

## İçindekiler

- 1 MB müdahale etmez ise kriz çıkmadan kur kendini düzeltebilir
- 1 Büyüme oranını düşürmek çözüm olamaz
- 2 Faiz-dışı fazlada %7 görülebilir
- 2 \$ 30 milyar cari açığa dönüm noktası mı?
- 3 Enflasyon tek hanede kalabilir

SAYI: 09/06

- Turkish Yatırım Araştırma Birimi tarafından her ay yayınlanır.
- Baskıya giriş tarihi: 15.09.2006
- 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

### PIYASALAR HALLEDER

Steve Hanke, Johns Hopkins Üniversitesi'nde "tatbiki iktisat" profesörü. İnsan, ünvana bakınca demek ki, bir de tatbiki olmayan iktisat var diyor. Üstelik, iktisatçılar arasında "tatbiki iktisat" profesörü ünvanlı olanların sayısı az, sadece iktisat profesörü olan teorisyenlerin sayısı çok. Hanke bir hayli ünlü bir isim. Dünya'da pek çok ülkeye danışmanlık yapmış. Üstelik Forbes dergisinde köşe yazarı. Geçenlerde kendisi, Asaf Savaş ve ben, bir panel oluşturup dinleyicilere, Türk ekonomisinin bir irdelemesini sunduk. Üçümüz de TL'nin aşırı değerli olduğu ve bu balonun, bir gün gelip mutlaka patlayacağı kanaatinde olan kişileriz. Bir bakıma panel "tek taraflı" idi. Tabii ben huyum icabi hemen, orada olmayan öbür takıma geçtim ve bu balonun hiç patlamama ihtimali üzerine argümanlar geliştirdim.

Gerçekten, serbest piyasa mantığına aykırı hareket edilmezse, bu balonun patlamadan yavaş yavaş hava kaçırmaya başlaması pekala mümkün duruyor. Piyasa mantığına aykırı hareketten kastım, Merkez Bankası'nın döviz fiyatını belli bir düzeyde tutma gibi bir fikre kapılmasını kastediyorum. Yani Merkez Bankası, balon hava kaçırmaya başlayınca deliği tıkamak yerine hava boşalmasını kontrol altında tutsa, Türk ekonomisi bal gibi "yumuşak iniş" yapıp, cari açığını yönetilebilir bir düzeye geriletebilir. Sanki bu ihtimal, daha yüksekmiş gibi gelmeye başladı bana. Bir zamanlar, ABD'nin cari işlem açıkları ne olacak diye

kendisine soru yöneltilen Green-span "piyasaların gücünü küçümsemeyin" demişti.

## Sui Generis

Tuğrul Belli

### İYİSİ Mİ, BİZ BÜYÜMEYELİM!

Bazı piyasa yorumcuları arasında yeni moda bir söylem çıktı: "Aman fazla hızlı büyümeyle, başımıza dert oluyor, iyisi mi biz büyüme oranlarını "makul" seviyelere çekelim." Bunu söyleyenler sanki İsviçre'de yaşıyorlar. Türkiye en iyimser tabiriyle "gelişmekte olan" bir ülkedir. Yani, bu ülkenin doymamış iç talep ve işgücü anlamında daha gidecek çok yolu var. Türkiye'de bugüne kadar krizler "aşırı büyüme"den değil, kötü ekonomi yönetiminden kaynaklanmıştır. Kötü ekonomi yönetimi de en basit tanımıyla "karşılıksız para basma" dır. Sağolsunlar büyüklüğümüz 80'li ve 90'lı yıllarda bu işi çok iyi becermişlerdir.

"The Economist" dergisinin arka sayfasında yer alan gelişmekte olan ülkelerin son rakamlarla büyüme ortalaması tamı tamına %6 iken, bizim kendi %6 büyüme hızına "aman bu çok, biz iyisi mi %2-3'lere düşelim" söylemi ancak abesle iştigal olabilir. Hele kapasite kullanımı ve diğer göstergelerde aşırı bir ısınma göze çarpmaz iken. Bu söylem olsa olsa Amerikan ekonomiye giriş kitaplarının fazla etkisinde kalmanın bir sonucudur. Doymuş Batı piyasalarında yüksek büyümenin enflasyonist etkisi çok işlenmiş bir konudur (ki son yıllarda arz taraflı politikalarla bu etki bile tartışılır bir konuma geldi). Türkiye'nin ise bu noktaya gelmesine daha uzunca bir süre var.

