki artışı bankaların TL pasif yaratma potansiyeli belirleyecektir. Rekabet içerisinde, bir bankanın diğer bankalardan mevduat çalarak TL pasif yaratması mümkünse de, sistemin tümüne baktığımızda TL yaratma potansiyelinin para politikasındaki gevşemeye ve/veya yabancıdevamı sayfa 4’de

Bütçe ve Kamu Finansmanı

Gelirlerde yüksek oranlı artış

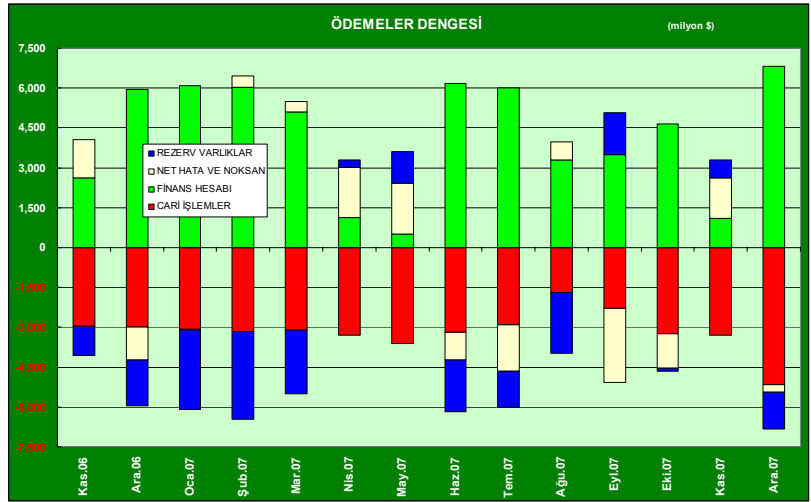
◆ Bütçenin ocak ayı rakamları beklenenden iyi geldi. Geçen seneki YTL 924 milyonluk faiz-dışı fazlaya karşın bu sene YTL 3.8 milyarlık FDF söz konusu. Harcamalarda özellikle yatırım giderlerinde ciddi bir azalış göze çarpıyor. Ancak bu durum geçen sene sonunda olduğu gibi bazı ödemelerin geciktirilmesi ile de sağlanmış olabilir.

◆ Asıl düzelme ise gelirler kaleminde. Vergi gelirlerinde

MERKEZİ YÖNETİM BÜTÇESİ	2007 Ocak	2008 Ocak	Artış	2008 T
Harcamalar	18,487,861	16,305,696	-11.8%	222,553,217
1-Faiz Hariç Harcama	11,467,005	12,022,554	4.8%	166,553,167
Personel Giderleri	4,360,556	4,841,110	11.0%	48,672,049
Sosyal Güv.Kur. Devlet Primi	546,960	622,053	13.7%	6,405,463
Mai ve Hizmet Alımları	837,912	1,058,671	26.3%	22,905,423
Cari Transferler	4,885,015	5,136,224	5.1%	69,206,600
Sermaye Giderleri	145,987	15,692	-89.3%	11,775,030
Sermaye Transferleri	324,667	29,463	-90.9%	2,084,420
Borç Verme	365,908	319,341	-12.7%	3,933,510
Yedek Ödenekler	0	0		1,570,672
2-Faiz Harcamaları	7,020,856	4,283,142	-39.0%	56,000,050
Gelirler	12,391,874	15,781,402	27.4%	204,556,459
1-Genel Bütçe Gelirleri	12,306,360	15,581,088	26.6%	199,410,938
Vergi Gelirleri	11,076,715	14,158,887	27.8%	171,206,312
Teşebbüs ve Mülkiyet Gelirleri	387,637	406,004	4.7%	8,978,314
Alınan Bağış ve Yardımlar	30,915	26,484	-14.3%	801,520
Faizler, Paylar ve Cezalar	801,905	981,610	22.4%	14,118,022
Sermaye Gelirleri	9,188	8,103	-11.8%	4,306,770
2-Özel Bütçeli İdarelerin Gelirleri	81,287	108,950	34.0%	3,417,133
3-Düzen. ve Denet. Geliri	4,227	91,364	2061.4%	1,728,388
Bütçe Dengesi	-6,095,987	-524,294	-91.4%	-17,996,758
Faiz Dışı Denge	924,869	3,758,848	306.4%	38,003,292

%28 gibi çok yüksek oranlı bir artış göze çarpıyor. Detaylarına baktığımızda gelir vergisinde %25, dahilde alınan KDV'de %18, ÖTV'de %22 ve ithalde alınan KDV'de %35 oranında artışlar olduğunu görüyoruz. Bu durum kısmen artan petrol fiyatları ve ithalat hacmiyle açıklansa da, gene de bu sonuçların iç piyasadaki durgunluk beklentileriyle ciddi bir çelişki gösterdiği ortada.

