

### Makro Ekonomi ve Strateji

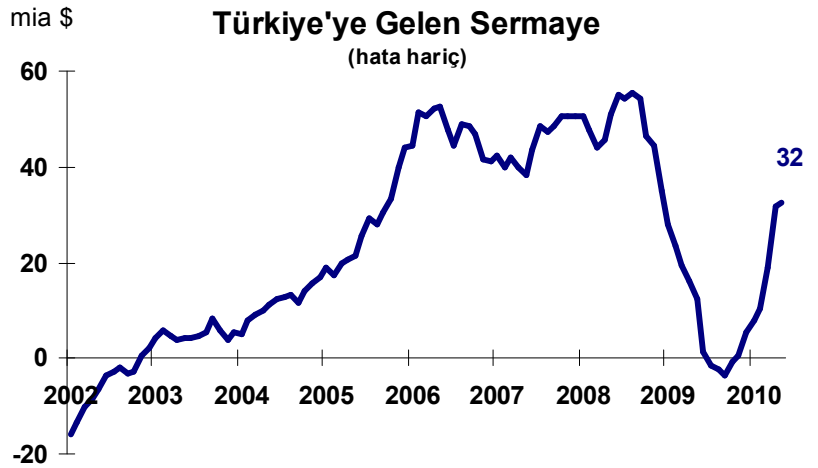
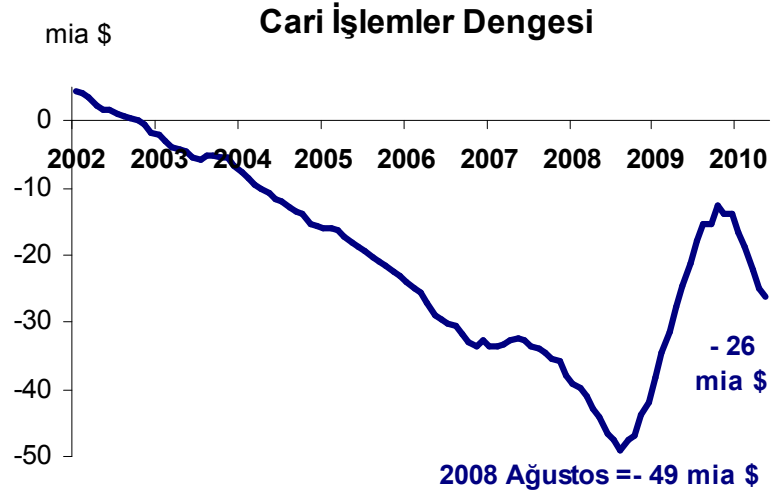
#### Cari Açık'taki Artışa Değil, Nasıl Arttığına Dikkat !...

Türkiye'de uygulanmakta olan ekonomik modelin gerektirdiği cari denge sorunu yeniden ekonomi gündemindeki yerini almaya başladı. 2010 Ocak-Mayıs dönemindeki cari denge açığı 17.4 milyar \$'a, son 12 aydaki cari açık ise 26 milyar \$'a çıktı (yandaki grafik). İlk 5 aydaki rakam 2009'un tümünün üzerine çıkınca ve yıllık rakam 2009 sonunda göre %87 gibi yüksek bir hıza ulaşınca piyasalar doğal olarak "ne oluyoruz" demeye başladılar. Bu raporumuzda vereceğimiz iki önemli mesajdan biri "**cari açığı bu artış hızından fazla endişe edilmemesi gerektiği**". Diğeri ise "**bu artışın 2003-2007 dönemindeki gibi sağlıklı bir yapıda gerçekleşmiyor oluşu**".

#### Cari Açık Neden Artar ?...

Ödemeler dengesindeki gelişmelerin nasıl yorumlanması gerektiğini göstermek yıllardır DenizBank raporlarının önemli bir misyonu oldu çünkü politikacılar ve piyasalar bir yana ödemeler dengesini doğru yorumlayamayan (ya da eksik kalan) akademisyenler bile var.

