

Temmuz '07

- 1 Değerli para zenginleşme sağlamaz
- 1 Faiz-dışı fazlada neye niyet, neye kısmet
- 2 Bütçede musluklar fena açıldı
- 2 İhracat senelik \$ 100 milyar hedefine çok yakın
- 3 İlk çeyrekte yüksek büyüme

SAYI: 07/07

- Turkish Yatırım Araştırma Birimi tarafından her ay yayınlanır.
- Baskıya giriş tarihi: 19.07.2007
- 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

BÜTÜN ÜLKELER KURDAN ŞİKAYETÇİ!

Böyle bir ifade doğru olabilir mi? Hangi ülke neden şikayet ediyor? Kendi parasının aşırı değerli olmasından mı, yoksa aşırı değersiz olmasından mı? Eğer bir ülke kurdan şikayet ediyorsa, bunun anlamı ulusal para biriminin aşırı değerlenmiş olmasıdır. Hiç bir ülke parasının düşük değerli olmasından şikayet etmez. Çünkü ulusal ekonomilerin amacı, büyüektir. Büyümenin yolu da cari işlem fazlası vermekten geçer. İhracat da aşırı değerli para birimiyle, artabileceği kadar artamaz. Bir an için Milli Gelir denklemini hatırlayalım.

$$M.G. = \text{Tüketim} + \text{Yatırım} + (\text{İhracat} - \text{İthalat})$$

Görüldüğü gibi, milli gelir denkleminde dış ticaret dengesini ve kabaca da cari dengeyi ifade eden (ihracat-ithalat) bileşenin den ihracat "artı", ithalat "eksi"dir. Amaç, milli geliri attırmak olduğuna göre, cari işlem fazlası vermeyi hedeflemekten daha doğal ne olabilir?

Kur demek, değişim oranı demektir. Mesela bugün bir Euro eşittir 1,38 ABD Doları. Şimdi hem ABD'nin hem de AB'nin bu değişim oranından aynı anda şikayet etmesi mümkün mü? Kur aşağı giderse mi, yukarı çıkarsa mı, hem ABD hem de AB durumdan memnun olacak? Bir satranç maçını, rakiplerin ikisinin de kazanması ne kadar mümkünse, şikayet edilen kur değiştiği zaman, iki tarafın da aynı anda şikayetten vazgeçmesi de o kadar mümkündür. Yani kurlardan her

ülke şikayet ediyor ifadesi, mantık hatası içerir. Kurların uzun vadede olması gereken yerde olacağına inanmakta hiç bir sakınca yok. Zaten serbest piyasa ekonomisi, bize her tür dengesizliğin bir gün ortadan yok olacağını söylüyor. Ama kurlar nerede dengeye gelecektir? Fakirlikte mi, yoksa zenginlikte mi? Ekonomide daima denge vardır. Ama her denge iyi değildir. Her denge sürdürülebilir de değildir.

Türkiye gibi bir ülkede, kurların düşük kalmasından, ithalatçıların ve bankacıların, borsacıların ve Türkiye'ye portföy oluşturmuş yabancıların şikayet etmemesi gerekir. Ama düşük kurdan memnun olan bir sanayici de olamaz. Son 60 yıl içinde yer yüzünde, parasını "değerli" tutarak "zenginleşmiş" tek bir ülke yoktur.

Sui Generis

Tuğrul Belli

FAİZ-DIŞI FAZLA HESAPLARI

Uygulanmakta olan ekonomik program ve stand-by düzenlemesi çerçevesinde GSMH'nin yüzde 6,5'i oranındaki faiz dışı fazla hedefi, toplam kamu kesimi için belirlenmekte ve izlenmektedir. Bu sene kaba bir tahminle GSMH 650 milyar YTL olarak gerçekleşecektir. Böylece tutturulması gereken faiz-dışı fazla miktarı bu rakamın %6.5'i, yani 42.3 milyar YTL olmaktadır.

