

Nisan '06

## İçindekiler

- 1 Yüksek faiz politikası bankalara talebi körüklüyor
- 1 Bütçeyi sağlam tut, gerisi gelir
- 2 %7.6 büyüme herkese sürpriz oldu
- 3 Enflasyon doğru yolda ilerliyor

SAYI: 04/06

- Turkish Yatırım Araştırma Birimi tarafından her ay yayınlanır.
- Baskıya giriş tarihi: 12.04.2006
- 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. Raporu ücretsiz olarak üye olmak isteyenler, e-mail adresine başvurabilirler.

Baskı: Doğan Can Ofset tel: (212) 5675383

## Kilometre Taşları

Ege Cansen

### YABANCI DAMAT

Türk bankacılık endüstrisinin, nihayet bir Yunanlı damadı da oldu. Trakyalı bir Rum aileden gelen ve dedeleri iş yapmak için Kahire'ye yerleştiği için soyadı "Arapoğlu"na dönen bir Atinalı işadamı 2,7 milyar dolar gibi çok ciddi bir para vererek, Finansbank'ın patronu oldu. Dikkatinizi çekerim; aile etnik aidiyet olarak Rum milletinden, yerleştikleri yer bir Arap ülkesi, ama aldıkları soyadı Türkçe. Demek ki, kendilerini Türk olarak görüyorlar. Ne mutlu, Türküm diyene! Bundan daha 5 yıl önce tamamı "sermayesinin 2/3'nü kaybettiği için hukuki olarak iflâs kertesine gelen" ve 20'si fiilen batan bankalarımızdan sağ kalanlar, ne oldu da bu kadar değerlendi? Bu mutlaka cevap verilmesi gereken bir sorudur. İşte cevaplar:

1. Türkiye'de reel faizler (Brezilya hariç) Dünya'da en yüksek seviyededir. Yani para, en çok Türkiye'de para getirmektedir.

2. Dünya'da kum gibi para vardır. Pasifik ülkeleri sayesinde bu miktar her gün artmaktadır. Biraz gözünü karartan bir bankacı, Türkiye'de dolaylı veya dolaysız "açık pozisyon"la, inanılmaz kârlar elde eder.

3. Türkiye'de daha uzun yıllar "yüksek faiz-düşük kur" ilkesinin egemen olacağına dünya âlem inanmıştır. Merkez Bankası sırf açık pozisyoncuları rahat uyutmak için, durmadan rezerv biriktirmektedir.

4. Türkiye büyük ve büyüyen bir ülkedir. Son derece dinamik bir toplumdur. Türkiye'ye yatırım yapıp da zararlı çıkan yabancı, hemen hemen yok gibidir. Refahı

tabana yaymada başa bela gibi duran nüfusumuz, burada işe yaramaktadır.

5. Türkiye AB'nin nikahlı bir üyesi olamasa bile, AB ile birlikte yaşamaya devam edecektir. Bu, Türk ekonomisinin, AB ekonomisine "fiyatlar" bakımından benzemeye devam edeceğinin en büyük teminatıdır. Hal böyle olunca Türkiye'de varlık fiyatları; ister menkul, ister gayrimenkul olsun, hâlâ ucuz durmaktadır. Çünkü Avrupa'da da Amerika'da da varlık fiyatları "boom" dönemindedir.

Haydi, hayırlı ortaklıklar olsun. Bravo Hüsnü bey.

## Sui Generis

Tuğrul Belli

### SIKI MALİYE POLİTİKASI ESASTIR!

Benim her zaman iddiam maliye politikasının ekonomik gidişatın asıl belirleyicisi olduğudur. Zayıf bir maliyesi olan ülkenin borçlarını yönetmesi, enflasyonla savaşabilmesi, ekonomide verimliliği sağlaması, reel sektörü harekete geçirecek kaynakları ortaya çıkarması ve dış şoklara karşı kendini savunması imkansızdır. Hele, Türkiye gibi risk algılaması yüksek ve para birimi "hard currency" olmayan bir ülkenin bütçe açıklarıyla istikrarlı bir kalkınma sağlaması söz konusu değildir. Bu söylemimi 1993 yılından beri sadece bu yayında değil her platformda yineledim. Nitekim son 4 yılın gelişmeleri bu konudaki ısrarımın doğruluğunu da ispatlar nitelikte.

