

## İçindekiler

- 1 AB'ye girmek kalkınma için yeterli değil
- 1 Likidite daralsa da, Türkiye şanslı konumda
- 2 Cari açık \$25 milyara koşuyor
- 3 Ekim enflasyon trendini belirleyecek
- 3 Faizler artık daha dalgalı bir seyir izleyecek

### SAYI: 10/05

- Turkish Yatırım Araştırma Birimi tarafından her ay yayınlanır.
- Baskıya giriş tarihi: 12.10.2005
- 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

### DİĞER SEÇENEK, İÇE KAPANMAK DEĞİLDİR

Avrupa Birliği'ne katılmak, muhtemelen Türkiye'nin lehinedir. Zaten siyasi partilerimizin hepsi, ama istisnasız hepsi, Türkiye'nin AB'ye katılması için fülen çalışmış, kanun veya kararname çıkartmış veya anlaşmalara imza koymuştur. Nitekim Başbakan Erdoğan da, MHP'yi tutarsız davranmakla eleştirirken, "siz iktidarda iken AB yanlısı kararlar aldınız" demektedir. Bu aslında, onların da bugünkü gelişmelere katkısı olduğunu kabul etmektedir.

AB'den yana olmakla, Türkiye'nin AB'ye katılmaktan başka seçeneği yoktur demek ayrı şeylerdir. Hele hele, "ne yani, AB'ye katılmayalım da, içimize mi kapanalım?" diye sormak kadar yanlış bir şey olamaz. Türkiye, AB'ye katılmazsa, daha doğrusu, AB bizi içine almazsa, Türkiye'nin izleyeceği yol, içine kapanmak değil, tam aksine daha fazla dışa açılmaktır. Burada dışa açılmaktan kasıt, Türkiye'ye sıcak para girişini kolaylaştırmaktan vazgeçip, ihracata dayalı bir büyüme politikası izlemek demektir. Eğer AB'ye katılmamak, ülkeye daha az yabancı sermaye gelmesi demekse, o zaman çare, ulusal tasarruf oranını arttırmaktır. Bunların da göstergesi "cari işlemler fazlası" vermektir.

Eğer Dünya'da kaç ülke, iktisaden nasıl kalkındı diye bir araştırma yapılırsa, "AB'ye girerek kalkındı" cevabı çok azınlıkta kalır. Belki, Yunanistan ve biraz da Portekiz için geçerli olan bu açıklama, İspanya dahil hiçbir Avrupa ülkesi için doğru

değildir. Kalkınmanın sırrını araştıranlar Hindicini'ne gitmelidir. Tayvan'ı, Kore'yi, Çin'i, Japonya'ya incelemelidir. Bunların hiç biri AB sayesinde kalkınmamıştır. Zaten onlar için böyle bir seçenek de olmamıştır.

## Sui Generis

Tuğrul Belli

### GLOBAL LİKİDİTE

Son zamanların en moda kavramlarından biri de "global likidite". Özellikle son 2 senedir, bütün dünyada enerji, gayrimenkul ve emtia fiyatları artar, borsa endeksleri yükselirken, faizlerde de bir gerilemenin meydana gelmesi, global likiditenin en belirgin tezahürü.

Kısaca, bu duruma nasıl geldiğini incelersek 2 önemli olgudan bahsedebiliriz. Birincisi, George W. Bush'un iktidara gelişi. İkincisi ise Çin ekonomisinin önlenemez yükselişi.

Bilindiği gibi genelde Cumhuriyetçi Parti, özeldede W. tamamen benim "eski ekonomi" (ağır sanayi, petrol, madencilik, silah ve tütün) olarak ifade ettiğim düzenin parçalarıdır. 90'lı yıllarda hem gelişen yeni bilgi teknolojileri, internet ve telekomünikasyona bağlı ekonomiler, hem de eski ekonomilere hiç de sıcak bakmayan 2 dönemlik Clinton iktidarı, eski ekonomi şirketlerinin açıkçası çanlarına ot tıkamıştı. Ciddi ölçüde azalan kârlılıkları ve aşına oldukları iktidardan uzaklaşmış olmaları eski sanayi patronlarını son derece tedirgin etmişti. Sıra, Cumhuriyetçi Parti'nin iktidarı dönemine gelince (Amerika'da zımni bir dönüşümlü demokrasi sistemi vardır) tekrar güce sarılmak için ellerinden gelen lobi faaliyetlerini yaptılar ve babası da kendilerinin adamı olan W'yu iktidara getirdiler. Birincil amaç emtia fiyatlarını yükseltmek

devamı sayfa 4'de

## Bütçe ve Kamu Finansmanı

◆ Bütçe eylülde de iyi bir performans sergiledi. FDF 1.4 milyar YTL olurken, bütçe açığı