Ekonominin ne kadar (ve nasıl) döviz kazanıp harcadığını gösteren cari işlemler dengesi, ülke ekonomisinde harcamaları finanse edecek yeterli tasarruf olmayıp yabancı tasarruflar ithal edildiğinde (yani dışardan sermaye girişi olduğunda) bozulmaya başlar. Gelen sermaye ile ekonomi tüketim ve yatırım harcamaları için gerekli ithalatı yapabilir. Örneğin, tüketim malları ya da içeride üretim için makine veya aramal ithal edenler dış ticaret kredileriyle bunu borçlanarak yapabilirler. Ekonomi büyüdükçe (şirketler satış yapabildikçe) de bu borçlarını döndürebilirler. Dolayısıyla, cari denge açığı olan bir ekonomiye döviz girişi var demektir ve cari açıktan ziyade bu döviz girişinin ne işe yaradığı ve



hangi kanallardan geldiği çok daha önemlidir. Kimse geri alamayacağı bir borcu vermez. Eğer Türkiye ekonomisine bir döviz girişi varsa (borç veya farklı kanallardan) ekonomide bunu destekleyecek olumlu gelişmeler vardır.

Bu bağlamda cari açık artıyor çünkü Türkiye ekonomisine döviz (yurtdışından sermaye) girişi var (yukarıdaki grafik). Cari açığın da zirve yaptığı 2008 Ağustos ayında 55 milyar \$'ı geçerek zirve yapan sermaye girişi 1 sene içinde sıfırlandı ve 2009'un 3. çeyreğinden itibaren de yeniden hızla artmaya başladı. Ekonomi bu sayede döviz harcamalarını (yani ithalatını) yeniden yapabilecek hale geldi. Bu sayede Türk ekonomisi 2009'un son çeyreğinde ve 2010'un ilk çeyreğinde sırasıyla %6 ve %12 büyüdü.

Doğal olarak, ithalat petrol ve enerji gibi mecbur kalınırsa ya da "ucuz" diye yapılır. Örneğin, tekstil/konfeksiyon ihracatçıları düşük kurlar sayesinde daha ucuz diye (kalitesiz de olsa) yurtdışından pamuk ithal eder ve yurtiçindeki pamuğu almazlar (ya da kayıt dışına kayarlar ve bir çok analist aslında verimlilik arttırdıklarını sanır). Üstelik bankalar bu alımları GSM kredileriyle de desteklerler (ABD'nin kendi üretimine talep yarattığı ve yerel bankalar üzerinden kullandığı finansman imkanı). Zamanla yurtiçindeki pamuk üretimi azalır. Bir gün kurlar yeniden yükselirse de hemen ithalatı yurtiçi pamuk üretimiyle ikame etmek mümkün olmaz; en azından zaman alır. Cari denge açığı bu bağlamda orta ve uzun vadede büyük bir sorundur; sürekli cari denge açığına (yani dış borç artışına) dayanan bir ekonomi politikası sürdürülebilir değildir.

Çoğu ekonomist öyle yansıtırsa da cari denge açığı sadece "iç tasarruf azlığı" demek değildir. İç tasarruflar yüksek olsa bile ekonomi o kadar çok yatırım ve tüketim harcamaları yapıyordur ki, yüksek tasarruf seviyesi bile yetmeyebilir. Bu tüketim ve yatırım harcamaları öyle olması gerektiği için, yani demografik yapının büyük bir istihdam ihtiyacı olduğu için yapılıyor da olabilir. Ama ekonomide balon oluştuğu, aşırı ısındığı ve kamu ya da özel sektör bütçesini (geri ödenecek borç dahil) gereksiz yere çok fazla aştığı için de olabilir. O zaman da otoritelerin müdahale etmesi gerekir. Türkiye %20'lere yaklaşan tasarruf oranıyla aslında tasarruf büyüklüğü açısından fena durumda değildir. Ama ekonomi demografik yapısı sayesinde çok hızlı büyüyebilmekte ve bu tasarrufların da ötesinde kaynak ihtiyacı olmaktadır. Uyguladığı ekonomik model bunu engelleyemez (ve zaten amacı da o değil). Sürekli cari açık yükselir. Ondan sonra da doğru ya da yanlış alarm zilleri çalmaya başlar. Uygulanmakta olan ekonomik model aşırı hızda büyüyen ekonomiyi kontrol edebilecek mekanizmalara sahip olmalıdır (bu tek başına para politikasıyla olamayabilir).

