

Ağustos '06

İçindekiler

- 1 Türkiye'nin gücü demokrasi ile yönetilmesindedir
- 1 Yaz sıcakları yorumları da şaşırttı
- 2 Temmuzda artan faizlerle artan borçlanma
- 2 Dalgalanmada çıkış \$8 milyar olabilir
- 3 MB'den son bir artış

SAYI: 08/06

- Turkish Yatırım Araştırma Birimi tarafından her ay yayınlanır.
- Baskıya giriş tarihi: 15.08.2006
- 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. Rapora ücretsiz olarak üye olmak isteyenler, e-mail adresine başvurabilirler.

Baskı: Doğan Can Ofset tel: (212) 5675383

Kilometre Taşları

Ege Cansen

TÜRKİYE ÖNEMLİDİR

Türkiye, önemli bir ülkedir. Pek tabii dünyanın en önemli ülkesi değildir. Hatta ilk 10 ülke arasına da girmez. Ama 200'e yakın ülkenin bulunduğu yerkürede, önem bakımından ilk 20 içindedir. Bulduğu coğrafya, iç piyasasının büyüklüğü ve yetmişmiş insan gücü Türkiye'nin artılarıdır. Ama Türkiye'nin en büyük artısı "demokrasi" ile yönetilmesidir. Bizahiti demokrasi, siyasi istikrar demektir. Bu sebeple Türkiye, Avrupa Birliği'ne adaydır; ve bu sebeple küreselleşmenin nimetlerinden yararlanmaktadır.

Türkiye gibi fende, ilimde ve iktisatta ileri gidememiş ülkelere önemli addedilenler ikiye ayrılır. Birinci gruba, dünya için tehlike teşkil edenler, ikinci gruba güven kaynağı olanlar girer. Mesela İran veya Kuzey Kore, dünya barışı için tehdit teşkil ettiklerinden dolayı önemlidir. Türkiye ise, dünya barışına olumlu katkı yapabileceği için önemlidir. Türkiye'nin dünya barışına katkısı olabilmesi için, kendi içinde barış ortamını kurmuş olması gerekir. Türkiye'nin yurt içinde barış tesis etmesi için ise öncelikle Güneydoğu'da Kürt kimliğine dayalı ayrı bir devlet kurmak amacıyla silahlı kalkışma halinde bulunan PKK'yı halletmesi gerekiyor. İkinci, belki de daha önemli iç barış meselesi ise toplumun "İslamist" bir siyasete kaymasıdır. Bu Türkiye'yi bir anda "güvenilmez ve tehlikeli" bir ülke haline getirir. Bu da iktisadi kalkınmanın sonu demektir.

Batülülara göre, Türkiye'nin Kürt meselesi, ayrı devlet, federasyon

veya otonom bölge modellerinden biriyle çözülebilir. Bana göre bu çözüm önerilerinin en zayıf tarafı, Türkiye'nin Güneydoğusu dışında yaşayan ve kendini herkes kadar Türk addeden Kürtlerin ne olacağını hesaba katmamasıdır. Türkiye'yi bölerek Kürt meselesini halletme, geçmişte kalmış bir çözümdür. Çözüm yine demokrasidir.

Sui Generis

Tuğrul Belli

YAZ SICAKLARI !

Hava aşırı ısınmaya (aynı zamanda ekonomi hafif bulutlanmaya) başlayınca medyanın ve piyasa yorumcularının da kafasının bulanmaya başladığını ve tutarlılıktan uzak ve siyaset sosuna fazlasıyla bulaşmış ekonomi yorumlarına teveccüh ettiklerini görüyoruz. Son günlerde bu tür kafa karıştıran yorumlardan bazılarını sıralarsak:

-Dalgalı döviz kuru fazla dalgalanıyor; iyisi mi biz gene sabit kura dönelim.

-Fındık üreticileri zarar ediyor, zararları telafi edilmeli.

-Özelleştirme iyi hoş da "stratejik" kurumlarımızı yabancılara satmayalım.

