

1 Ancak güçlü bir para senyoraj sağlar

1 Bu sene faiz-dışı fazla %3'ü geçmez

2 Doğrudan yatırımlarda artış

2 Üretim şaşırtıyor

3 Çekirdek enflasyon artıyor

3 Faizler fonlama maliyetinin altında

SAYI: 06/07

- Turkish Yatırım Araştırma Birimi tarafından her ay yayınlanır.
- Baskıya giriş tarihi: 19.06.2007
- 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

SENYÖR OLMADAN, SENYORAJ ELDE EDİLMEZ!

Senyoraj (seigniorage) paranın değeri ile onu üretme maliyeti arasındaki farktır. Bu farkı, parayı çıkaran devlet alır. Amerika Birleşik Devletlerinde bir doları üretmenin maliyeti "5 cent" olarak hesap edilmiştir. Bir doların değeri de "1 dolar" olduğuna göre, Amerikan devletin, bastığı her dolardan 95 cent "gelir" temin ettiği sonucuna varılır. Devletler, sırf para basarak, vergi toplamadan ve borçlanmadan kendilerine gelir yaratıp, onunla cari harcamalarını karşılar veya yatırım yapabilir. Bu "havadan gelir" elde etmek, para basan senyör, yani Merkez Bankası olan her ülke için doğrudur denebilir mi?

1937 yılında yayınlanan bir makalesinde, Avusturyalı iktisatçı Friedrich A. Hayek çok sayıda merkez bankası kurulmasının dünyada finansal çalkantılara yol açacağını söylüyordu. 1900 yılında dünyada sadece 18, 1940 yılında 40 merkez bankası varken bu sayı şimdi 164. Hem dünya küreselleşmeye gidiyor, hem de yabancı ülkelerde kimsenin para yerine koymadığı bir sürü "ulusal para birimi" yaratılıyor.

Soru şu: Ulusal paralar, bunları basan ülkelere gerçekten senyoraj geliri getiriyor mu? Yoksa bu devletler, ulusal paralarının itibarlı olması için, itibarı yüksek para birimlerine verilmeyen kadar yüksek faiz vererek, yani rüşvetle itibar mı satın alıyor. Türkiye gibi dünyanın en yüksek reel ve nominal faizini ödeyen bir ülke, net senyoraj geliri elde edebiliyor mu? Tabii ki, hayır.

Sadece ödenen faizlerle, rezervlerden elde edilen faiz geliri arasındaki farka bakılsın yeter. Demek ki; paranın ve parasal işlemlerin giderek küreselleştiği bir dünyada senyör olmadan, senyoraj elde etmek mümkün değil.

Sui Generis

Tuğrul Belli

BÜTÇENİN İMF'YE SELAMI VAR!

2 ay önceki bir yazımda, bu seneki Bütçe trendlerinin iyi sinyaller vermediğinden, en az TL 8 milyarlık bir açığın söz konusu olduğundan ve vakit geçirmeden ek önlemler alınması gerektiğinden bahsetmiştim. Ancak, maalesef ki, o günden sonraki gelişmeler bu konuda tedbir alınması bir kenara, tam tersi daha da olumsuz gelişmelerin ortaya çıkmakta olduğunu gösteriyor.

Bütçenin gelir tarafına baktığımızda gözümüze çarpan olumsuzlukları şöyle sıralayabiliriz:

-Kurumlar geçici vergileri geçen sene ile aynı seviyelerde seyrediyor. %7 artış öngörülen bu kalede hedefin tutturulması zor. Bu kalem TL 700 milyon kadar açık verebilir.

-İlk 5 ayda KDV gelirleri %6 oranında artmış. Ancak özellikle temel gıdada düşürülen KDV oranlarıyla, bu gelirlerin ilerleyen aylarda azalması söz konusu olacaktır. Geçen seneye göre %27 artış hedeflenen bu kalede en az TL 3 milyarlık bir sapma olacaktır.