## Cari Açık Neden Bu Hızda Arttı ?...

Son aylarda cari açık hızla artıyor çünkü;

1. Krizde çift hanelerde küçülen ekonomi yeniden hızla çift hanelerde büyüyerek eski üretim seviyelerini yakalamaya çalışıyor. Krizde geri çekilen bankalar yeniden yurtdışından borçlanıp şirketlere kredi imkanı yaratmaya başlıyorlar. Kriz döneminde duran Hazine yeniden yurtiçinden ve yurtdışından döviz borçlanıyor. Talep düştü diye üretimlerini kısın ve bu arada stoklarına yüklenip azaltan şirketler talebin yeniden canlanmaya başladığını görünce hem üretimlerini hem stoklarını normal seviyelerine doğru arttırmaya başladılar. Bankaların artan finansman imkanları bu dinamiği destekliyor. Yine krizde yatırımcılarını durduran ya da yavaşlatan şirketler yeniden fizibiliteyi güçlü yatırımlarını devreye sokuyorlar.
2. Ekonomideki çıkış iç talep liderliğinde oluyor, ihracat 2003-2008 dönemindeki parlak performansında uzak, daha geç toparlanan bir durumda. Krizde (rakiplere göre) fazla bir kur avantajı elde edilememesi, en önemli ihracat pazarının sorunlu olması, iç talebin daha esnek olup hızlı artarak ithalatı patlatması gibi nedenlerden dolayı ihracattan %60 daha büyük olan ithalat ihracattan çok daha hızlı artıyor. Yılın ilk 5 ayında ihracat (hem de geçen yılın krizin en şiddetli olduğu aynı dönemindeki kötü seviyelerine göre) %16 artabilmişken enerji dışı ithalat %38 arttı.
3. 1. maddedeki dinamiğe paralel olarak, düşerken hızla düşen cari açık çıkarken de hızlı çıkıyor. Diğer bir deyişle, istatistiki etki. Ama düşerken rahatsız etmeyen cari açık çıkarken rahatsız ediyor.

4. Kriz dönemi ile kıyastan bağımsız olarak, yılın ilk 5 ayı zaten hep cari denge açığının arttığı bir dönem çünkü Türkiye net bazda mal ithalatçısı iken hizmet tarafındaki turizm liderliğindeki net ihracat konumuyla bunu dengeliyor. Hem mevsimsel olarak cari denge açığı gelecek aylarda daha az artacak (çünkü aylık bazda fazla vermeye başlayacağız) hem de geçen yaz krizin yarattığı endişeyle evlerinde oturan turistler bu yıl daha fazla tatil yapacaklar (tabi bu daha fazla harcama yapacaklar ya da oteller fiyat düşürmeyecekler demek değil ama inşallah öyle olmaz). Yani bu yıl yaz dönemindeki cari fazla büyük olasılıkla geçen yıldan daha fazla olacak ve yıllık rakamdaki hızlı gidişi yavaşlatacak.

Özetle, cari denge açığındaki hızlı artışın çok makul sebepleri var. Sürpriz değil. Ekonomi normalleştiği cari denge açığındaki bu bir tür “ara kapama” çabası da bitecek. Artış devam edecek ama çok daha yavaş olacak.

### Dikkat Edilmesi Gereken...

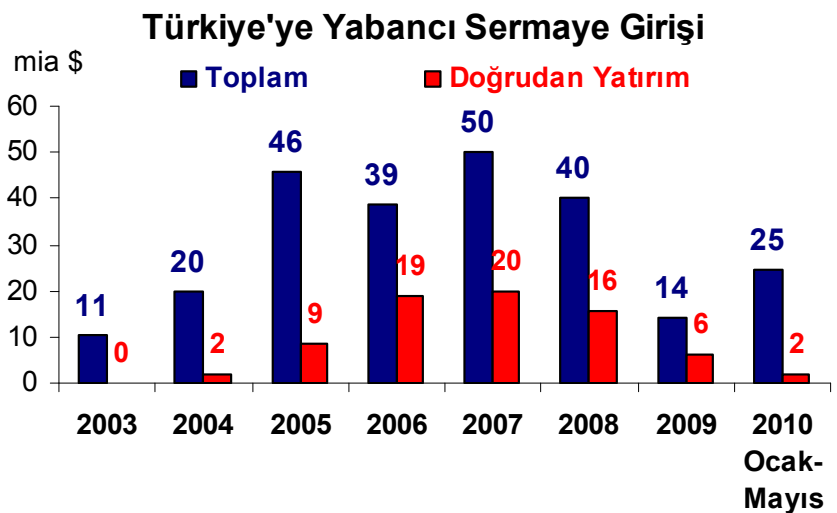
Yukarda bahsettiğimiz sebeplerin çoğu geçici ama ihracattaki sıkıntıya özel olarak dikkat çekmek gerekir çünkü geçici olmayabilir. 2003-2008 döneminde cari açık artarken hem ithalat hem de ihracat hızla artıyordu. Ekonominin döviz kazanma kabiliyetinde sorun yoktu, sadece kazandığından daha fazla harcıyordu (parite etkilerini hep bir kenara bırakıyoruz; uzun vadeli bir analizde bunu yapabiliriz). Ama şimdiki gidişat ekonominin döviz kazanma kabiliyetinde sıkıntı gösteriyor. Üstelik döviz harcama isteği eskisi gibi güçlü hale geldiği halde. Bu nedenle dikkat etmek gerekir.

