

1 Değer kazanan yerel para sadece Türkiye'nin problemi değil

1 Biz gerçekten BRIC'miyiz?

2 Bütçe seneye toparlanabilir mi?

3 Enflasyonun trendi ekimde belirginleşecek

3 50 baz puan daha indirim

SAYI: 10/07

- Turkish Yatırım Araştırma Birimi tarafından her ay yayınlanır.
- Baskıya giriş tarihi: 20.10.2007
- 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

DÜŞÜK KUR DERDİ

Şüphe yok ki, dünya para piyasalarında geçmişte emsali hiç görülmemiş bir dönemden geçiyoruz. Dünya'nın en büyük ve en güçlü ekonomisi olan ABD'nin parası sürekli değer kaybediyor. Ama bundan daha mühimi, az gelişmiş ve hatta cari açık veren ülkelerin paraları, hem dolara hem de diğer dövizlere karşı değer kazanyor. Bu ülkelerden biri de Türkiye. Ama Türkiye bu dertte yalnız değil. Başta Doğu Avrupa ülkeleri olmak üzere, Hindistan ve Filipinler gibi nispeten az gelişmiş, Kore ve Avustralya gibi gelişmiş ülkelerin paraları da dolara karşı aşırı değerlenmiş durumda. Filipinlerde 2002 yılında 54 Peso 1 ABD Doları ederken, şimdi 44 Peso Dolar ediyor. Hindistan'da Rupee aynı dönemde Dolar karşısında 50'de 41'e gelecek kadar değerlenmiş. Avustralya Doları, Amerikan Doları'na göre 55 cetten 90 cente fırlamış. 2002'de 1250 Kore Won'u 1 Dolar ederken, şimdi 950 Won 1 Dolar ediyor. Türk Lirası da enflasyon farkları hesaplanınca, hem ABD Dolarına, hem de Dolara karşı bizatıhi kendisi çok değerlenen Euro'ya karşı dahi değerlenmiş vaziyette.

Parası ABD dolarına karşı değerlenen ülkelerin paraları, parasını ABD dolarına göre aşağı yukarı sabit tutan Çin ve Japon parasına karşı da değerlenmiş oluyor. Pek tabii bu husus, ihracat yoluyla iktisadi büyümesini sürdürmek isteyen ülkeler için ciddi bir ayak bağı oluşturuyor. Döviz niteliği (hard

currency) olamayan ulusal paraların, döviz niteliği olan paralar karşısında değer kazanmasının gerisinde beş büyük etken var.

- 1.Japonya'nın faizleri sıfır civarında tutması.
- 2.Çin'in parasının değerini düşük tutma politikası.
- 3.Petrol zengini ülkelerde oluşan tasarruf fazlası.
- 4.Sermaye hareketleri üzerindeki kısıtlamaların kalkması.
- 5.Enflasyonla mücadele için bazı ülkelerin yüksek faiz uygulaması.

Serbest pazar ekonomisi, kendi yarattığı sorunlara kendi diyalaktığı içinde mutlaka bir çözüm bulacaktır. Ama bu çözümün ki-me neye mal olacağı belli değildir.

Sui Generis

Tuğrul Belli

SÜRDÜRÜLEBİLİR BİR KALKINMA ORTAMI SAĞLADIK MI?

Son 5 senedir global piyasalarda esmekte olan fevkalade pozitif havanın sadece Türkiye'nin değil, bütün gelişmekte olan ülkelerin iktisadi performanslarına olumlu yansımaları olmuştur. Nitekim bize benzer dinamikleri olan 20 adet gelişmekte olan ülkenin 2001 yılındaki ortalama enflasyon oranı %9.8 iken, bu sene sonunda bu ülkelerin ortalama enflasyon oranı %5.4 civarına gerileyecektir. Keza, aynı dönemde büyüme hızı ortalamaları da %4 civarında olan bu ülkelerin bu seneki büyüme ortalamaları %7 civarında gerçekleşecektir. Kısacası, performansımızı doğrudan rekabet içinde olduğumuz ülkelerle kıyasladığımız zaman "çok iyi büyüyüyoruz, enflasyonu kontrol altına aldık" vs. gibi söylemlerin tam da doğruyu