-Marker uygulamasının devreye girmesi ile birlikte petrol ürünlerinden alınan ÖTV tahsilatında bir iyileşme gözlemleniyor. Öte yandan motorlu taşıtlar, içki ve tütünden alınan ÖTV'lerde

devamı sayfa 4'de

Bütçe ve Kamu Finansmanı

Faiz-dışı fazlada rekor düşüş

◆ Mayıs'ta bütçe dengesi TL 2 milyar fazla verdi. İlk bakışta iyi bir sonuç gibi gözükse de, geçen Mayıs'ta bütçenin TL 4.3 milyar fazla vermiş olduğunu dikkate aldığımızda, bu sonucun yetersiz olduğu görülüyor.

◆ İlk 5 ay sonunda da bütçe dengesi TL 3.3 milyar açık verirken, geçen senein aynı döneminde TL 304 milyon fazla söz konusuydu.

◆ Bu ay özellikle ilgi ve dikkat çekici olan cari harcamalarda görülen %96 oranındaki artış.

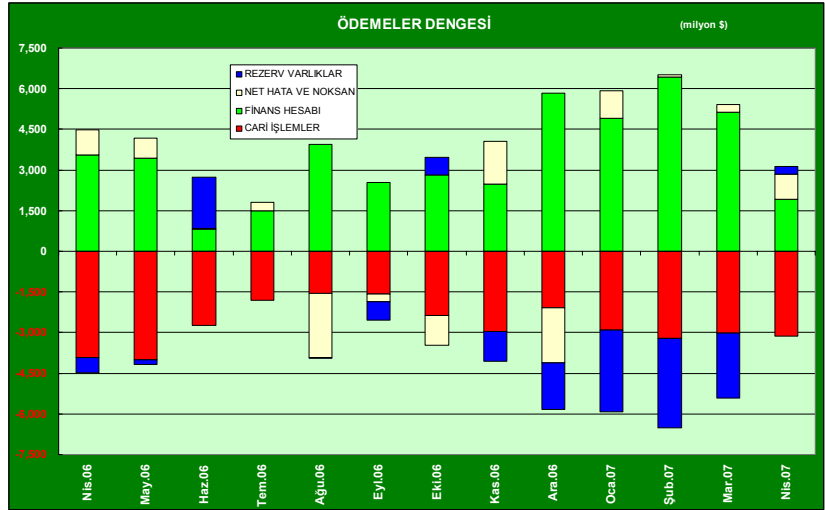
MERKEZİ YÖNETİM BÜTÇESİ	2006 Mayıs	2007 Mayıs	Artış	Oca-May06	Oca-May07	Artış	2007 Tahmini
Harcamalar	14,015,972	17,688,790	26.2%	68,532,954	83,493,387	21.8%	204,988,546
1-Faiz Hariç Harcama	9,346,198	13,070,782	39.9%	48,470,289	59,828,266	23.4%	152,042,522
Personel Giderleri	3,176,503	3,575,461	12.6%	15,365,495	18,388,219	19.7%	43,669,799
Sosyal Güv.Kur. Devlet Primi	400,798	444,687	11.0%	1,998,356	2,290,643	14.6%	10,101,779
Mal ve Hizmet Alımları	1,413,215	1,678,407	18.8%	5,291,678	7,021,336	32.7%	15,587,406
Cari Transferler	2,931,180	5,742,382	95.9%	20,889,948	26,351,347	26.1%	60,862,989
Sermaye Giderleri	803,257	859,426	7.0%	2,309,434	3,193,182	38.3%	12,103,930
Sermaye Transferleri	364,124	522,261	43.4%	766,299	1,237,152	61.4%	3,647,400
Borç Verme	257,121	248,158	-3.5%	1,849,079	1,346,387	-27.2%	3,694,600
Yedek Ödenekler	0	0		0	0		2,374,619
2-Faiz Harcamaları	4,669,774	4,618,008	-1.1%	20,062,665	23,665,121	18.0%	52,946,024
Gelirler	18,347,636	19,725,238	7.5%	68,837,345	80,149,514	16.4%	188,158,954
1-Genel Bütçe Gelirleri	17,385,059	19,132,165	10.0%	67,041,444	77,963,008	16.3%	183,460,083
Vergi Gelirleri	14,008,043	15,423,193	10.1%	54,850,851	59,223,613	8.0%	158,152,898
Teşebbüs ve Mülkiyet Gelirleri	1,936,875	2,117,348	9.3%	4,382,970	5,231,845	19.4%	7,817,781
Alınan Bağış ve Yardımlar	9,860	28,702	191.1%	146,366	248,030	69.5%	480,118
Faizler, Paylar ve Cezalar	1,405,914	1,542,274	9.7%	7,513,983	7,322,741	-2.5%	14,443,470
Sermaye Gelirleri	24,367	20,648	-15.3%	147,274	5,936,779	3931.1%	2,565,816
2-Özel Bütçeli İdarelerin Gelirleri	314,905	428,373	36.0%	1,047,684	1,351,730	29.0%	3,263,692
3-Düzen. ve Denet. Kurum. Geliri	647,672	164,700	-74.6%	748,217	834,776	11.6%	1,435,179
Bütçe Dengesi	4,331,664	2,036,448	-53.0%	304,391	-3,343,873	AD	-16,829,592
Faiz Dışı Denge	9,001,438	6,654,456	-26.1%	20,367,056	20,321,248	-0.2%	36,116,432