IMF tarafından tanımlanan ve program tarafından hedeflenen faiz-dışı fazla "toplam kamu kesimi faiz-dışı fazlası"dır. Bu nedenle Maliye'nin her ay yayınladığı Merkezi Yönetim faiz-dışı fazla rakamına bazı düzeltmeler yapılması söz konusudur. Kısaca

devamı sayfa 4'de

Bütçe ve Kamu Finansmanı

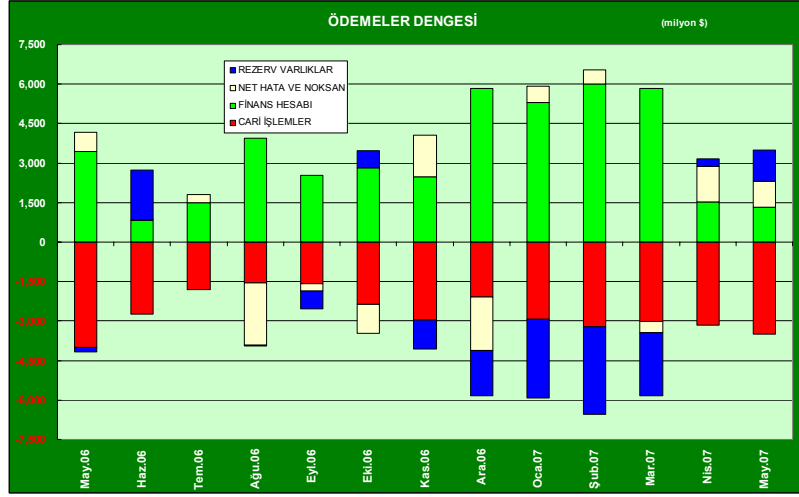
Bütçede musluklar açıldı

◆ Normalde ayın ilk 2 haftası içerisinde Maliye bakanı tarafından açıklanan bir önceki ayın bütçe sonuçları bu ay sekteye uğramış vaziyette. Bu durumun bütçe rakamlarının parlak olmasından mı, yoksa seçim çalışmaları nedeniyle Maliye Bakanının konuya yeterli vakit ayıramasından mı kaynaklandığı belirsiz.

◆ Alternatif olarak baktığımız Hazine'nin yayınladığı nakit gerçekleştirmelerine ilişkin geçici sonuçlara göre, Haziran ayında nakit bazda toplam YTL 14.5 milyar gelir elde edilmiş, YTL 13.5 milyar faiz dışı harcama yapılmış ve YTL 0.9 milyar faiz dışı fazla oluşmuştur. Toplam YTL 3.2 milyar faiz ödemesinden sonra Hazine nakit dengesi YTL 2.3 milyar açık vermiş gözükmektedir.

◆ Haziran'da bütçenin 0.9 milyar YTL faiz-dışı fazla vermiş olması makul gibi gözükse de, Haziran 2006'da faiz-dışı fazlanın YTL 5.4 milyar olduğu dikkate alındığında, bütçe performansının bu sene ne kadar zayıflamış olduğu ortaya çıkmaktadır.

◆ Hazine Temmuz ayında ise yayınladığı iç borçlanma stratejisi notuna göre Temmuz ayının Malî Tatil ilan edilmiş olması sonucunda vergi gelirlerinin önemli bir kısmının Ağustos ayının ilk haftasına kayması nedeniyle Temmuz ayında 2.8 milyar YTL tutarında faiz dışı açık öngörmektedir. Hazineye göre Temmuz ayı içerisinde tahakkuk etmesi beklenen 6 milyar YTL tutarındaki vergi gelirinin nakit girişi Ağustos ayında gerçekleşecek olup bu



tutar Ağustos ayı faiz dışı dengesine yansiyacaktır. Ancak geçen sene Temmuzda faiz-dışı fazla YTL 6.4 milyar olarak gerçekleşmişti. Bu sene Temmuzda tahakkuk edip tahsil edilemeyen YTL 6 milyara eklemek bile faiz-dışı fazla rakamı geçen senenin oldukça altında YTL 3.2 milyarda kalmaktadır.