Öte yandan son 4 yıldır, Serdengeçti'yi de "maliye politikası"na güvenmemek ve bu nedenle de faiz indirmede olumlu global konjonktüre rağmen geç kalmakla suçladım. Ancak bugün gelinen noktada

## Bütçe ve Kamu Finansmanı

◆ Ocaktaki 2 milyar YTL bütçe fazlası Şubatta açığa dönerek 2 ay toplamını da 489 milyon YTL açığa çevirmiş bulunuyor. Martta ise bütçe nakit gerçekleştirmeleri 520 milyon YTL bütçe fazlası verildiğini gösteriyor. Ancak resmi bütçe giderleri ile nakit bütçe giderleri arasında ilk 2 ayda 3 milyarın üzerinde bir fark var. Nihayetinde nakit giderlerin de bütçeye gider yazılacağını dikkate alırsak ilk 3 ay sonunda nakit

BÜTÇE DENGESİ	2006	2005	Fark	2006
(milyon YTL)	Oca+Şub	Oca+Şub	%	Tahmini
<b>Harcamalar</b>	<b>26,915</b>	<b>20,363</b>	<b>32.2%</b>	<b>174,321</b>
1-Faiz Hariç Harcama	17,890	12,292	45.5%	128,062
Personel Giderleri	6,191	5,597	10.6%	36,021
Sosyal Güvenlik Kur. Devlet F	844	755	11.8%	4,975
Mal ve Hizmet Alımları	1,388	600	131.2%	17,721
Cari Transferler	8,150	4,987	63.4%	49,108
Sermaye Giderleri	646	27	2266.0%	12,452
Sermaye Transferleri	1	52	-98.1%	1,834
Borç Verme	670	273	145.5%	4,256
Yedek Ödenekler	0	0	-100.0%	1,695
2-Faiz Harcamaları	9,024	8,071	11.8%	46,260
<b>Gelirler</b>	<b>26,426</b>	<b>19,067</b>	<b>38.6%</b>	<b>160,326</b>
1-Genel Bütçe Gelirleri	26,147	18,616	40.5%	156,214
Vergi Gelirleri	21,313	15,145	40.7%	132,199
Vergi Dışı Gel.	4,694	3,005	56.2%	21,372
Sermaye Gelirleri	65	24	174.4%	2,269
Alınan Bağış ve Yardımlar	74	442	-83.2%	0
2-Özel Bütçe Gelirleri	225	451	-50.1%	2,962
3-Düzen. ve Denet. Kurul.Gel.	54			1,149
<b>Bütçe Dengesi</b>	<b>-489</b>	<b>-1,296</b>	<b>-62.3%</b>	<b>-13,996</b>
<b>Faiz Dışı Denge</b>	<b>8,536</b>	<b>6,775</b>	<b>26.0%</b>	<b>32,264</b>

gerçekleşmelere göre bütçe açığının 5.8 milyar olduğunu dikkate almalıyız. Geçen senenin aynı döneminde bütçe nakit açığının aynı miktar, yani 5.8 milyar olduğunu hatırlarsak, **'bütçeye dikkat'** diyoruz. Üstü kapalı memur zamları, kurumlar vergisi indirimi, gelir getiren KİT'lerin satılmış olması, tekstilde KDV indirimi ve sosyal sigorta reformunun geç kalması bütçenin geleceği üzerinde ister istemez soru işaretleri oluşturuyor.