◆ Bütçedeki kötüleşmenin diğer bir göstergesi de Hazine'nin haziran ayı faiz-dışı fazla beklentisinin sadece TL 300 milyon olması. 2006 Haziranında ise faiz-dışı denge TL 4.9 milyar fazla vermişti.

Ödemeler Dengesi ve Dış Ticaret

Doğrudan yatırımlar artıyor

◆ Cari açığı azaltma eğilimi devam ediyor. Nisan ayında açık geçen senenin nisanına göre \$ 800 milyon azalarak \$ 3.1 milyar olarak gerçekleşti.



◆ Düzeltme dış ticaret açığındaki azalmadan kaynaklanıyor. 2006 nisanında \$ 5.1 milyar olan dış ticaret açığı, bu nisanda \$ 4.5

dan yatırımlar kanalıyla \$ 8.7 milyar, portföy yatırımları kanalıyla da \$ 6.7 milyar fon girmiş bulunuyor.

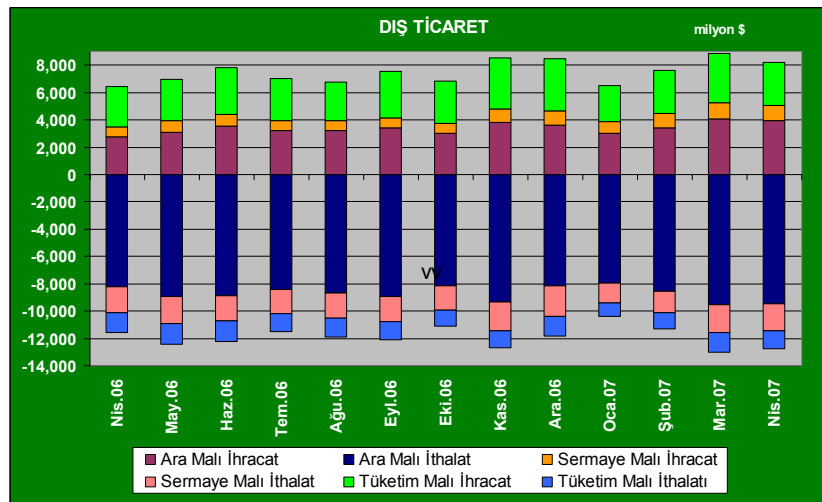
◆ Aynı dönemdeki toplam cari açığımız \$ 12.3 milyar, resmi rezerv artışı ise \$ 5.5 milyar.

◆ Net Hata ve Noksandan gelen \$ 2.3 milyarı da dikkate aldığımızda cari açığın %90'ının sıcak para dışındaki fonlarla karşılandığını görüyoruz. Nitekim, bu kaynak girişleri, siyasi hareketlenmeye ve bütçedeki olumsuzluklara rağmen, TL'nin değer kazanmasını da sağlıyor. Bu trendin orta vadede değişmesi pek söz konusu olmayacaktır.