◆ 2007 yılındaki toplam kamu sektörü borçlanma gereğinin (KSBG) hesaplanması açısından önemli olan KİT'lerin özel sektöre olan borçluluk durumunda YTL 1 milyarlık bir artış söz



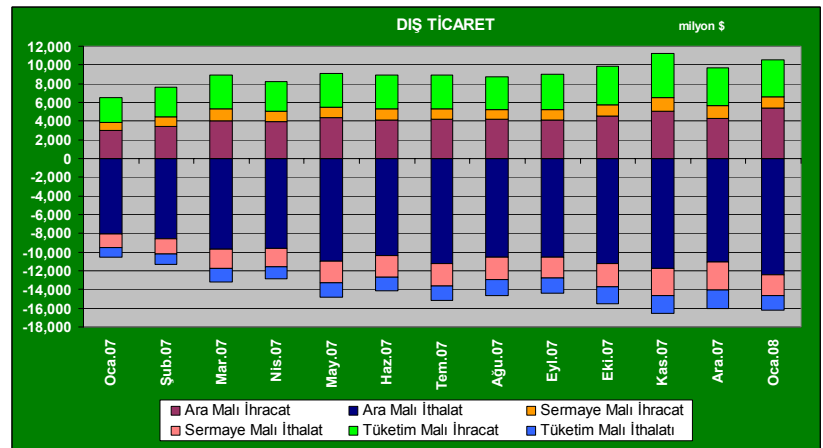
konusu. Öte yandan KİT'lerin kendi aralarında ve diğer devlet kurumlarına olan borçlarında ise YTL 7 milyar gibi artış olduğunu görüyoruz. KSBG'ye doğrudan etki etmese bile, bu durum KİT'lerin finansman yönetimi-ndeki problemlerin devam ettiğini gösteriyor.

◆ Hazine mart ayında 254 milyar dolarlık eurobond'un nakit girişi gerçekleşecek. Uluslararası gelişmelerin daha yoğun olarak hissedilmeye başladığı bu dönemde Hazine toplamda geri ödemesinin 2.9 milyar kadar altında borçlanarak, gerisini mevcut naktiden kullanacak. Mart ayına ilişkin Hazine'nin faiz-dışı fazla beklentisi ise sadece YTL 100 milyon. (2007 Mart'ında FDF YTL 8.8 milyar olmuştu.)

Ödemeler Dengesi ve Dış Ticaret

İhracatın önlenemez yükselişi

◆ Yukarıdaki grafikten de görüldüğü gibi yılın son ayında cari açık adeta bir patlama yaptı. Tarihinde ilk defa \$ 5 milyar düzeyinin üzerine çıkan cari açık



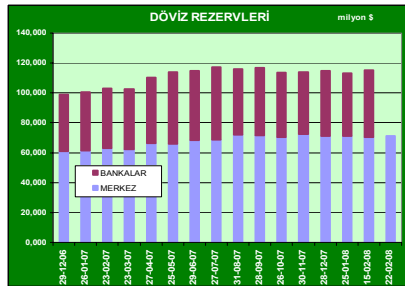
konusunda iyi şeyler söylemek imkansız. Ancak aralık ayında bayram tatili olması nedeniyle çıkış gümrüklerindeki işlemlerin gecikerek Ocak ayına sarkmasının dış ticaret açığının ve dolayısıyla cari açığın olduğundan biraz daha yüksek görünmesine yol açtığını söyleyebiliriz. Nitekim, Ocak ayı ihracat rakamı geçen senenin aynı dönemine göre %61 gibi inanılmaz yüksek bir artış göstererek \$ 10.6 milyar oldu. (Öte yandan ithalatın da %54 artışla \$ 16.3 milyara ulaştığını not etmemiz gerekiyor.)

◆ Aralık ayı ödemeler dengesinde dikkat çekici bir başka nokta da finans hesabında \$6.8 milyar gibi yüksek bir giriş olması. Bu ağırlıklı olarak \$ 3.7 milyarlık doğrudan yabancı yatırım girişinden kaynaklanıyor.

◆ Önümüzdeki dönemlerde ise uluslararası gelişmelerle birlikte finans girişlerinde azalma görülmesi kuvvetle muhtemel.

◆ İhracatçılar meclisi verilerine göre şubat ayında da çok yüksek bir ihracat artışı gerçekleşti. Toplamda %41 artan ihracat \$ 10.7 milyar oldu. En yüksek artış demir-çelik ürünleri ve taşıt araçları ve yan sanayinde gerçekleşti.