◆ Böylece geçen sene ilk 7 ayda YTL 27.8 milyar faiz-dışı fazla oluşmuş iken, bu sene en iyimser tahminle faiz-dışı fazla YTL 24.4 milyar olacaktır. Sene sonunda ise faiz-dışı fazlanın milli gelirin %4.5'i olan YTL 30 milyar rakamının altında kalması kuvvetle muhtemeldir. IMF tanımlı fazla ise bu rakamın da oldukça altında olacaktır. Kısacası, bu

sene %6.5 hedefi tamamen hayaldir.

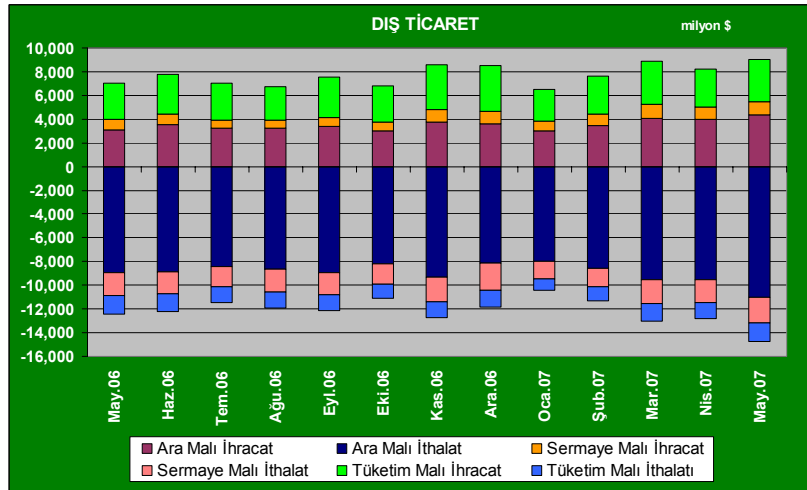
Ödemeler Dengesi ve Dış Ticaret

İhracat \$ 100 milyara yaklaşıyor

◆ Mayıs ayında hem ithalatımız hem de ihracatımız tüm zamanların rekorunu kırdı. Geçen senenin aynı ayına göre %30 artan ihracat \$ 9.1 milyar olarak gerçekleşirken, ithalat %19 artışla \$ 14.8 milyar oldu.

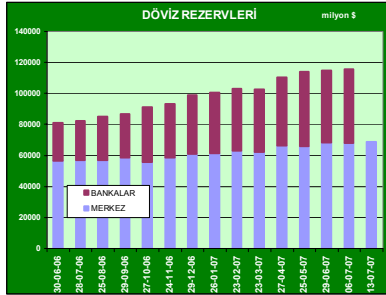
◆ Mayıs ayında ihracat oransal olarak daha fazla artmasına rağmen, ithalatın daha fazla olması nedeniyle dış ticaret açığı az da olsa (\$ 300 milyon kadar) artış gösterdi.

◆ Cari açık ise \$ 3.5 milyar



olarak gerçekleşti. Bu rakam geçen Mayısın açık rakamı olan \$ 4 milyarın oldukça altında.

◆ Mayısta siyasetteki gerginliğin de bir yansıması olarak finans hesabından girişlerde bir zayıflama ve MB rezervlerinde bir azalma göze çarpıyor. Ancak Haziran ve Temmuzda bu trendin ters dönmüş olacağını söyleyebiliriz. Nitekim grafikten de görüldüğü gibi MB rezervleri haziranda \$ 2.5 milyar, temmuzun ilk 13 gününde de \$ 0.4 milyar artış göstermiş.