◆ TİM verilerine göre Mayıs ihracatımız geçen yılın aynı ayına

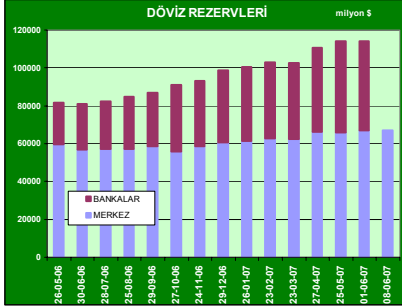
milyar olarak gerçekleşti.

◆ Türkiye'ye ilk 4 ayda doğru-



göre %26 artış kaydederek \$ 9.2 milyarla yeni bir rekor kırdı.

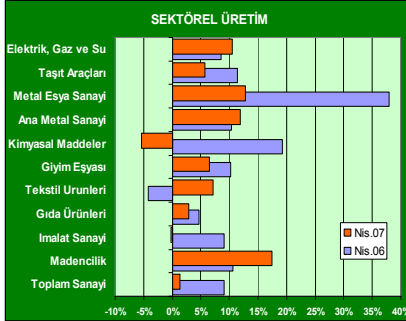
◆ MB rezervlerindeki artışta son 1.5 ayda bir duraklama göze çarparken, banka rezervlerindeki artış devam ediyor. 1 Haziran itibarıyla toplam rezervlerimiz \$ 116.5 milyara ulaşmış durumda.



Üretim ve Büyüme

Nisanda daralma, Mayıs'ta artış

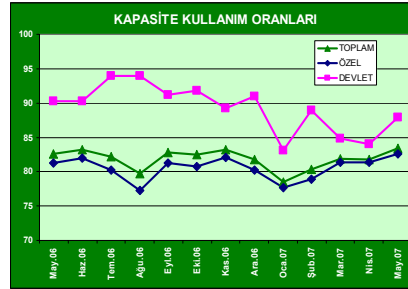
◆ Nisan üretim rakamlarında enteresan bir gelişme göze çarpıyor. Bizim grafikte takip ettiğimiz ve toplam imalatın %55'ini kapsayan imalat sanayi sektörlerinden kimya sanayi dışındaki bütün sektörlerde yüksek oranlı artışlar kaydedilmiş olmasına rağmen, imalat sanayi toplamında %0.1 gerileme söz konusu.



◆ Detaylara bakınca bu gerilemenin bizim takip etmediğimiz ancak toplam sanayi üretiminde %14.5 payı olan petrol ürünleri alt kategorisindeki %15'lik gerilemeden kaynaklandığı görülüyor. Bu kategorinin neredeyse tamamını oluşturan ise sadece 2 firma: Tüpraş ve Petkim. Bu nedenle sadece bu aya bakarak

üretimde genel bir gerileme olduğunu iddia etmek zor. Mayıs'ta söz konusu şirketlerin üretimlerini artırmalarıyla sanayi üretimi de tekrar artış trendine dönecektir.

◆ Diğer göstergeler de iç talep kaynaklı olmasa da üretimde bir artış olduğunu teyit eder nitelikte. Özel sektör kapasite kullanım oranı mayısta 82.6 düzeyine çıkarak, 2004 mayısından beri en yüksek düzeyine ulaşmış bulunuyor. Seçim atmosferine girilen bir dönemde bundan iyisi can sağlığı demek durumundayız.

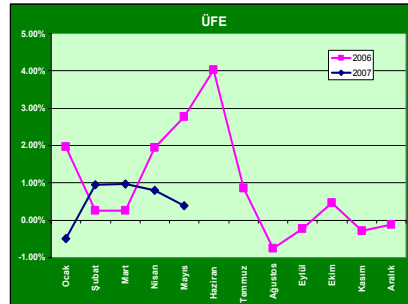


Enflasyon

Çekirdek enflasyon artıyor

◆ Mayıs'ta TÜFE %0.5, ÜFE ise %0.39 arttı. Son 12 aylık enflasyon TÜFE'de % 9,23, ÜFE'de ise %7.14 olarak gerçekleşti.