-Asıl problem enflasyon değil işsizliktir, önce onu çözelim.

-Asıl problem bütçe açığı değil cari açığıdır, önce onu çözelim.

Yukarıdaki örnekleri sırayla ele alırsak:

-Sabit kur rejiminin ne büyük bir bomba olduğunu 94 ve 2001 krizlerinde gördük. Sermaye hareketleri serbestisi olan bir ortamda sabit kur rejimi demek üzerine speküle edilebilir kurlar demektir. Böyle bir durumda yeterli şartlar oluştuğunda her kur çökertilebilir. Dalgalı kurda ise (Haziran'da

devamı sayfa 4'de

Bütçe ve Kamu Finansmanı

Temmuzda 'gereksiz' borçlanma

◆ Temmuz Hazine nakit gerçekleştirmelerine baktığımızda gelirlerin geçen senenin aynı dönemine göre %39 gibi oldukça yüksek bir oranda artmış olduğunu görüyoruz. Her ne kadar bu artışta geçen senenin aynı döneminde sadece 1.3 milyar YTL olan özelleştirme gelirlerinin bu sene 8.5 milyara ulaşmış olmasının payı olsa da gene de önemli bir artış.

◆ Öte yandan faiz dışı giderler de %32 artmış bulunuyor. Bu tabloda detaylar görünmese de bu açığın ciddi bir kısmının sosyal güvenlik açıklarından kaynaklandığını biliyoruz.

HAZINE NAKİT GERÇEKLEŞMELERİ	Tem.06	Oca-Tem 2006	Oca-Tem 2005	Fark %
GELİRLER	16,803.8	98,456.6	70,663.7	39.3%
GİDERLER	16,032.9	99,035.4	80,482.1	23.1%
FAİZ DIŞI GİDERLER	10,378.7	70,609.7	53,376.7	32.3%
FAİZ ÖDEMELERİ	5,654.2	28,425.7	27,105.3	-4.9%
FAİZ DIŞI DENGE	6,425.1	27,846.9	17,286.9	61.1%
NAKİT DENGESİ	770.9	-578.8	-9,818.4	-94.1%
FINANSMAN	-770.9	578.8	9,818.4	-94.1%
BORÇLANMA (NET)	3,479.8	-2,579.3	12,656.9	-120.4%
DIŞ BORÇLANMA (NET)	283.2	-3,294.7	453.7	-826.2%
Kullanım	918.5	5,330.2	8,277.7	-35.6%
Ödeme	635.3	8,625.0	7,824.0	10.2%
İÇ BORÇLANMA (NET)	3,196.6	715.4	12,203.2	-94.1%
Kullanım	12,569.4	65,508.4	85,546.9	-23.4%
Ödeme	9,372.8	64,793.0	73,343.7	-11.7%
ÖZELLEŞTİRME GELİRİ	0.0	8,490.1	1,312.2	547.0%
TMSF'DEN AKTARIMLAR	33.0	66.5	640.1	-89.6%
DEVİRLİ BORÇ DÖNÜŞLERİ	0.0	0.0	90.6	-100.0%
TMO'YA BORÇ VERME (-)	0.0	0.0	98.8	-100.0%
BANKA HESAPLARINDA ARTIŞ (-)	-4,283.7	-5,398.6	-4,782.6	12.9%

◆ İlk 7 ayda nakit açığının sadece 578 milyon YTL olması nedeniyle finansman bakımından Hazine şimdilik rahat gözüküyor. Sene içinde dış borçlarda net olarak 3.3 milyar YTL'lik bir azalma gerçekleştirilmiş; net iç borç artışı da sadece 715 milyon YTL olmuş. Ancak Temmuz gibi dalgalanma nedeniyle faizlerin biraz da aşırı arttığı bir dönemde sadece Hazine'nin banka hesaplarını artıran 3.2 milyar YTL kadar bir net iç borçlanma gerçekleştirilmesi de (bankaların ve sıcak paracıların işine yarasa da) biraz talihsiz olmuş açıkçası.