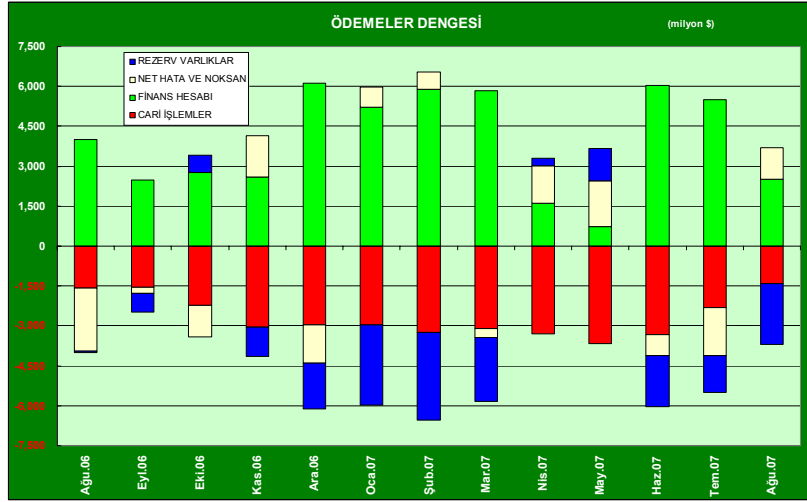
devamı sayfa 4'de

Bütçe ve Kamu Finansmanı

Bütçedeki gevşeme seneye düzelir mi?

◆ Eylülde vergi gelirlerinde bir toparlanma, faiz hariç harcamaların artış hızında ise azalma görülüyor. Kümülatif bütçe açığı TL 12.2 milyar, faiz-dışı fazla ise TL 30.6 milyarda.

◆ Bilindiği gibi bütçedeki vergi gelirlerinin büyük bir kısmını tüketim üzerinden alınan dolaylı vergiler oluşturuyor. Doğrudan vergi toplamaktaki zafiyetten dolayı, dolaylı vergilerin toplam



de kalmasını sağlasa bile, 2008 bütçe rakamlarına menfi etkisi

gelirlerdeki artışlar sayesinde toplam gelir hedefinin tutması bekleniyor. Faiz giderlerinin de bütçelenenin TL 4 milyar altında gerçekleşmesi söz konusu olacak. Böylece, bu sene bütçe açığı ve FDF rakamlarında TL 2 milyar kadar bir azalma bekleniyor.

◆ IMF hedefi olan FDF rakamının özelleştirme gibi bir defalık gelirleri kapsamadığını, öte yandan KİT ve diğer bütçe dışı kuruluşların açıklarını da dahil ettiğini unutmamak gerekiyor. Böyle hesaplandığında FDF'nin daha da gerilemesi sürpriz olmayacak.

◆ 2008 bütçesini gelecek ay daha kapsamlı bir şekilde inceleyeceğiz. Ancak, bu bütçenin 2007 bütçesindeki bozulmayı te-