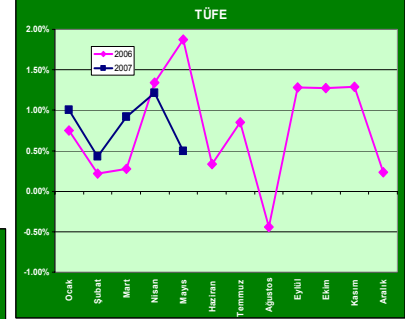
◆ Sene başından beri %4.12 artış gösteren TÜFE böylece sene sonu hedefine 5. ayda ulaşmış oldu.



◆ Grafikten de görüldüğü gibi, üretici fiyatları geçen seneye göre önemli bir azalış kaydetti. Geçen mayısta hareketlenen döviz kurları nedeniyle artış gösteren enflasyon,

bu Mayıs'ta düşen döviz kurlarının da etkisiyle düşük bir artış gösterdi. Bu baz etkisi sayesinde 12 aylık enflasyon oranları 2 ay daha düşmeye devam edecek.

◆ TÜFE'de ana harcama grupları itibarıyla en yüksek artış %11,35 ile giyim ve ayakkabı grubunda gerçekleşti.



◆ Mayıs'ta TÜFE'deki artışı limitleyen en önemli etken gıda fiyatlarındaki %-1,66 düşüş oldu. Bu düşüşte havaların sıcak gitmesi nedeniyle bazı ürünlerin zamanından önce pazara sürülmesinin de etkisi var. Aynı şekilde, ilerleyen aylarda tersi bir etki de görülebilir. Öte yandan, gıdada KDV oranlarının indirilmesi indirim oranı kadar olmasa da fiyatlarda bir düşüş sağlayacaktır.

◆ Bu ayki en olumsuz gelişme ise MB tarafından en çok önem verilen çekirdek enflasyon göstergesi olan gıda, enerji ve alkollü içkilerin dışarıda bırakıldığı H endeksinde % 1.51 gibi yüksek oranlı bir artış görülmesi oldu.

Faizler

Faizler fonlama maliyetinin altında

◆ Türkiye'de yaşanan siyasi gerilimlerin ekonomiye doğrudan yansımaması ekonominin kırılganlığının azaldığının önemli bir göstergesi olduğu kadar, aynı zamanda ekonomideki dinamiklerin tamamen global akımlara tabi olduğunun da bir göstergesi.

◆ Son dönemde yaşanan

gelişmelere rağmen, grafikte de görüldüğü gibi, 2. piyasa faizleri gevşemeye devam ediyor.

◆ Ancak, bu gevşeme bir noktada MB'nin belirlediği günlük faizler tarafından da limitleniyor. MB'nin ise daha uzun bir süre günlükleri aşağı çekmek gibi bir niyetinin olmadığını söyleyebiliriz.



SUI GENERIS—s1'den devam

azalma söz konusu. Nette beklenen %11'lik artışın sağlanması imkansız gibi. Buradan da TL 2 milyar kadar eksik bir tahsilat söz konusu olacak.

-İthalde alınan KDV'de ilk 5 ayda %7 artış söz konusu. Ancak ilerleyen aylarda TL'nin değer kazanıyor olması ve ithalatın da belirli bir platoya oturmuş gözükmesi nedeniyle, %11 artış hedefine ulaşılması zor. Tüm sene için %7 artış olacağı tahmininde bulunulsa bile TL 2.3 milyarlık bir kayıp söz konusu.

-Mayıs ayında Halkbank'ın halka arz gelirleri Hazine gelirleri olarak bütçeye yansıtıldı. Telekom gelirleri gibi bu gelirin de, IMF için hazırlanan bütçe tablosuna alınmadığını belirtelim.