## Ödemeler Dengesi ve Dış Ticaret

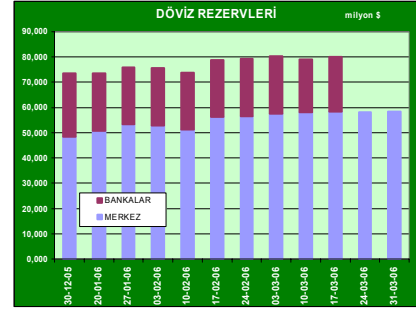
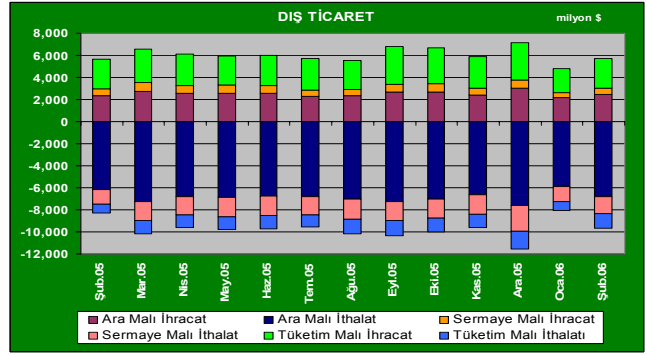
◆ İlk 2 ayda cari işlemlerdeki artış devam ediyor. 2 ayın cari açığı \$ 5.9 milyar ulaşırken, son 12 aylık açık da \$ 25.3 milyara

yükseldi. Bunda uzun tatil ve hava koşulları nedeniyle dış ticaret açığının artmış olmasının yanısıra petrol fiyatlarının geçen senenin aynı döneminin oldukça üzerinde seyrediyor olmasının önemli bir etkisi var.

◆ Öte yandan finans hesabında şubatta rekor miktarda girişler göze çarpıyor. Bu girişin yarısının özelleştirme geliri olduğunu belirtelim.

◆ TİM verilerine göre ihracatta martta ciddi bir toparlanma görülüyor. \$ 7.5 milyar olarak gerçekleşmesi beklenen ihracat geçen senenin mart ayının %13.2 üzerinde, ki bu dönem içerisinde dolar euroya karşı %10 kadar da değer kazanmış vaziyette. (Euro üzerinden ihracatımızın dolar değeri düştü.)

◆ İlk 3 ayda MB'nin rezervleri "daralan" likidite ortamında \$ 10 milyar arttı.

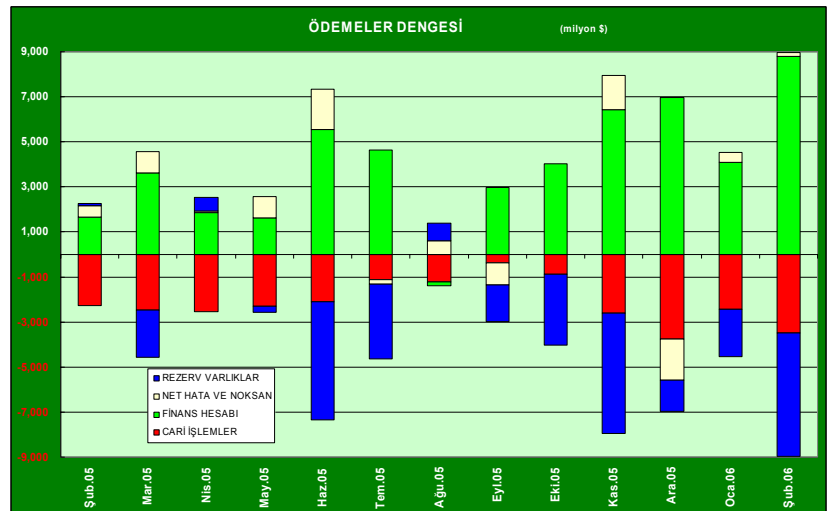


## Üretim ve Büyüme

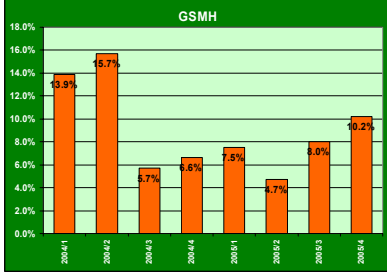
**Gene rekor bir büyüme: %7.6**

◆ 2005 milli gelir büyüme rakamı piyasa beklentilerinin çok üzerinde %7.6 olarak açıklandı. GSMH \$361 milyara ulaşırken kişi başına düşen milli gelir de \$ 5,008 oldu.