◆ Cari açığa neredeyse 6 aydır az da olsa bir daralma gözlemliyoruz. Ancak geçen senenin 2. yarısında petrol fiyatlarında ciddi bir düşüş yaşandığını, bu sene ise aynı durumun tekrar etmesinin çok mümkün gözükmediğini, bu nedenle seçimlerden sonra iç talepte ciddi bir canlanma olması durumunda, cari açığın tekrar yükselme eğilimine gireceğini de belirtelim.

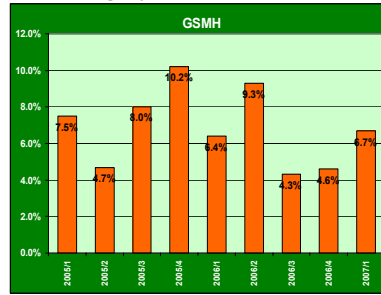
◆ TL'deki değerlenmeye rağmen dış ticaret birim değer endekslerine baktığımızda, rekabetçi konumumuzu korumaya devam ettiğimizi görüyoruz. En son olarak yayınlanan Nisan endekslerine göre sene başından beri ihracat fiyatlarımız genelde %4.9 artmışken, ithalat fiyatlarındaki artış sadece %1.4'te kalmış. Ancak Nisandan beri TL'nin oldukça değerlenmiş olduğunu ve fiyatlamadaki bu rekabetçi konumumuzu kaybetmiş olabileceğimizi de bir dip not olarak belirtelim.

◆ TİM verilerine göre Haziran ihracatımız geçen yılın aynı ayına göre %17 artış kaydederek \$ 9 milyara ulaştı.

Üretim ve Büyüme

İlk çeyrekte yüksek büyüme: %6.7

◆ 2007'nin 1. çeyreğinde milli hasıla büyüme hızı %6.7 olarak gerçekleşti. Piyasa beklentileri ise bu rakamın oldukça altındaydı. Ancak, milli hasılanın en büyük bileşesini oluşturan toplam sanayi üretiminin ilk 3 ayda geçen senenin ilk 3 ayına göre ortalamada %8 kadar büyümüş olduğu biliniyordu. Piyasa ise iç talepteki durgunluğa bakarak büyümenin daha düşük olacağını tahmin etmekteydi. Ancak, özellikle ihracat performansının iyi olması bu yüksek büyüme hızını sağlayan faktör oldu.

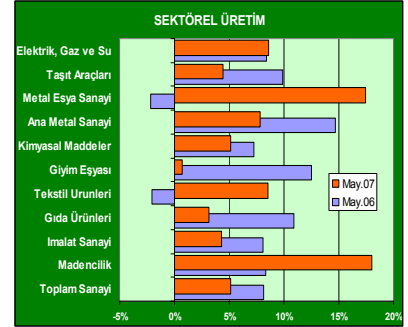


◆ Sektörlere baktığımızda sanayinin yanısıra ağırlığı daha az olan inşaat sektörünün de büyümeye oldukça önemli bir katkı sağlamış olduğunu görüyoruz.

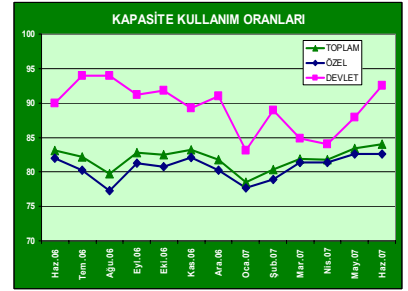
Sektörler	Sabit Fiyatlarla 2007 I. Çeyrek
Tarım	1.1
Sanayi	7.5
İnşaat	16.2
Ticaret	6.3
Ulaştırma ve Haberleşme	7.3
Mali Kuruluşlar	7.2
Konut Sahipliği	2.3
Serbest Meslek ve Hizmetler	4.8
Devlet Hizmetleri	1.3
Kar Amacı Olmayan Kuruluşlar	1.2
İthalat Vergisi	8.8
Gayri Safi Yurtiçi Hasıla	6.8
Gayri Safi Milli Hasıla	6.7