Anti-büyüme cephelin asıl sorunu tabii ki cari açık ile. Türkiye'de "yüksek büyüme ithalatı patlatıyor, bu da cari açığı çok artırıyor, ve bu

devamı sayfa 4'de

## Bütçe ve Kamu Finansmanı

### %7 faiz dışı fazla mümkün

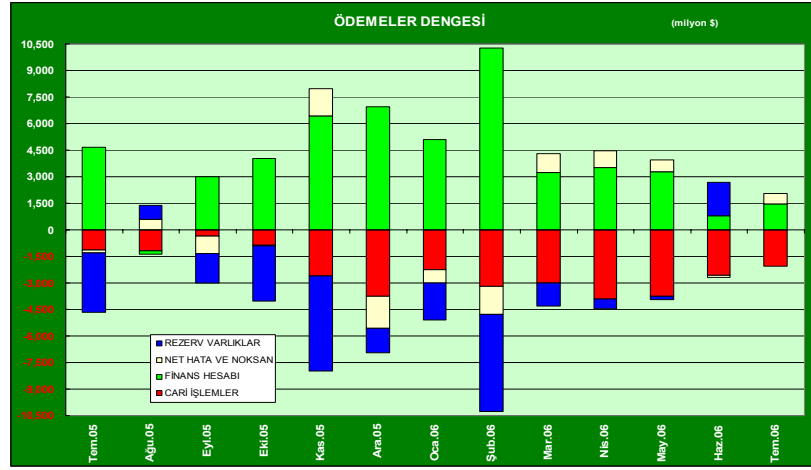
◆ Maliye ağustosta gene oldukça başarılı bir bütçe performansı gerçekleştirdi. Ağustos geleneksel olarak mayıs, haziran ayları gibi bütçe fazlası veren aylardan olmamasına rağmen bu ay az da olsa bir bütçe fazlası oluşmuş durumda.

◆ Öte yandan Mayıs-Haziran'daki dalgalanmanın şirket karları üzerinde belirli bir menfi etkisi olduğunu ağustostaki geçici kurulumlar vergisindeki %45 azalmadan görebiliyoruz. Aynı şekilde KDV ve ÖTV gelirlerinde de belirgin bir azalma var.

MERKEZİ YÖNETİM BÜTÇESİ						
(milyon YTL)	Ağu.06	2005 Oca-Ağu	2006 Oca-Ağu	2005-06 Artış	2006 Hedefi	Gerç./Hedef
<b>Harcamalar</b>	<b>16,553</b>	<b>99,506</b>	<b>115,048</b>	<b>15.6%</b>	<b>174,321</b>	<b>66.0%</b>
1-Faiz Hariç Harcama	11,055	67,145	80,913	20.5%	128,062	63.2%
Pers. Giderleri ve SGK Prim.	2,940	24,802	24,814	0.0%	40,996	60.5%
Mal ve Hizmet Alımları	1,261	6,665	9,947	49.3%	17,721	56.1%
Cari Transferler	4,650	28,909	33,138	14.6%	49,108	67.5%
Sermaye Giderleri	1,102	4,520	5,257	16.3%	12,452	42.2%
Sermaye Transferleri	426	653	1,788	173.6%	1,834	97.5%
Borç Verme	298	3,838	2,815	-26.7%	4,256	66.1%
Yedek Ödenekler	0	0	0		1,695	0.0%
2-Faiz Harcamaları	5,498	32,361	34,136	5.5%	46,260	73.8%
<b>Gelirler</b>	<b>16,572</b>	<b>85,253</b>	<b>115,522</b>	<b>35.5%</b>	<b>160,326</b>	<b>72.1%</b>
1-Genel Bütçe Gelirleri	16,389	83,811	112,726	34.5%	156,214	72.2%
Vergi Gelirleri	13,462	69,167	91,332	32.0%	132,199	69.1%
Vergi Dışı Gel.	2,856	13,612	20,702	52.1%	21,372	96.9%
Sermaye Gelirleri	18	150	217	44.4%	2,269	9.6%
Alınan Bağış ve Yardımlar	53	882	476	-46.0%	0	
2-Özel Bütçe Gelirleri	187	1,442	1,853	28.5%	2,962	62.6%
3-Düzen. ve Denet. Kurul.Gel.	-4		943		1,149	82.0%
<b>Bütçe Dengesi</b>	<b>19</b>	<b>-6,755</b>	<b>474</b>	<b>-107.0%</b>	<b>-13,996</b>	<b>-3.4%</b>
<b>Faiz Dışı Denge</b>	<b>5,517</b>	<b>25,605</b>	<b>34,609</b>	<b>35.2%</b>	<b>32,264</b>	<b>107.3%</b>