◆ MB rezervlerinde 6 aydan beri bir duraklama göze çarpıyor. Günlük döviz alım ihaleleri



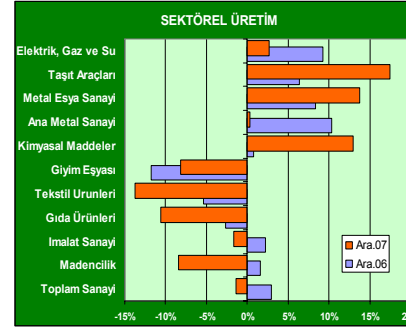
devam etmesine ve euronun dolara karşı değer kazanmasına rağmen rezervlerde artış olmaması enteresan. Ayrıca, büyüyen dış ticaret hacmi ve kısa vadeli borç

stoğundaki artış daha fazla rezerv tutmayı gerektiriyor.

Üretim ve Büyüme

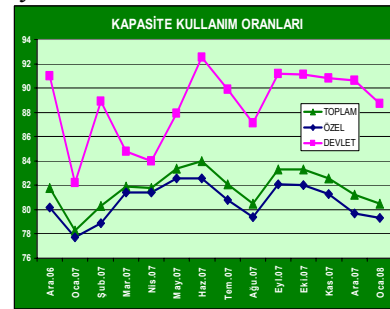
Üretimde istatistiksel azalış

◆ Aralık'ta 23 aydan sonra ilk defa sanayi üretimi azalış gösterdi: %-1.4. Ancak bu durum tamamen istatistiki nedenlerden, 2006 ve 2007 Aralık aylarındaki işgücü sayısındaki farklılıktan kaynaklanıyor. 2006 Aralık'ında 21 işgücü varken, 2007 Aralık'ındaki işgücü sayısı 17 idi.



◆ Bu azalışa karşın ekim ve kasım aylarında sanayi üretimi artışının yüksek olmasından dolayı son çeyrek büyüme hızı %5 civarında gerçekleşecek.

◆ Ocak ayında kapasite kullanımını geçen Ocak'a göre %2.2 artarak %80.5 oldu. Bu aynı zamanda istatistikler tutulmaya başlandığı 1991 yılından beri en iyi Ocak KKO'su.

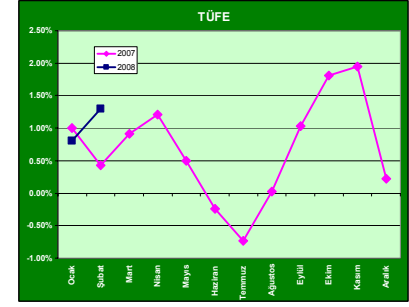


Enflasyon

2008 hedefi 2 ayda kadük oldu!

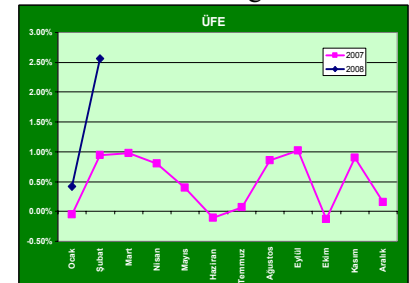
◆ Şubatta TÜFE %1.29, ÜFE ise %2.56 arttı. 12 aylık enflasyon

TÜFE'de %9.10, ÜFE'de ise %8.15 oldu. TÜFE'deki 2 aylık enflasyon %2.11'e ulaşarak şimdiden yılsonu hedefini yarıladı.



◆ Şubat enflasyonu hem TÜFE'de hem de ÜFE'de beklentilerin çok üzerinde geldi. Ana harcama gruplarına baktığımızda, aylık bazda en yüksek artışın gıdada (%5.05) olduğunu görüyoruz. Öyle ki, MB'nin yakından takip ettiği gıda fiyatlarının dışarıda tutulduğu H endeksi bu ay %0.01 gibi çok küçük bir oranda da olsa geriledi. Bu endekste yıllık artış oranı ise %6.5.

◆ MB enflasyonla ilgili değerlendirmesinde önümüzdeki dönemde temel enflasyon göstergelerindeki düşüşün devam etmesi, ancak enerji ve gıda fiyatlarından kaynaklanan iki yönlü risklerin sürmesinin beklendiğini bildirdi.



◆ Grafiklerden de görüldüğü gibi ilk 2 aydaki sapma oldukça ciddi boyutlarda. TÜFE'nin ulaşmış olduğu yıllık %9.1 oranı aynı zamanda MB'nin ilk çeyrek sonunda tutturmayı taahhüt ettiği enflasyon oranı. Yani, mart enflasyon oranının geçen sene marttaki oran olan %0.92'den yüksek çıkmaması gerekiyor.