Ödemeler Dengesi ve Dış Ticaret

Dalgalanmadaki çıkış \$ 8 milyar olabilir

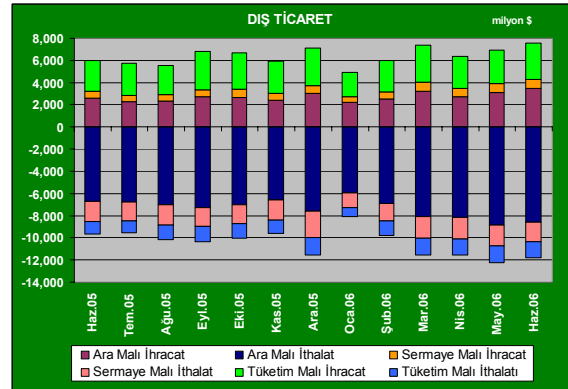
◆ Haziran'da cari açık piyasa beklentileri paralelinde \$ 2.5 milyar olarak gerçekleşti. Böylece ilk 6 aylık açık da \$ 18.6 milyar oldu.

◆ 2. yarıyılı, cari açıkta döviz kurundaki artış, iç talepteki azalış ve turizm gelirlerindeki artış nedeniyle bir azalma bekleyerek geçen ay 2006 cari açığının \$ 23 milyar civarında olmasını öngörmüştük.

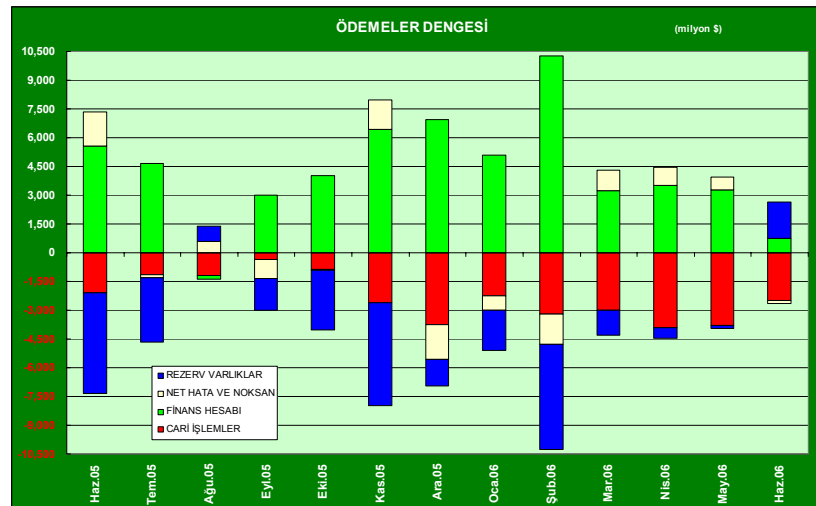
Ancak döviz fiyatlarındaki gerileme ve özellikle Ortadoğuda alevlenen savaş nedeniyle petrol fiyatlarında artış olması sonucunda bu tahminimizi \$ 29 milyara revize ediyoruz. Bu da takriben

GSMH'nin % 7.4'üne tekabül etmektedir ki, bu oran geçen sene %6.4 idi.

◆ Ortalık yatıştıktan sonra en çok sorulan sorulardan biri de Türkiye'de ne kadar sıcak para



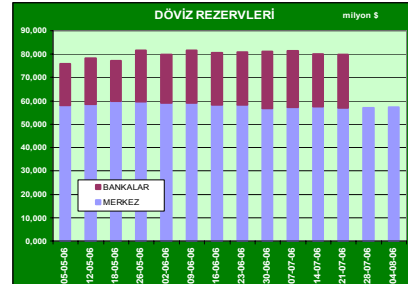
olduğu ve mini kriz sırasında ne kadar paranın yurtdışına çıktığı. ÖD istatistiklerinde (net hata noksan rakamını bir kenara bırakırsak) sıcak para olarak nitelendirilebilecek kalemler Finans Hesabı'ndaki Portföy Yatırımları'nın yükümlülükler kalemidir. Bu hesabın zaman içindeki birimi toplam sıcak para durumunu gösterebilir. Eğer 2002 yılı başını bir milat ve 2006 Mart sonunu da bir son olarak alırsak bu dönem içinde \$ 33 milyar civarında net bir sıcak para girişi olduğunu görüyoruz. Bu miktarın \$ 8.6 milyarı hisse senetlerine, gerisi