◆ Bu ayki gelir artışının kaynaklarını ithalattan alınan KDV ve vergi cezaları oluşturuyor. Bu iki kalem de tabii ki sürdürülebilir gelir kalemleri değil. Özellikle geçen senenin aynı dönemine göre neredeyse 40 kat artış gösteren vergi cezaları enteresan. (Bu cezaların tahakkuk mu, yoksa tahsil mi olduğunu bilemiyoruz.)

◆ İlk 8 aya baktığımızda faiz dışı fazla gerçekleşmesi şimdiden sene sonu hedefi olan 32.3 milyar YTL'yi aşmış durumda. Ancak burada bir saptama da yapmak durumundayız. Şöyle ki FDF hedefi enflasyonun bu sene hedeflenen %5 oranında gerçekleşeceği dikkate alınarak belirlenmişti. Halbuki bu sene hedeflenen



büyüme oranı gerçekleşecekse de, enflasyon oranı hedefin takriben 2 katı kadar daha fazla olacak. Ayrıca yaşanan türbülanstı dolaylı maliye politikasının daha sıkı tutularak FDF hedefinin milli hasılanın %7'sine çıkarılması da gündemde.

◆ Böyle bakıldığında 2006 için arzulanan FDF'nin 40 milyar YTL civarında olması gerekiyor. Mafih bu bütçe performansı ile bu hedefin tutturulabileceğini söyleyebiliriz.

◆ Geçen ay olduğu gibi bu ay da Hazine ihtiyacının oldukça üzerinde tahvil ihracı yaptı. Nakit açığı 1.4 milyar YTL iken, net borçlanması 3.9 milyar YTL oldu. Bu durumun faizler üzerinde

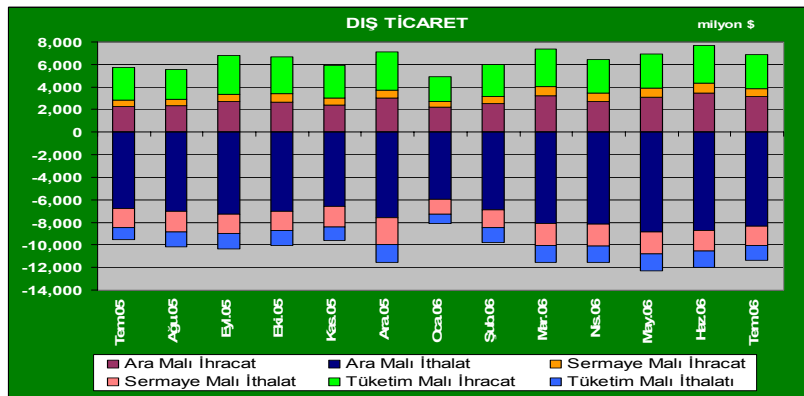
olumsuz etkisi var.

## Ödemeler Dengesi ve Dış Ticaret

**Cari açık \$ 30 milyarı geçemeyebilir.**

◆ Temmuz'da her ne kadar cari açık önceki aya göre gerileyerek 2,066 milyon dolar olarak gerçekleştiyse de, hala geçen senenin aynı ayına göre oldukça yüksek boyutlu olmaya devam ediyor. Son 12 aylık kümülatif cari açık rakamı da \$ 29.5 milyar dolara ulaşmış durumda. Ancak bu açık rakamı önümüzdeki dönemde bir gerileme gösterebilir.