◆ Son çeyrek büyüme hızı %10.2 gibi çok yüksek bir oranda gerçekleşirken, daha önce açıklanmış olan ilk 3 çeyreğe ilişkin büyüme rakamları da 4. çeyrek ve 2005 tüm yıl büyüme rakamları



açıklanırken önemli bir şekilde yukarı doğru revize edilmiş bulunuyor. 9. ay açıklamasında çeyrekler itibarıyla büyüme hızları sırasıyla %5.3, %3.4 ve %7.3 olarak açıklanmışken, geçen hafta yayınlanan nihai sonuçlara göre büyüme hızları sırasıyla %7.5, %4.7 ve %8.0'a yükseltilmiş bulunuyor. Bu önemli bir revizyon.



◆ Revizyonları bir manipülasyon olarak görmek yanlış. Tarihi olarak baktığımızda yıl içi rakamlarının yıl sonunda her zaman revize edildiği görülmekte. En çok revizyon da hasat ayları olan 3. çeyrekteki tarım rakamlarında söz konusu oluyor. Ancak ilginç olanı (ki bu istatistik biliminin bir cilvesi) revizyon sonrasında cari fiyatlarla 3. çeyrek üretimi azalmış görünürken, sabit fiyatlarla üretimin artış gösteriyor olması. Her ne kadar bu durum ilk başta mantığa ters görünüyorsa da, bir izahı mevcut. Diyelim ki üretimi artmasına rağmen buğday birim fiyatları 2005'de (üretim artış oranından daha fazla bir oranda) düştü. Bu cari fiyatlarla buğday üretim değerinin düşmesi anlamına geliyor. Ancak analizi geçmiş yılın sabit fiyatlarıyla yaparsak bu sefer de buğday üretiminin artmış olduğunu görüyoruz.

◆ Revizyonlarla ilgili diğer bir iddia, son 3 aydaki resmi TÜFE artışının %3.6 olmasına karşın, bu dönemde milli hasıla ortalama deflatörünün sadece %0.9 olması. Öncelikle üretim üzerinden hesaplanan milli hasılının TÜFE değil, ÜFE artışıyla kıyaslanması

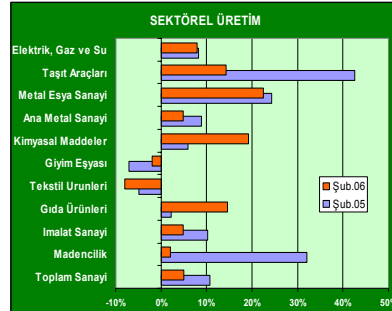
gerekir. Böyle bakıldığında 2005'in son 3 ayında ÜFE'nin değil artış, %0.3 azalış gösterdiğini görüyoruz. Keza senelik deflatör de %5.4 ile senelik ÜFE olan %2.7'nin oldukça üzerinde. Maalesef manipülasyon yorumlarını yapanları bilgisiz veya kötü niyetli olarak değerlendirmek durumundayız.

◆ Beklentileri yanıltan diğer bir olgu da 2005 sanayi üretiminin özellikle son çeyrekte büyüme oranının oldukça altında kalmış olması. 2005'de aylık sanayi üretim endeksi ortalama olarak %5.5 büyürken milli hasıla artışı %7.6 oldu. Halbuki 2004'de aylık sanayi üretimi %10 civarında artmıştı, milli hasıla büyüme oranı da buna paralel olarak %9.9 olmuştu.

◆ Farkın sanayi dışında yüksek büyüme gösteren inşaat, ticaret ve ulaştırma sektörlerinden ve ithalat vergilerinden kaynaklandığını görüyoruz.

◆ Şubatta toplam sanayi üretimi %4.9 artarken tekstil ve giyim sektöründe artık kanıksanmış olan azalmalar devam etti.

◆ Mart otomotiv sanayi rakamları bu sektördeki büyümenin sağlıklı bir şekilde devam ettiğini gösteriyor. Mart'ta geçen senenin aynı ayna göre toplam taşıt araçlarındaki üretim artış oranı %18.2 olarak gerçekleşti.