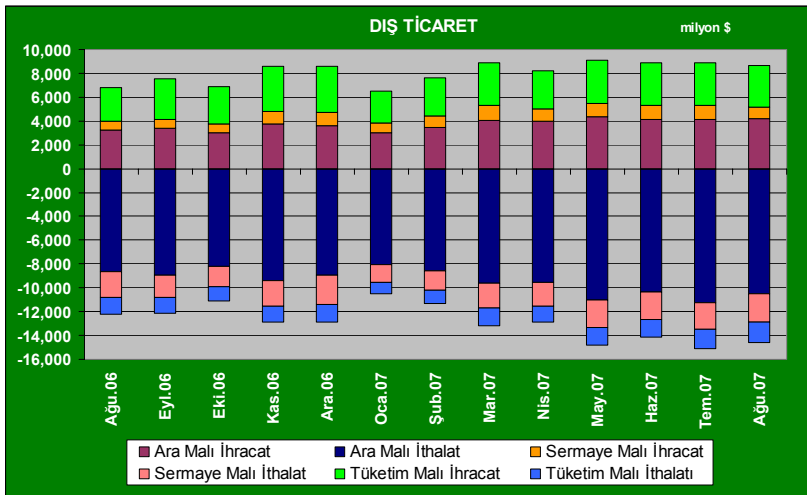
MERKEZİ YÖNETİM BÜTÇESİ	2006 Eylül	2007 Eylül	Artış	Oca-Eyl06	Oca-Eyl07	Artış	2007 T
Harcamalar	14,374,898	18,141,945	26.2%	129,423,325	153,959,562	19.0%	204,988,546
1-Faiz Hariç Harcama	10,883,797	12,349,288	13.5%	91,796,325	111,187,942	21.1%	152,042,522
Personel Giderleri	3,387,104	3,873,323	14.4%	28,201,025	33,037,687	17.2%	43,669,799
Sosyal Güv.Kur. Devlet Primi	405,149	471,709	16.4%	3,559,145	4,092,679	15.0%	10,101,779
Mal ve Hizmet Alımları	1,171,751	1,442,392	23.1%	11,119,249	13,631,877	22.6%	15,587,406
Cari Transferler	4,664,521	5,322,211	14.1%	37,802,350	47,691,738	26.2%	60,862,989
Sermaye Giderleri	785,194	784,647	-0.1%	6,042,183	7,551,032	25.0%	12,103,930
Sermaye Transferleri	229,141	204,182	-10.9%	2,016,928	2,626,056	30.2%	3,647,400
Borç Verme	240,937	250,824	4.1%	3,055,445	2,556,873	-16.3%	3,694,600
Yedek Ödenekler	0			0			2,374,619
2-Faiz Harcamaları	3,491,101	5,792,657	65.9%	37,627,000	42,771,620	13.7%	52,946,024
Gelirler	12,516,630	14,395,988	15.0%	128,038,589	141,786,578	10.7%	188,158,954
1-Genel Bütçe Gelirleri	12,104,009	13,993,408	15.6%	124,830,354	138,254,523	10.8%	183,460,083
Vergi Gelirleri	10,674,380	12,334,606	15.6%	102,005,960	111,656,696	9.5%	158,152,898
Teşebbüs ve Mülkiyet Gelirleri	499,317	280,745	-43.8%	6,386,240	6,881,509	7.8%	7,817,781
Alınan Bağış ve Yardımlar	19,397	34,399	77.3%	222,638	1,599,986	618.6%	480,118
Faizler, Paylar ve Cezalar	875,941	1,327,843	51.6%	15,963,617	12,108,795	-24.1%	14,443,470
Sermaye Gelirleri	34,974	15,815	-54.8%	251,899	6,007,537	AD	2,565,816
2-Özel Bütçeli İdarelerin Gelirleri	308,262	287,479	-6.7%	2,161,233	2,236,812	3.5%	3,263,692
3-Düzen. ve Denet. Kurum. Geliri	104,359	115,101	10.3%	1,047,002	1,295,243	23.7%	1,435,179
Bütçe Dengesi	-1,858,268	-3,745,957	101.6%	-1,384,736	-12,172,984	779.1%	-16,829,592
Faiz Dışı Denge	1,632,833	2,046,700	25.3%	36,242,264	30,598,636	-15.6%	36,116,432

çindeki oranı her sene artış göstermekte. 2007 bütçesinde de dolaylı vergilerin toplama oranı %64'e ulaşmakta. Öte yandan bu vergilerde eylülde görünen nisbi düzeltmeyi senenin kalan aylarına taşısak bile sene sonunda TL 9 milyar kadar bir gelir açığının oluşacağı görülmektedir. (Maliye de bu açığı farkederek 2008 bütçe sunumunda 2007 vergi gelirlerini TL 8 milyar kadar azalttı.)

◆ Giderlerde de benzer bir kötüleşme söz konusu. Her ne kadar ödenekler dondurulup gider harcamaları az gösterilse bile, bu ödemelerin er geç yapılması gerekmektedir. Bu durum bu seneki harcamaların hedefin için-

olacaktır. (Maliye bu seneki gider hedefini de TL 1.8 milyar artırdı).