ise devlet tahviline girmiş. Nisan-Haziran döneminde ise \$ 4.4 milyar dışarı çıkmış. (Aslında bu para sıcak değil ılık para çünkü toplu çıkışlarda aynı anda fiyatların düşmesi ve kurların artması nedeniyle fazla can yakıyor, ve bir noktadan sonra çıkışı limitliyor. Daha sıcak olan para ise piyasalardan etkilenmeyip sadece kurdan etkilenen para piyasalarına kısa vadeli yatırılan para. Bu miktarı tahmin etmek zor ama geçen ayki ana yazımızda belirtilen nedenlerle bankaların bilanço dışı pozisyon fazlalıkları iyi bir göstergesi (proxy) olabilir. Dalgalanmanın hemen öncesinde \$ 8.6 milyar olan bu rakam 23 Haziran'da \$ 3.6 milyar azalarak \$ 5 milyara geriliyor ve MB'nin 25 Haziranda faiz artırmasıyla tekrar yükselerek 4 Ağustos itibarıyla \$ 8.1 milyar seviyesine çıkıyor.

◆ TİM verilerine göre temmuzda da ihracat rekor bir %21 artışla \$6.9 milyar olarak gerçekleşti. Son 3 ayın hepsinde artış oranları %20'nin üstünde.

◆ 18 Mayıs'ta 60 milyar dolara ulaşan MB rezervleri 30 Haziranda \$ 56.7 milyara geriledikten sonra tekrar yükselme eğilimine girdi. 4 ağustos itibarıyla \$ 57.4 milyar olan rezervlerin daha da artması beklenmeli.



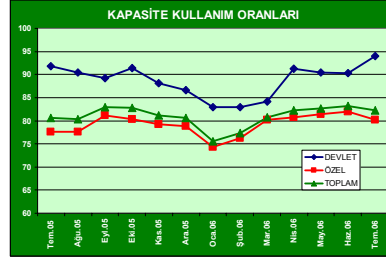
Üretim ve Büyüme

◆ Enflasyondaki Nisan-Mayıs hareketliliğinin iç tüketimden kaynaklandığı ve MB'nin faiz artırımlarının bu talebi zayıflatıp zayıflatmadığı üzerinde en çok

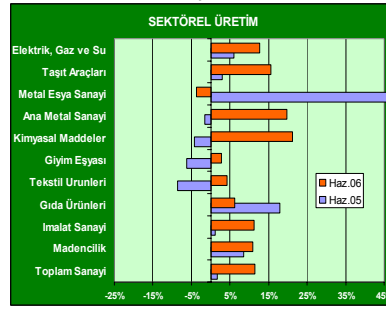
TURKISH BANK A.Ş.

konusulan konulardan biri.

◆ Kapasite kullanımına bakarak net bir yargıya varmak zor. Her ne kadar temmuzda özel sektör KKO'sunda bir azalma görülüyorsa da bu tamamen mevsimsel nedenlerden kaynaklanan ve her sene görülen bir olgu.

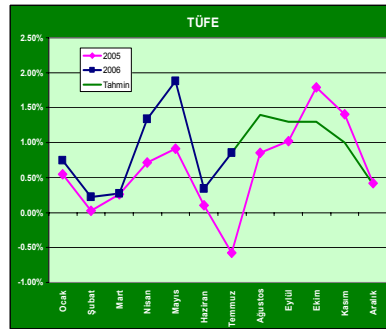


◆ Sanayi üretimi ise haziranda %11.4 gibi yüksek oranlı bir artış gösterdi. Nisan ve mayıstaki artışların sırasıyla %7.3 ve %9 olduğunu dikkate aldığımızda 2. çeyrek büyüme hızının da çok yüksek olacağını söyleyebiliriz. Yükselen faizlerin etkisi ise ağustostan sonra ortaya çıkacak.