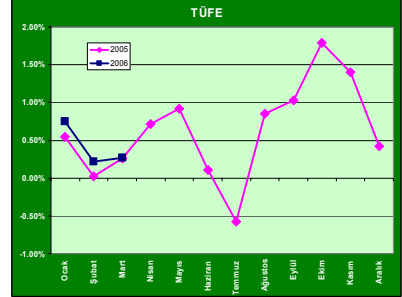


## Enflasyon

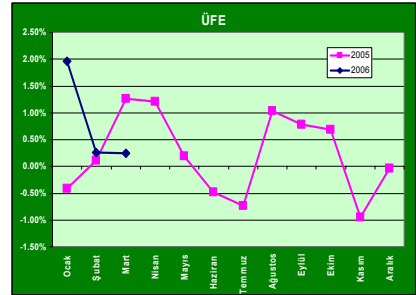
**Enflasyon %5 hedefinde ilerliyor**

◆ Martta TÜFE %0.27 ve ÜFE %0.25 olarak gerçekleşti. Yıllık

enflasyon TÜFE'de %8.16, ÜFE'de ise %4.21 oldu. Böylece enflasyon her ne kadar sene başında enflasyon hedeflemesi programıyla belirlenen "hedefle tutarlı patika" olan %7.4'ün biraz üstünde kalsa da "belirsizlik aralığı" üst sınırı olan %9.4'ün de altında kalmayı başardı.



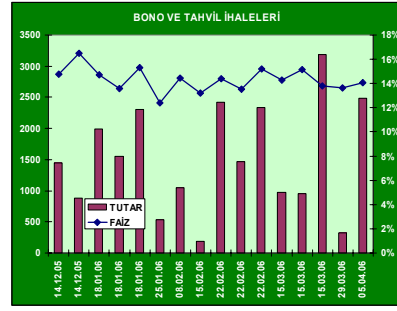
◆ Grafikten de görüldüğü gibi TÜFE hem arz (petrol fiyatları), hem de talep (iç tüketimin canlılığı) tarafındaki artışlara rağmen iyi bir performans gösteriyor. Geçen sene düşük geçen ilk 3 ayı paralel oranlarla geçtikten sonra, TÜFE'de önümüzdeki 3 ayda önemli düşüşler görebiliriz. 6. ayın sonunda TÜFE'nin %7.5'in altına gelmesi sürpriz olmayacaktır.



## Faizler

◆ Faizler uzun bir süredir %14 civarlarına oturmuş görünüyor. Enflasyon oranlarının yıllık bazda henüz gerilememiş olması, Fed faizlerinde süregelen artışlar, global likidite akışının geçici de olsa yavaşlamış olması ve MB'nin bu şartlar altında günlük faizleri düşürmemesi bono faizlerinde de beklendiği gibi bir

durağanlık yarattı.



◆ Önümüzdeki dönemde MB'nin 0.25 puanlık indirimleri gündeme gelebilir. Ancak son derece gereksizce yaratılmış olan MB başkanı krizinin bir an önce mutlaka çözülmesi gerekiyor.

## Parasal Göstergeler

◆ MB rezervlerindeki \$ 10 milyarlık genişlemeye ve yüksek

**SUI GENERIS**—s1'den devam da hem global konjonktürün tersten esmeye başlama ihtimalinin belirmesi, hem de zaten reel faizlerin mantıklı seviyelere doğru gelmiş olması nedeniyle, hızlı bir faiz indirme politikasının artık geçerliliğinin kalmadığını savunuyorum. Hangi açıdan bakılırsa bakılsın, reel olarak yüksek bir değerde bulunan TL'nin zayıflatılması için de parasal genişlemede aşırıya kaçılmamaya dikkat ederek günlük ihaleler ve "ad hoc" alım müdahalelerinin yeterli olduğunu düşünüyorum.

Her ne kadar bir "dedolarizasyon" sürecinde isek de, Türkiye'nin her zaman dolara ve euroya (eskiden mark'tı) bir aşinalığı vardır. Bu nedenle yüksek oranlı suni devalüasyonlarla bu ülke kalkınmaya değil, enflasyon savaşında büyük bir yenilgiye ve istikrarsızlığa sürüklenir. Devalüasyon istekleri abesle iştigaldir. Ayrıca, ülke parasını aşırı zayıf tutmak yurtdışına köle hizmeti sunmayla birebirdir. Çin aslında şu anda bunu yapıyor. Umut ettiği ve kısmen gerçekleşen olay ise ihracatın bilgi birikimi ve dış kaynak sağlayacağı beklentisidir. Eğer fakir ama mini-