Faizler

◆ Açıkçası MB 15 Şubatta 0.25 puanlık bir indirimde daha giderek bizi yanılttı. Her ne kadar



indirim miktarı sembolik gibi gözüktükse de, artan enflasyon ortamında gene de cesur bir hareketti. Tabii, bu indirimin üzerine gelen şubat ayı enflasyon oranı MB'de

SUI GENERIS—s1'den devam

ların TL tutma iştahına bağlı olduğunu söyleyebiliriz. Bu sene özellikle ikinci noktada fazla umutlu olmayı gerektirecek bir durum olmadığı ortadadır. Öte yandan, emtia fiyatlarındaki olumsuz gelişmeler ve MB'nin ihtiyatlı tutumu da para politikasında ciddi bir gevşeme olmayacağı sinyalini vermektedir.

Reel sektörün gittikçe daha ağırlıklı olarak döviz üzerinden ve yurtdışından kullanmaya başladığı kredilerin arzı ise global piyasalardaki gelişmelere doğrudan bağlıdır. Tasarruf oranı ve de miktarı oldukça düşük olan Türkiye'nin büyüme performansını sürdürbilmesi için mutlak surette her sene artan miktarda net yabancı kaynak girişine ihtiyacı vardır. Nitekim, büyüme oranının geçmiş dönemlere göre hız kazandığı son 5 yılda özel kesimin yurtdışına olan borçları yüksek oranda artmış bulunmaktadır. 2007'nin 3. çeyreğini kapsayan en son resmi verilere göre özel sektörün toplam dış borç miktarı 147.5 milyar dolardır.

PARASAL GÖSTERGELER	1	2	3	4	5
(milyon YTL)	15.02.2008	28.12.2007	29.12.2006	1/2	1/3
Dolaşımdaki Para	25,495	26,164	24,676	-2.6%	3.3%
Vadesiz Mevduatlar	24,465	26,654	22,814	-8.2%	7.2%
M1	49,960	52,818	47,491	-5.4%	5.2%
Vadeli Mevduatlar	178,569	171,072	137,654	4.4%	29.7%
M2	228,529	223,889	185,145	2.1%	23.4%
DTH	104,985	104,196	101,399	0.8%	3.5%
DTH (milyar\$)	88.4	89.0	71.8	-0.7%	23.1%
M2Y	333,514	328,086	286,544	1.7%	16.4%
Mevduat Bankaları Kredileri	223,131	214,830	170,578	3.9%	30.8%
Açık Piyasa İşlemleri	3,971	4,369	-1,098	-9.1%	AD
Kamu Menkul Kıymetleri	148,453	145,831	138,046	1.8%	7.5%
Dolarizasyon (DTH/M2Y)	31.5%	31.8%	35.4%	-0.9%	-11.0%

bir soğuk düş etkisi yapmış olmalı.

◆ Grafikten de görüldüğü gibi, son dönemde 2. piyasa faizleri ile gecelik faizler ters yönde hareket ediyor. İndirimle birlikte tahvillerin getirileri taşıma maliyetinin üzerine çıktı.

Parasal Göstergeler

◆ Sene başından beri bütün parasal göstergelerde ya azalış, ya

sene sonunda bu rakamın 150 milyar doların üzerine çıkmış olması kuvvetle muhtemeldir.

Özel sektörün dış borçlanmasında son yıllarda iki trend göze çarpmaktadır. Birincisi borçlanmada finans kesimiyle finans-dışı kesim arasındaki makasın açılmakta olmasıdır. 2005 sonunda finans kesimi 32 milyar dolar, finans dışı kesim ise 51 milyar dolar borçluyken 2007'nin 3. çeyreğinde net borç stoğu miktarları sırasıyla 51 milyar dolar ve 97 milyar dolar olmuştur. Gözlenen ikinci trend ise toplam borçlanma içinde uzun vadeli borçlanmaların ağırlığının artmakta olmasıdır. 2005 sonunda kısa vadeli borçların toplam borçlara oranı %22 iken, 2007 3. çeyreğinde bu oran %17 olmuştur. Ancak toplam borç miktarının artmakta olmasından dolayı senelik borç servisi (ana para artı faiz borç geri ödemesi) miktarında bir azalma söz konusu olamamaktadır. 2008'de sadece özel sektörün geri ödemesi gereken borç miktarı 31.6 milyar

da küçük oranlı artışlar söz konusu.

◆ Euronun güçlenmesine rağmen DTH'larda dolar bazında az da olsa bir azalma göze çarpıyor. Böylece dolarizasyon oranı da gerilemiş bulunuyor.