◆ Vergi gelirlerindeki azalmaya karşılık özelleştirme ve diğer



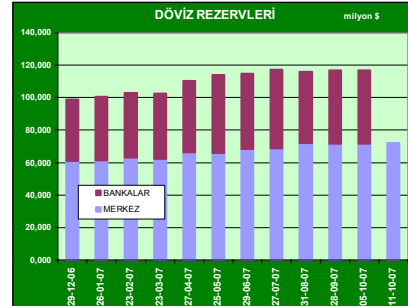
lafı edecek bir bütçe olmadığını şimdiden belirtebiliriz. Ayrıca, bu sene TL 150 milyar civarında gerçekleşmesini beklediğimiz vergi gelirlerinin seneye %14 artışla TL 171.2 milyar olarak hedeflenmiş olmasının hiç de gerçekçi olmadığını düşünüyoruz. %5 gibi ortalama bir büyüme ve %4 gibi iddialı bir enflasyon hedefiyle bu vergi gelirleri hedefi uyusmamaktadır.

Ödemeler Dengesi ve Dış Ticaret

◆ Ağustosta cari işlemler açığı piyasa beklentilerinin altında geldi. Özellikle dış ticaret açığının \$ 6.3 milyarla tüm zamanların rekorunu kırdığı bir ayda cari açığın daralmış olması olumlu.

◆ Detaylara baktığımızda ise cari açığı daraltan etmenin ağustosta \$ 3.4 milyar ile aylık bazda rekor kıran net turizm gelirleri olduğunu görüyoruz.

◆ Kalan aylarda değerli TL, ekonomik aktivitede göreceli canlanma, yüksek seyreden enerji fiyatları ve turizm gelirlerindeki azalma ile birlikte cari açığın tekrar artışa geçmesi şaşırtıcı olmayacaktır. Öte yandan doların sürekli değer kaybediyor olması, ağırlıklı olarak dolarla ithalat yapan ve euro ile ihracat yapan ihracatçıları rahatlatarak dış ticaret açığının artmasını bir ölçüde kısıtlamaktadır.



◆ Ağustos'ta \$ 2.3 milyar artış gösteren MB rezervleri o günden

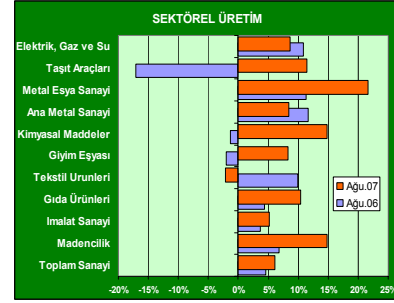
beri sabit bir düzeyde seyrediyor.

◆ TİM verilerine göre Eylülde ihracat geçen yılın aynı ayına göre %16.5 artış kaydederek \$ 8.95 milyar ulaşmış bulunuyor.

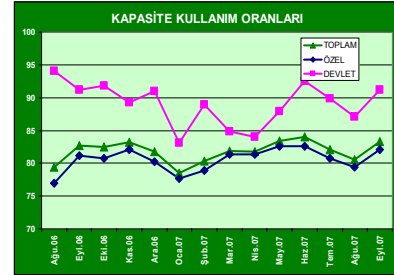
Üretim ve Büyüme

◆ Ağustosta toplam sanayi üretimi %6, imalat sanayi üretimi ise %5.2 büyüme gösterdi.

◆ Alt kalemlere baktığımızda tekstil dışındaki tüm sektörlerin yüksek büyüme oranı elde ettiğini görüyoruz. Metal eşya sanayindeki %22'lik büyüme dikkat çekici.



◆ Geçen aya göre %2,7, geçen yılın aynı ayına göre ise %0.9 artış gösteren özel sektör kapasite kullanım oranı da büyümenin devam etmekte olduğunu gösteriyor.



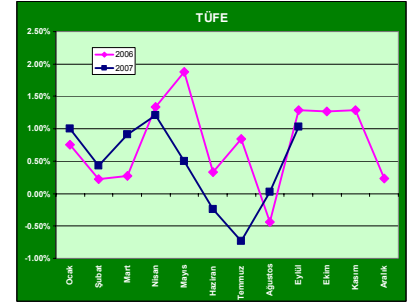
Enflasyon

Trend ekimde belli olacak

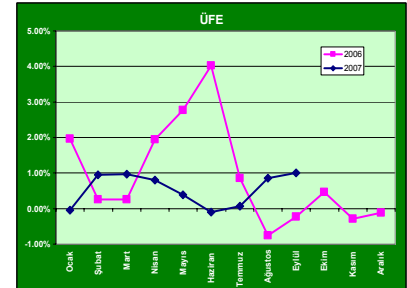
◆ Eylülde TÜFE %1.03, ÜFE ise %1.02 arttı. Son 12 aylık enflasyon TÜFE'de % 7.12, ÜFE'de ise %5.02 olarak gerçekleşti.