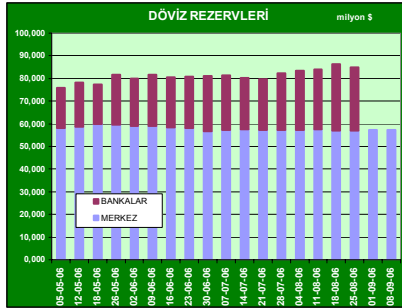
◆ Şöyle ki, ağustos ayına odaklanırsak, ticaret dengesi ve cari dengede geçen senenin üzerinde bir düzleme bekliyoruz. Ağustosta mevsimsel olarak turizm gelirlerinin en yoğun olduğu dönem olması nedeniyle cari açık



en az düzeyine iner, hatta fazla da verir. Bu sene ise gerek döviz kurlarının artması, gerekse de petrol fiyatlarının göreceli olarak azalması nedeniyle, bu iyileşmenin daha yüksek boyutlarda olması beklenmeli.

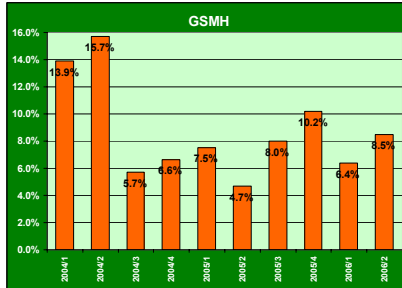
◆ Bütçedeki ithalden alınan KDV rakamlarına göre ithalat geçen seneye göre %10'un altında bir artış göstermişken, TİM verilerine göre ihracat ise %27 artarak \$7 milyara yükselmiş bulunuyor. Böylece dış ticaret açığının ağustosta \$ 4.3 milyar civarında gerçekleşmesi büyük olasılık.

◆ MB rezervleri \$ 57 milyarın üzerinde stabilize olmuş gibi gözüküyor. Banka rezervleri ise Mayıs ayı başına göre \$ 10 milyar artış göstermiş durumda.



## Üretim ve Büyüme

◆ 2. çeyrekte ekonomi % 8.5 büyüdü. Büyümede geçen senenin 2. çeyrek büyüme hızının göreceli düşük olmasının yarattığı baz etkinin yanısıra, inşaat, ticaret ve ithalattaki artışlar etkili oldu.

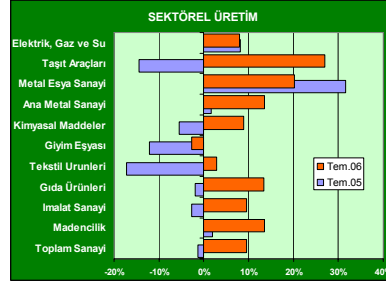


◆ İlk yarıyılıda %7 artış gösteren büyümenin 2. yarıyılıda daha düşük düzeyde gerçekleşmesi çok muhtemel. Ancak, toplamda gene

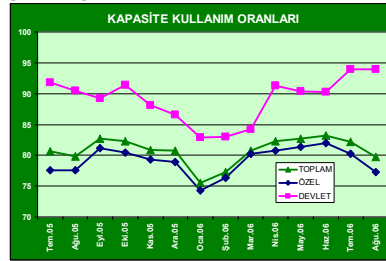
TURKISH BANK A.Ş.

de resmi hedef olan %5'in üzerinde kalacaktır.

◆ Temmuzda %9.5 büyüme gösteren üretim tarafı durgunluktan pek de etkilenmemiş gözüküyor. Ancak imalatın kısmen stoğa yönelik olma ihtimalini de göz ardı etmemek gerekiyor.



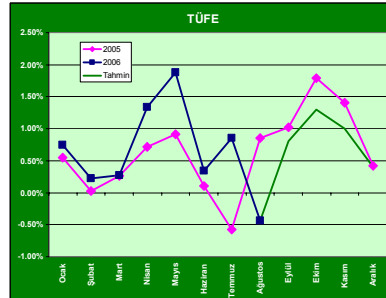
◆ Kapasite kullanımı ağustosta mevsimsel nedenlerden azaldı. Ancak mutlak oranın geçen senenin ağustosundan bir nebze daha düşük olması da ekonominin bir ölçüde soğumakta olduğunun bir göstergesi.