Avrupa'daki talep sorunu Japonya'da olduğu gibi uzun sürebilir çünkü hem Japonya gibi demografik yapıları doğal akışında iç talep üretilmiyor hem de bütçe açıkları ve kamu borçları nedeniyle Avrupa'nın sosyalist yapısı artık eskisi kadar iç talebi destekleyebilecek durumda değil; hatta köstek olacak durumda. Bu süreçte ihracatçıların “normalden çok daha fazla kur desteğine” ihtiyaçları olabilir. “Olsun, ihracat desteği olmasa da iç talep üzerinden büyürüz” gibi bir yaklaşım da yanlış olur çünkü (bugün için erken ama) bu sıkıntının kalıcı hale geldiği düşünüldüğü anda ekonomi döviz borçlanabilmekte ve dolayısıyla iç talebini de finanse etmekte zorlanmaya başlar. O zaman da döviz kurları mecburen yükselip ihracatı desteklemek zorunda kalır.

### Sermaye Girişine de Dikkat !...

Sermaye girişinde en dikkat çeken gelişme, doğrudan yatırımların eski parlak günlerinden çok uzakta olması. 2005-2008 döneminde yılda ortalama 16 milyar \$ seviyelerinde gerçekleşen doğrudan yatırımlar, 2009 yılında 6 milyar \$'a geriledi ve bu yılın ilk 5 ayındaki girişe bakılırsa 2010 yılında 6 milyar \$ bile yüksek kalacak (aşağıdaki grafik).

Doğal olarak, Türkiye doğrudan yatırımların yüksek olduğu dönem kadar banka satamıyor (hatta alanların çıkmaları söz konusu), özelleştirme yapamıyor ve yabancılara Akdeniz ve Ege kıyılarında eskisi kadar gayrimenkul satamıyor. Doğrudan yatırım, borç şeklinde gelmediği ve çok daha fazla istihdam yaratmaya yönelik olduğu için yatırımcıların, rating şirketlerinin en çok görmeyi arzu ettiği finansman şekli ve maalesef iyi gitmiyor. Yakın zamanda bu gidişatı değiştirecek bir beklenti de yok.



Benzer şekilde 2005-2008 döneminde yatırımlarını çift haneli hızlarda büyüten ve bu amaçla yurtdışından ciddi şekilde uzun vadeli finansman sağlayan şirketler de yatırımlarında eskisi kadar korkusuz ve iştahlı değiller. Projelerde ince elenip sık dokunuyor ve proje finansmanı ve uzun vadeli yatırım kredileri bir-iki sektörde yoğunlaşıyor. Global kriz sonrasındaki trend devam ediyor ve şirketler yurtdışından sağladıkları uzun vadeli kredilerden daha fazla geri ödeme yapıyorlar (aşağıdaki grafik). Bu reel sektörün finansal yapısı açısından belki sağlıklı ama ekonominin hızlı büyüme dinamiğini yavaşlatacak bir gelişme.

Bu nedenle sermaye girişi şimdilik bankalar ve Hazine borçlanması üzerinden gerçekleşiyor. Bankaların kredi risklerini doğru ölçtükleri varsayımıyla bunda bir sorun yok. Sermaye yeterlikleri, likiditeleri, kaldıraçları ve sorunlu kredi düzeyi gayet iyi. Bu kredileri doğru kullanacaklarına yönelik bir endişeye gerek yok. Hazine tarafında ise iki kere düşünmek gerekir çünkü bütçe dengesi krizden sonra ekonominin normalleşmesiyle bolca vergi geliri yaratıyor ve olumlu bir hava yaratıyor ama harcamalarda pek bir disiplin yok; gayet hızlı artıyor. Faiz, personel ve sosyal güvenlik dışı harcamaları 2010'un ilk yarısında 2009'a göre dile kolay %64 arttı. Durum öyle değil henüz ama kamu finansmanı ile artan cari açık kadar kötü bir şey olmadığını Yunanistan, Portekiz ve benzerleri bize açık şekilde gösterdi.

### Yurtdışı Uzun Vadeli Borç Çevirme Oranı