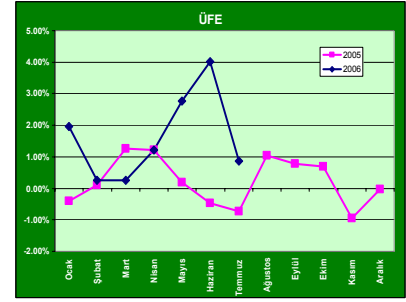
Enflasyon

◆ Temmuzda TÜFE %0.85 ve ÜFE %0.86 olarak gerçekleşti. Yıllık enflasyon TÜFE'de % 11.69, ÜFE'de ise %14.34 oldu.



◆ Gelen enflasyon oranları

özellikle yüksek kur artışı görülen bir dönem için oldukça makul.



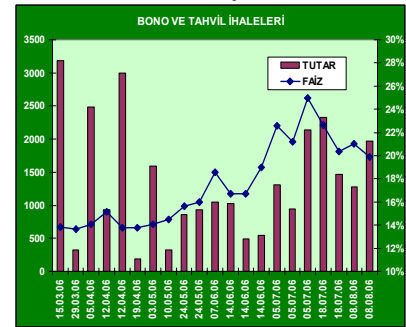
◆ Detaylara baktığımızda beklendiği gibi giyim fiyatlarında azalma ve ulaştırma ve kiralarda ise artış görülüyor. İşlenmemiş gıda ürünlerinde azalma görülürken enerji ve ulaştırma maliyetlerinin de etkisiyle işlenmiş gıda fiyatlarında enflasyonu toplamda %0.11 yukarı çeken bir artış söz konusu.

◆ Her ne kadar yüksek reel faizlerle birlikte kurlardaki gerileme enflasyonu önümüzdeki aylarda dizginleyecekse de, bazı sektörlerde fiyat ayarlamaları geri çekilemeyeceği için biz bu seneyi enflasyon açısından kayıp bir sene olarak görüyoruz. TÜFE grafiğinde yeşil çizgiyle gösterdiğimiz enflasyon tahminlerimize göre TÜFE % 11.5 civarında gerçekleşecek.

Faizler

MB'den son bir artış daha

◆ MB 25 hazirandaki 2.25 puanlık artışın üzerine biraz da sürpriz bir şekilde günlük faizleri 20 temmuzda 0.25 puan daha artırarak % 17.5'e çıkardı.



◆ Grafikten de görüldüğü gibi ihale faizlerinde (ve paralelinde 2. piyasa faizlerinde) bir gevşeme söz konusu. Bu şartlar altında MB'nin PPK toplantılarında daha fazla faiz artırımına gitmeyeceğini söyleyebiliriz.

◆ Beklentimiz %19'lara gerilemiş olan faizlerin Ekim enflasyonu sonrası gerilemeye devam etmesi yönünde. MB'nin faiz indirimi ise yeni seneye sarkabilir.

Parasal Göstergeler

◆ Kur artışı öncesinde 15.4 milyar YTL'ye kadar çıkmış olan açık piyasa işlemleri MB'nin vadeli depo ihaleleri ve döviz satışlarıyla temmuz sonunda 3.3 milyar YTL'ye gerilemiş durumda.

◆ DTH'larda ise kayda değer bir artış söz konusu değil. Görülen 500 milyon dolarlık artış da parite etkisinden.