## Enflasyon

Enflasyon 2006'da tek hanede kalacak gibi

◆ Temmuzda TÜFE %0.44 ve ÜFE %0.75 oranında geriledi. Yıllık enflasyon TÜFE'de % 10.26, ÜFE' de ise %12.32 oldu.

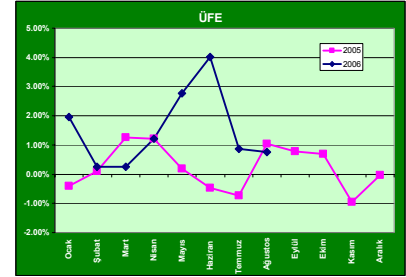


◆ Açıkçası yüksek kur artışı görülen bir dönemin hemen aka-

binde bu kadar düşük enflasyon oranlarının gerçekleşmesi bizim açımızdan sürpriz oldu.

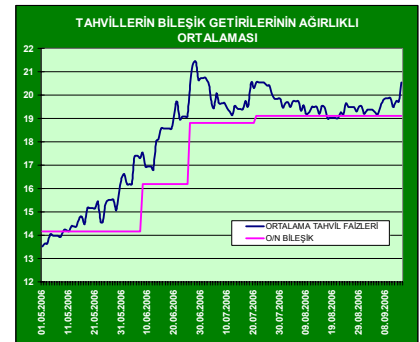
◆ Düşüşteki en önemli etki geçen sene alkollü içki ve tütüne yapılan vergi artışlarının yarattığı baz etki oldu. Geçen ağustosta bu nedenle %17 artan alkollü içki ve tütün fiyatları bu ağustosta yerinde saydı.

◆ Ayrıca giyim ve ayakkabı fiyatlarındaki %6.92'lik düşüşün ve haberleşme fiyatlarındaki % 0.57'lik düşüşün de genel enflasyon endeksini azaltmada etkisi oldu. İlkinin daha önce yapılan KDV indiriminin geç yansıyan bir etkisi, ikincisinin ise sektörde artan rekabetin bir sonucu olduğu düşünülüyor.



◆ Bu sürpriz düşüş sonrasında 2006 enflasyonunun tek haneli rakamlara düşme ihtimali yeniden kuvvetlendi.

## Faizler



◆ Geçen ay "Bütçe ve Kamu Finansmanı" bölümünde Maliye'nin ihtiyacının üzerinde bir borçlanmaya gittiğinin altını çizmiştik. Tabii, buradaki asıl amaç TL likiditeyi daraltmaktı. Maliye

aynı uygulamayı net bütçe fazlası verdiği ağustosta da devam ettirince, tahvil faizleri grafikten de görüldüğü gibi gereksiz bir aşırı yükselme içine girdi.

◆ Zaman içinde 2. piyasa faizlerinin fonlama faizleri seviyesine gerilemesi söz konusu olacaktır. Asıl düzeltmenin ise enflasyonun seyrini netleştirecek olan ekim rakamları sonrası olması muhtemel.

## Parasal Göstergeler

◆ Likiditenin daralmasıyla birlikte açık piyasa işlemlerindeki düşüş de devam ediyor. APİ 2.2 milyar YTL seviyesinin altını en son geçen sene eylülde görmüştü.

◆ DTH'daki dolar bazındaki artış ufak da olsa devam ediyor.

### SUI GENERIS—s1'den devam

*durum da bir gün döviz krizine yol açıp ülkeyi resesyona sokuyor” diye 30 senedir tekrarlanan bir ezber var. Ancak, geçmiş krizlerin oluştuğu ortama bakarsak aslında sorunun gevşek maliye ve para politikalarından kaynaklandığı açıkça görülüyor. Bugüne baktığımızda ise ne para politikasının, ne de maliye politikasının gevşek olduğunu iddia edemeyiz.*