PARASAL GÖSTERGELER	1	2	3	4	5
(milyon YTL)	24.03.06	24.02.06	30.12.05	1/2	1/3
Dolaşımdaki Para	19,311	18,192	18,276	6.2%	5.7%
Vadesiz Mevduatlar	20,257	19,861	23,483	2.0%	-13.7%
M1	39,568	38,053	41,759	4.0%	-5.2%
Vadeli Mevduatlar	121,101	116,681	111,387	3.8%	8.7%
M2	160,669	154,734	153,146	3.8%	4.9%
DTH	78,591	79,574	76,440	-1.2%	2.8%
DTH (milyar\$)	59.0	60.6	56.9	-2.7%	3.6%
M2Y	239,260	234,308	229,587	2.1%	4.2%
Mevduat Bankaları Kredileri	127,892	121,759	120,994	5.0%	5.7%
Açık Piyasa İşlemleri	18,138	13,269	4,983	36.7%	264.0%
Kamu Menkul Kıymetleri	132,274	133,328	128,679	-0.8%	2.8%

günlük likiditeye rağmen, parasal büyüklüklerde anormal bir artış gözlenmiyor.

◆ İlk 2 ayda cuzzi bir artış gösteren mevduat bankaları kredileri ise martta ciddi bir genişleme içinde.

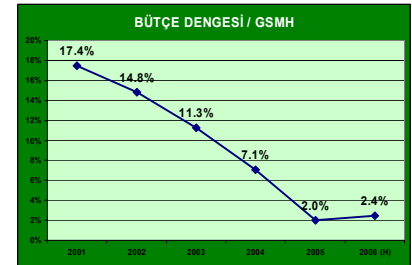
◆ Kredilerin mevduata dönüşüm oranı ve mevduatlar içinde YTL'nin payı müsbet bir biçimde artış göstermeye devam ediyor.

mum geçim (subsistence) düzeyinde barınma ve yiyecek ihtiyaçlarını karşılayabilen, güçlü merkezi sistemi olan ve uçsuz bucaksız topraklarınızın üretim fiyatlarına yansıtmadığınız bir biçimde kirlenmesini ve işçilerinizin sosyal güvenliğini düşük düzeyde tutabilmeyi göze alan bir ülkeyseniz, bu tip bir reform son derece rasyonel olabilir. Ancak Türkiye bu derece fakir bir ülke değil (hiçbir zaman da olmadı) ve işgücünü köle fiyatlarıyla satmaya ihtiyacı yok.

Maliye politikasının önemiyetini bu kadar vurguladıktan sonra, bu konuda ne durumdayız ve ileriye doğru hükümetin beklentileri ve olası riskler nelerdir, bunlara çok kısa değinelim. Grafikte son 5 yılın bütçe açıklarının GSMH'ye oranı verilmektedir. Görüldüğü gibi dünya bütçe açığı rekoru sayılabilecek bir seviyeden son derece makul bir seviyeye istikrarlı bir düşüş söz konusudur. Hatta 2005 yılı için gerçekleşen %2 oranı Hükümetin tahminlerinin bile ötesindedir. (Bunun başlıca sebebi akaryakıt ÖTV'sinden ve ithalat KDV'sinden beklenenin üstünde gelir sağlanmasıdır.)

Hükümetin 2006 bütçesine koyduğu

bütçe açığı açıkçası 2005 gerçekleşmesi karşısında yüksek bile kalmıştır. Eğer 2006'da milli hasıla %6 gibi iyi bir oranda büyüse ve enflasyon %5 hedefini tutursa dahi, bütçe açığı hedeflenen kadar olursa milli hasılaya oranı %2'yi geçecektir. Bu nedenle açık hedefinin aşağı doğru en azından 2005 gerçekleşmesi olan YTL 9.7 milyara çekilmesi gerekiyor.



İç metinde de belirttiğimiz gibi ilk 3 ay bütçe gerçekleştirmeleri çok da parlak sonuçlar içermiyor. Öte yandan, memur zamları, kurumlar vergisi indirimi, gelir getiren KİT'lerin satılmış olması ve tekstilde KDV indirimi hepsi gelir azaltıcı unsurlar. Dikkat, gevşemeyelim lütfen.