◆ Grafikten de görüldüğü gibi TÜFE'de belirgin bir artış olmasına karşın, oran geçen senenin altında kaldığı için, 12 aylık enflasyon da geriledi. Özellikle

ekim ayı enflasyonunun önümüzdeki dönemin trendini belirleyici olacağı görülüyor.



◆ Ana harcama gruplarına baktığımızda, bu ay beklendiği gibi en yüksek artışların gıda (%2.29), eğitim (%2.28) ve giyimde (%1.62) olduğunu görüyoruz.

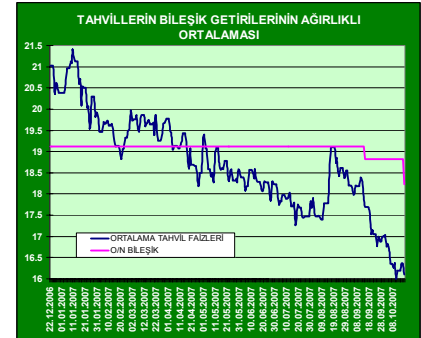


Faizler

İndirimler devam edecek mi?

◆ 13 eylülde faizleri 25 baz puan düşüren MB 17 ekimde piyasa beklentileri doğrultusunda faizleri 50 baz puan daha düşürdü.

◆ Aslında grafikten de görüldüğü gibi 2. piyasa faizlerinde ağustos başından beri gözlenen gevşeme MB'nin bu faiz indirimi-ni neredeyse mecbur kılmaktaydı.



◆ Her ne kadar MB bir yıldan beri faizleri fazlasıyla yüksek tutmuş olsa da, bugünkü konjonktürde gerek enflasyon, gerek iç talep, gerekse de kamu harcamalarındaki gelişmelerin bu faiz indirimlerini ne kadar desteklemekte olduğu çok tartışılır.

Parasal Göstergeler

◆ Artık para piyasalarında çok net bir trendden bahsedebiliriz. TL değer kaybedince, DTH'lar azalıyor, TL değer kazanınca DTH'lar artıyor. Nitekim, TL'nin değer kazandığı Eylül ayında

SUI GENERIS—sl'den devam

yansıtmadığını görmekteyiz.

Önemli olan bugün geldiğimiz konumdan çok, bugünden sonrası için sağlıklı ve sürdürülebilir bir yüksek büyüme ortamı oluşturup oluşturmadığımızdır. Maalesef, son 6 senede sürdürülebilir bir ortam sağlamaya yönelik ciddi bir efor sarfetmedik. Krizin bir anlamda tetikleyicisi olan ve müdahale edilmesi zaruri hale gelmiş olan bankacılık sektöründe gerçekleştirilen operasyonlar, global konjonktürün de desteğiyle biraz hız kazandırılmış olan özelleştirmeler ve vergi toplamada verimlilik sağlamaya yönelik bir kaç düzenleme dışında, son 6 senedir ekonomide kalıcı bir iyileşme yaratacak bir harekette bulunmadık.

Türkiye büyüklüğündeki az gelişmiş bir ülkenin tamamen serbest piyasa ekonomisine bel bağlayarak büyük bir kalkınma hamlesi gerçekleştirmesi ve zengin ülkeler ligine terfi etmesi her ne kadar kulağa hoş gelse de, tamamen bir hayaldir. "Nasıl dağdan su en doğal yolunu bularak ovaya inerse, serbest piyasa ortamında da ekonomideki kaynaklar en doğru ve verimli şekilde yollarını bulur" savı sadece her alanda tam rekabet şartlarının sağlanmış olduğu ütopyik ortamlarda geçerlidir. Dünya kapitalizm tarihinde tamamen serbest piyasa şartları