*İşin diğer komik tarafı da anti-büyümece cephenin büyüme azaltmak konusunda ortaya koydukları tek tedbirin (gene ekonomi 101 giriş kitaplarından esinlenerek) TL faizleri artırmak olması. (Hatta, bu yüzden bir kısmı MB'nin son toplantıda faiz artırımına gitmemesine de pek bozuldu.) Son 4 yılda reel TL faizlerin olabildiğince yüksek olmasına rağmen ortalamada %8 büyümenin gerçekleşmiş olmasının bile bu arkadaşlarda bir şeyleri yanlış düşündükleri intibası yaratmaması da enteresan doğrusu. Problem tabii, söz konusu “gavur” ders kitaplarında haliyle “yarı-dolarize gelişmekte olan ekonomilerde etkili olacak ekonomik tedbirler” adı altında bir bölüm olmaması.*

PARASAL GÖSTERGELER	1	2	3	4	5
(milyon YTL)	25.08.06	28.07.06	30.12.05	1/2	1/3
Dolaşımdaki Para	22,409	21,793	18,276	2.8%	22.6%
Vadesiz Mevduatlar	21,873	21,163	23,483	3.4%	-6.9%
M1	44,281	42,956	41,759	3.1%	6.0%
Vadeli Mevduatlar	130,545	129,642	111,387	0.7%	17.2%
M2	174,827	172,598	153,146	1.3%	14.2%
DTH	91,113	89,127	76,440	2.2%	19.2%
DTH (milyar\$)	61.9	59.4	56.9	4.1%	8.7%
M2Y	265,940	261,725	229,587	1.6%	15.8%
Mevduat Bankaları Kredileri	155,045	153,973	120,994	0.7%	28.1%
Açık Piyasa İşlemleri	2,243	3,338	4,983	-32.8%	-55.0%
Kamu Menkul Kıymetleri	138,758	140,156	128,679	-1.0%	7.8%

Bu sefer artışın parite etkisi de söz konusu değil. Belki de döviz kurlarının ağustosta oldukça geri gitmesi bazı yatırımcıların dövize geçmeleri konusunda etkili olmuştur.

◆ Bütçe dengesinin fazla vermesiyle beraber toplam kamu menkul kıymetleri stoğu da aylık bazda azalmaya devam ediyor.

*Cari açığın kendisi değil, finansman şekli kriz yaratma potansiyeli bakımından önemlidir. Rakamlara baktığımızda ise ülkeye toplam döviz girişlerinin oldukça küçük bölümünün kriz yaratıcı “sıcak para” statüsünde olduğunu görüyoruz. Sermaye piyasalarına yatırılmış ve klasik anlamda “sıcak para” sayılan fonların bile büyük çoğunluğu aslında sürü çıkışı yapmaları durumunda çok ciddi zararlar yazacakları için “kapandaki” (captive) para olarak görülmelidir. (Asıl sıcak para ise yerleşiklerin mevduatlarıdır.)*

*Ancak daha önceki yazılarımda da belirtmiş olduğum gibi cari açıkları ilgili gene de alınması faydalı bir dizi tedbir var. Benim paramoneterist (buradaki ‘para’ eki latince “üstü” anlamına gelen para) olarak adlandırdığım bu tedbirlerin uygulamaya konmasında MB ve BDDK arasında yakın ve proaktif bir işbirliğinin sağlanması şart.*

*Paramoneterist tedbirlerden kastım mesela gerektiğinde tüketici kredilerini pahalılaştırıcı vergiler veya kısıtlayıcı bankacılık oranları getirmek, bankaların açık pozisyon*

*sınırlarını daraltmak, yabancıların büyük montanlı günlük piyasalara park etmelerini pahalılaştırmak ve şu ya da bu şekilde TL borçlanma imkanlarını kısıtlamak, ve döviz üzerinden yapılan işlemleri kontrol altında tutmak gibi doğrudan faiz politikasıyla değil indirekt yollardan parasal büyüklükleri etkileyen politikalar. Şüphesiz ki ülkeye giren paraya doğrudan engel koymaktansa o parayı iç talebe dönüştüren aktarma mekanizmaları üzerinde kısıtlar koymak daha doğru bir yaklaşım.*

*Türkiye'nin cari açığa kafayı takarak gereksiz yüksek faizlerle büyüme ikinci plana itmesi ve tarihinde bir kere yaşayacağı önündeki 20 senelik demografik fırsat penceresini kapatması hiç de akıllıca olmaz doğrusu.*