◆ Geçen senenin 2. çeyreğinde %8.3 gibi oldukça yüksek bir büyüme oranı elde edildiğini ve

bu sene 2. çeyrekte seçim atmosferinin egemen olduğunu dikkate alırsak, büyüme oranının daha düşük çıkmasını normal karşılamak gerekir. Nitekim, nisanda %2 artan sanayi üretiminin, mayısta



%5.2 artmasına rağmen, haziranda KKO'nun göreceli düşük çıkmasıyla tekrar %2 seviyelerine düşmesi muhtemeldir. Sonuçta 2. çeyrek büyüme hızı %4'ün altında çıkabilir. Ancak, seçim sonrasında yılın son 2 çeyreğinde tekrar yüksek büyüme hızlarına ulaşma ihtimali kuvvetli gözüküyor.



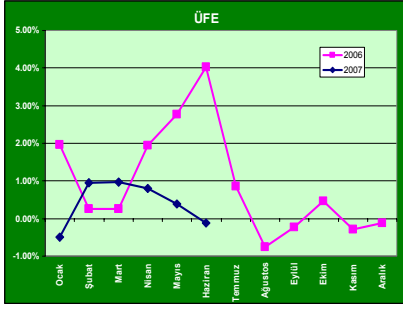
Enflasyon

Kurlar ÜFE'yi geriletiyor

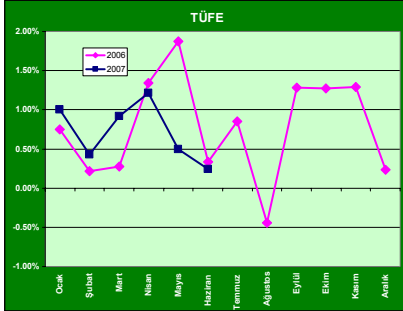
◆ Haziranda TÜFE %0.24 artarken, ÜFE ise %0.11 azaldı. Son 12 aylık enflasyon TÜFE'de % 8.60, ÜFE'de ise %2.89 olarak gerçekleşti.

◆ Geçen haziranda kurdaki hareketlenme sonucunda ÜFE'nin %4'e fırlamasından sonra bu haziranda ÜFE'nin eksi çıkması, 12 aylık ÜFE'yi de rekor seviyede düşürmüştü. Aynı dönemde kurlardaki gerilemenin %17'i bulmuş olması 12 aylık ÜFE'yi

de %3'ün altına çekti.



◆ Normal şartlarda ÜFE'deki bu gerileme gelecek dönem TÜFE'sini de olumlu etkileyecektir.



Faizler

◆ Grafikten de görüldüğü gibi 2. piyasa faizleri neredeyse son 3 aydır gittikçe artan oranlarda fonlama maliyeti olan %19.1'in SUI GENERIS—sl'den devam

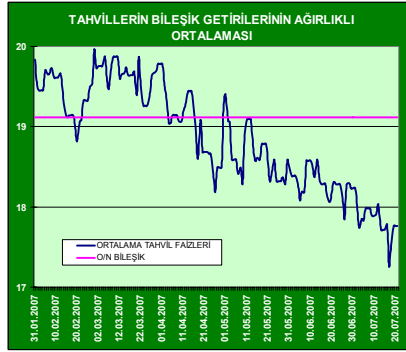
özetlersek, Merkezi Yönetim rakamlarından özelleştirme gelirleri, ve devlet bankaları ve MB'den intikal eden temettü gelirleri çıkarılmaktadır. Öte yandan, kamu sektörünün diğer unsurlarını oluşturan bütçe dışı fonlar, sosyal güvenlik kuruluşları, işsizlik sigortası fonu ve KİT'lerin faiz-dışı fazlalıkları da bulunan rakama ilave edilmektedir.