Bütçenin gider tarafında da, artan boyutlarda problemler olduğu görülüyor. Şöyle ki:

-Hükümet en büyük gider kalemi olan "cari transferler"de bu yıl %24 gibi çok yüksek boyutlu bir artış öngörmüştü. İlk 5 ayda da, başlangıç ödeneğinin %43'ü har-

PARASAL GÖSTERGELER (milyon YTL)	1 01.06.2007	2 04.05.2007	3 29.12.2006	4 1/2	5 1/3
Dolaşımdaki Para	22,270	22,265	24,676	0.0%	-9.8%
Vadesiz Mevduatlar	21,030	19,417	22,814	8.3%	-7.8%
M1	43,300	41,682	47,491	3.9%	-8.8%
Vadeli Mevduatlar	150,632	147,090	137,654	2.4%	9.4%
M2	193,932	188,772	185,145	2.7%	4.7%
DTH	106,377	106,056	101,399	0.3%	4.9%
DTH (milyar\$)	80.8	78.8	71.8	2.6%	12.6%
M2Y	300,309	294,828	286,544	1.9%	4.8%
Mevduat Bankaları Kredileri	184,325	180,694	170,578	2.0%	8.1%
Açık Piyasa İşlemleri	4,325	3,783	-1,098	14.3%	AD
Kamu Menkul Kıymetleri	142,671	142,988	138,046	-0.2%	3.4%
Dolarizasyon (DTH/M2Y)	35.4%	36.0%	35.4%	-1.5%	0.1%

Parasal Göstergeler

◆ Geniş para tanımı olan M2Y sene başından beri sadece %4.8 artmış vaziyette. Banka kredilerindeki artış da geçen senelerin çok altında.

◆ Dolarizasyon oranı geçen aya göre biraz gerilemiş gözüküyor. Ancak bu durum döviz mevduatlarındaki azalmadan değil (aksine artış var), TL'nin de-

canmış olduğu için, bu kalem hedeften sapmamış izlenimi veriyor. Ancak, son ay olan Mayıs'ta bu kalemdeki geçen senenin aynı ayına göre olan artış oranı %95 gibi uçuk bir oran. Bu artışta sosyal güvenlik kuruluşlarına yapılan ödemelerin payı olduğu gibi, "tarımsal destekleme ödemeleri"nin de payı var. Seçim nedeniyle yüksek açıklanan taban fiyatları ve öne çekilen ödemeler bu kalemi geçen seneye göre % 1000 artırmış durumda. Bu kalemin dikkatli takip edilmesi gerekiyor.

-Yanlışlıkla mı bilemiyorum ama 2007'de ödenek ayrılmamış olan sağlık giderleri ilk 5 ayda geçen seneye göre %15 artışla TL 2.7 milyara ulaşmış durumda. Henüz kullanılmayan TL 2.3 milyarlık yedek ödeneklerin buraya kaydırılacağını varsaysak bile, bu sene sonunda net TL 3.5 milyar kadar ek bir açığa tekabül ediyor.

Bütün bu verileri toplarsak bütçe gelirlerinin öngörülenden TL 8 milyar eksik, bütçe giderlerinin de öngörülenden TL 4 milyar kadar

gerlenmesi nedeniyle bu artışın TL ile ölçülen parasal değerlere yeteri kadar yansımamış olmasından kaynaklanıyor. Yoksa insanımızın döviz sevgisi kolay kolay bitmez.

fazla olma ihtimali var. Öte yandan her ne kadar IMF program tanımlı bütçeye girmeyecek de olsa Telekom, Karayolları arazisi, Petkim ve Halkbank satışlarının bütçe açığını azaltıcı etkisi olacaktır. Halkbank'ın blok satışı bu sene gerçekleşmese de, bu satışlardan toplamda TL 7 milyara yakın bir ek gelir yazılması mümkün görünmektedir. Yani, maliye tanımlı bütçedeki kötüleşme TL 5 milyarla limitlenebilir.

IMF'nin program tanımlı bütçesine göre ise faiz-dışı fazlanın hedeflenen TL 31 milyarın çok altına, TL 20 milyara düşme ihtimali oldukça kuvvetli. Bu da faiz-dışı fazlanın %3'e gerilemesi anlamına geliyor. Seçim sonrası ziyarete gelecek olan IMF'nin bu duruma ne diyeceğini doğrusu oldukça merak ediyorum.