◆ Her ne kadar krediler Mayıs

PARASAL GÖSTERGELER (milyon YTL)	1 28.07.06	2 05.05.06	3 30.12.05	4 1/2	5 1/3
Dolaşımdaki Para	21,793	20,852	18,276	4.5%	19.2%
Vadesiz Mevduatlar	21,163	21,060	23,483	0.5%	-9.9%
M1	42,956	41,912	41,759	2.5%	2.9%
Vadeli Mevduatlar	129,642	125,348	111,387	3.4%	16.4%
M2	172,598	167,260	153,146	3.2%	12.7%
DTH	89,127	77,567	76,440	14.9%	16.6%
DTH (milyar\$)	59.4	58.9	56.9	1.0%	4.4%
M2Y	261,725	244,827	229,587	6.9%	14.0%
Mevduat Bankaları Kredileri	153,973	137,848	120,994	11.7%	27.3%
Açık Piyasa İşlemleri	3,338	15,427	4,983	-78.4%	-33.0%
Kamu Menkul Kıymetleri	140,156	136,620	128,679	2.6%	8.9%

başına göre oldukça artmış gözüke de, haftalık verilere baktığımızda haziran sonundan beri kredi hacminde az da olsa bir gerileme göze çarpıyor.

◆ Mayıs başına göre mevduatların krediye dönüşüm oranı %61.5'den %64.2'e çıkarken, kurların artmasıyla TL'nin toplam mevduatlar içindeki payı %68.3'den %66'ya geriledi.

SUI GENERIS—s1'den devam

olduğu gibi bazen koordinasyonsuzluk nedeniyle "overshoot" görülse de) kur artış oranı %10-15'i geçmez.

-Biz fındığı sübvansız ettiğimiz sürece fındık üreticisi asla ve asla üretimini başka alanlara kaydırmayacaktır. Dünya talebi 300 bin ton iken 600 bin ton fındık üretmenin hiçbir rasyonalitesi olamaz.

-Sermayenin yerlisi yabancıyı olamaz. En "yerli" gördüğümüz sermaye şartlar gerektiğinde bize en "yabancı" kalabilir. (Devlete (yani vatandaşa) 30 milyar dolarlar mertebesinde borç yükü bırakan "yerli" batık bankaları unutmayalım.) Mesele piyasaları iyi düzenlemek ve yerli veya yabancı olsun sermayeyi iyi denetlemekten geçer.

-İstihdam bugünden yarına çözülecek bir problem değil. Tabii ki beşeri altyapı önemli ama işsizliği çözmek için devlet güdümlü iş

alanları yaratmak hata olur. Doğrusu kaynaktan kesildiği için istihdam vergisi olarak da algılanan gelir vergisi oranlarını düşürmek ve şu anda yarısı kayıtdışı olan işgücünü kayıt altına alabilmek. Öte yandan halihazırda %27.3 olan tarım sektöründeki istihdamın da zaman içinde %10'un altına düşmesi gerekiyor. Genel refah seviyesinin artması ve turizm sektörünün gelişmesi hizmet sektöründeki istihdamı artırıcı etki yapacaktır. Ancak gene de Batı ülkelerinde olduğu gibi işsizlik belli bir yapısal sorun olarak karşımızda durmaya devam edecek.

-Öncelikle ayağımızı yorganımıza göre uzatmalı, yani bütçe dengemizi sağlam tutmalıyız. Bütçe fazlası vererek borcunu azaltan bir ülkenin cari açıktan korkması anlamsız olur çünkü azalan borç azalan reel faizler demek, azalan reel faizler ise yabancıların söz konusu ülkede

yatırım yapabilecekleri "sıcak para" enstrümanı bulamamaları demektir.

Eğer ekonomide belirli prensiplere inanmıyorsak ve aldığımız tedbirlerin sadece birincil değil, zaman içindeki ikincil, üçüncül etkilerini ve diğer değişkenlerle olan etkileşimlerini hesaba katmıyorsak (ki Türk insanının genel düşünce ve davranış yapısı bu yöndedir), o zaman doğru çözümlere ulaşma ve tutarlı kararlar alma şansımız oldukça düşük olacaktır. Kısaca, yukarıdaki örneklerde de görüldüğü gibi her zaman bir saçmalama potansiyelimiz var.