Daha önceki hesaplamalarımızda bu sene IMF tanımlı "Merkezi Yönetim faiz-dışı fazlası"nın hedefin en az TL 12 milyar kadar altında, TL 19 milyar civarında gerçekleşeceğini tesbit etmiştik. Geçen senenin tamamında "toplam kamu kesimi faiz-dışı fazlası"nın diğer bileşenleri olan fonlar, sosyal güvenlik kuruluşları ve

PARASAL GÖSTERGELER	1	2	3	4	5
(milyon YTL)	06.07.2007	01.06.2007	29.12.2006	1/2	1/3
Dolaşımdaki Para	24,020	22,270	24,676	7.9%	-2.7%
Vadesiz Mevduatlar	21,861	21,030	22,814	4.0%	-4.2%
M1	45,882	43,300	47,491	6.0%	-3.4%
Vadeli Mevduatlar	156,957	150,632	137,654	4.2%	14.0%
M2	202,839	193,932	185,145	4.6%	9.6%
DTH	106,999	106,377	101,399	0.6%	5.5%
DTH (milyar\$)	83.1	80.8	71.8	2.9%	15.8%
M2Y	309,837	300,309	286,544	3.2%	8.1%
Mevduat Bankaları Kredileri	188,968	184,325	170,578	2.5%	10.8%
Açık Piyasa İşlemleri	6,215	4,325	-1,098	43.7%	AD
Kamu Menkul Kıymetleri	147,144	142,671	138,046	3.1%	6.6%
Dolarizasyon (DTH/M2Y)	34.5%	35.4%	35.4%	-2.5%	-2.4%

altına sarkmaya devam ediyor.

◆ Açıkçası, bu seçim sonrasında MB'yi faiz indirme konusunda oldukça tahrik edecek bir durum. Öte yandan iç talep ve bozulan kamu dengesi de faiz indiriminde ihtiyatlı olmayı gerektiriyor.



Parasal Göstergeler

◆ Ekonomiye girmeye devam eden yüklü miktardaki yabancı para karşısında TL parasal büyüklüklerde aşırı bir genişleme görülüyor.

◆ Yüksek TL faizlerine karşın, mevduat bankaları kredileri ilk 6 ayda reel olarak artış göstermiş durumda.

◆ Dolarizasyondaki gerileme döviz hesaplarındaki gerilemeden değil, döviz kurlarındaki düşüşten kaynaklanıyor.

KİT'lerden gelen net faiz-dışı fazla TL 2.7 milyar olmuştur. Tablodan da görüldüğü gibi bu senenin ilk 4 ayında bu kurumlar toplamda faiz-dışı fazlaya TL 3.6 milyar kadar pozitif katkıda bulunmuşlardır. Ancak, senenin ilerleyen aylarında bütçe-dışı kurumların net katkısı azalmaktadır. Bu nedenle bu kurumların 2007'deki net katkısının 2006 ile aynı olacağı mantıklı bir varsayım olacaktır.

Böylece 2007 yılında elde edilecek

olan "toplam kamu kesimi faiz-dışı fazlası" TL 21.7 milyar olmaktadır. Bu rakamın milli hasılaya oranı ise %3.3'dür. İMF'nin bu seneki faiz-dışı fazla tahmini ise %6.7'dir. Hedefin yanına bile yaklaşamamış olması bir yana, bu kadar gevşemiş olan bir maliye politikası karşısında MB'nin faizleri düşürerek para politikasında rahatlama sağlama imkanı da ciddi şekilde kısıtlanmış durumdadır.

Konsolide Kamu Sektörü / 2007	Oca	Şub	Mar	Nis
Faiz Dışı Denge	1,665	5,333	8,352	9,378
Faiz Dışı Denge (KİT'ler Hariç)	996	4,119	7,138	7,311
Merkezi Yönetim Bütçesi	974	3,674	6,218	5,724
Bütçe Dışı Fonlar	16	126	187	936
KİT'ler	669	1,215	1,215	2,067
Sosyal Güvenlik Kuruluşları	-221	-128	58	-250
İşsizlik Sigortası Fonu	227	447	674	900