PARASAL GÖSTERGELER (milyon YTL)	1 05.10.2007	2 31.08.2007	3 29.12.2006	4 1/2	5 1/3
Dolaşımdaki Para	25,985	23,987	24,676	8.3%	5.3%
Vadesiz Mevduatlar	24,472	22,056	22,814	11.0%	7.3%
M1	50,458	46,044	47,491	9.6%	6.2%
Vadeli Mevduatlar	162,378	161,997	137,654	0.2%	18.0%
M2	212,835	208,040	185,145	2.3%	15.0%
DTH	103,821	109,213	101,399	-4.9%	2.4%
DTH (milyar\$)	86.6	82.5	71.8	5.0%	20.7%
M2Y	316,657	317,253	286,544	-0.2%	10.5%
Mevduat Bankaları Kredileri	200,351	198,152	170,578	1.1%	17.5%
Açık Piyasa İşlemleri	7,408	5,540	-1,098	33.7%	AD
Kamu Menkul Kıymetleri	148,730	149,863	138,046	-0.8%	7.7%
Dolarizasyon (DTH/M2Y)	32.8%	34.4%	35.4%	-4.8%	-7.3%

DTH'ların da \$ 4.1 milyar kadar artışı görülüyor.

◆ DTH'lardaki döviz bazında artışa rağmen, dolarizasyon oranında gerileme yaşandı. Bunun sebebi ise kurdaki gerilemenin DTH'ların TL cinsinden miktarını

altında "gelişmiş ülke" statüsünü elde etmiş bir adet ülke bile yoktur. Biz ise her zamanki plansızlığımız ve kolayca kaçma eğilimimiz ile Washington konsensüsüne bağlandık, bir yerlere gidiyoruz (ya da gittiğimizi sanıyoruz!)

Bazı yerli ve yabancı yorumcular özellikle borsa ve sermaye hareketlerindeki korelasyona bakarak, bizim de, kalıcı bir şekilde gelişmiş ülke statüsüne doğru ilerleyen BRIC ülkeleri yolunda gittiğimizi iddia etmektedirler. Ancak, BRIC ülkeleri ve Türkiye'nin ekonomik kaynakları, altyapıları ve yönetimleri arasında en ufak bir benzerlik bile yoktur. Ayrıca, bu ülkelerin hiç biri IMF'nin dogmatik serbest piyasa politikalarıyla ekonomilerine yön vermemektedir. Brezilya yerüstü doğal kaynakları ve senelerce devlet himayesinde geliştirdiği etanol üretimiyle bir avantaj yakalamışken, Rusya yeraltı doğal kaynaklarının zenginliği sayesinde palazlanmıştır. Hindistan'ın yetişmiş insan gücünün kalitesi, Çin'in ise sınırsız bir vasıfsız iş gücü ve çevresel denetimden yoksun ucuz üretim imkanları söz konusudur.

Dünyada büyüklük ve uyguladığı IMF güdümlü ekonomik politikalar bakımından bize benzer 2 ülke vardır. Bir tanesi bizim AB'ye eklemleme politikasının

azaltmış olması.

◆ Banka kredilerinde önemli bir artış gözlenmezken, kamu menkul kıymeti stoğunda bir azalma söz konusu.

bir benzerini NAFTA yoluyla ABD ile gerçekleştirmiş olan Meksika'dır. Bizde uygulanan anti-enflasyonist politikaları ve serbest piyasa reformlarının çoğunu Meksika bizden kabaca 5 sene önce gerçekleştirmiştir. Çok büyük miktarlarda Amerikan sermayesi çekmiş olan Meksika'nın dış ticaret hacmi bugün \$ 500 milyarın üzerindedir (Türkiye \$ 260 milyar). Ancak, aynı zamanda Meksika'da işsizlik oranı %28 civarında, suç oranı da çok yükselmiş durumdadır. Meksika'nın son 6 yıldaki ortalama büyüme oranı ise sadece %2.8'dir. Bizden daha küçük olmasına ve AB'ye şimdiden girmiş olmasına rağmen bize benzer politikalar uygulayan ve sorunlar yaşayan diğer bir ülke de Macaristan'dır. Macaristan da, daha iyi bir büyüme göstermesine rağmen, enflasyon ve kronik cari açık problemleri ile boğuşmaktadır. Ülkelerarası karşılaştırmalar ve geleceğe yönelik analizler yaparken, neden bize çok benzer bu 2 ülkenin gündeme getirilmeyip de, bizle hiçbir benzerlik göstermeyen BRIC ülkelerinin gündeme getirildikleri ise gerçek bir muamma doğrusu.