BÜTÇE DENGESİ												04-05	
milYon YTL	Oca	Şub	Mar	Nis	May	Haz	Tem	Ağu	Eyl	Toplam	Hedef	Artış	
<b>Harcamalar</b>	11,187	9,176	10,970	11,335	12,186	10,525	13,489	13,141	11,710	103,718	155,628	2.8%	
1-Faiz Hariç Harcama	5,977	6,315	7,098	7,098	7,961	7,527	9,620	8,053	8,835	68,483	99,188	23.0%	
Personel Giderleri	3,081	2,516	2,560	2,638	2,572	2,362	3,039	2,557	2,920	24,244	31,904	10.4%	
Sosyal Güv.Kur. Devlet Priir	412	343	347	341	342	303	395	355	372	3,209	4,333	13.5%	
Mal ve Hizmet Alımları	143	457	672	848	996	1,010	1,157	929	1,180	7,393	14,438	41.0%	
Cari Transferler	2,173	2,815	3,013	2,528	3,211	2,642	3,650	3,025	3,318	26,375	32,499	25.7%	
Sermaye Giderleri	0	27	370	598	659	773	1,050	794	734	5,006	10,071	54.7%	
Sermaye Transferleri	0	52	39	34	117	248	176	238	159	1,063	1,088	518.2%	
Borç Verme	168	104	98	110	64	188	153	155	152	1,192	2,805	-2.6%	
Yedek Ödenekler	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2,050		
2-Faiz Harcamaları	5,210	2,861	3,872	4,238	4,225	2,998	3,869	5,088	2,874	35,235	56,440	-22.0%	
<b>Gelirler</b>	10,181	8,886	9,270	8,859	13,867	10,447	10,407	13,336	10,272	95,525	126,490	19.7%	
1-Genel Bütçe Gelirleri	10,072	8,543	9,036	8,659	13,746	10,339	10,222	13,193	10,111	93,922	124,330		
Vergi Gelirleri	7,591	7,554	7,901	7,493	10,087	7,945	8,640	11,956	8,650	77,817	106,617	20.0%	
Vergi Dışı Gelirler	2,121	884	1,061	1,079	3,623	2,332	1,532	980	1,386	14,998	17,238	16.8%	
Sermaye Gelirleri	12	12	26	16	17	26	22	21	24	174	343	59.5%	
Alınan Bağış ve Yardımlar	349	94	49	70	19	36	29	237	51	933	132	44.1%	
2-Katma Bütçe Öz Geliri	108	343	234	201	122	108	184	143	161	1,603	2,160	20.5%	
Bütçe Dengesi	-1,006	-290	-1,700	-2,476	1,681	-77	-3,082	195	-1,438	-8,193	-29,137	-61.1%	
Faiz Dışı Denge	4,204	2,571	2,172	1,762	5,907	2,920	787	5,283	1,436	27,042	27,303	12.2%	

da aynı miktarda gerçekleşti.

◆ FDF 3 ay kala sene sonu hedefine ulaşırken, bütçe açığı da sene sonu tahmininin hala %60 altında.

◆ Sıkı bütçe politikasının devamlılığının en önemli göstergesi vergi gelirleri. Eylül'de vergiler geçen senenin aynı ayına göre %12.5 artmış durumda. İlk 9 aydaki artış oranı ise %20.

◆ Kar eden KİT'lerin elden çıkmasıyla önümüzdeki senelerde vergi-dışı gelirlerde bir azalma olması, daha doğrusu KİT'lere parasal transferlerde nette artış olması bekleniyor. Belki bir bakıma doğru ancak satılan şirketlerin artması beklenen satış gelirlerinden elde edilecek KDV gelirleri artışları artı özelleştirme gelirlerinden elde edilen fonların borç azaltımında kullanılması, bütçe dengelerini orta vadede çok daha sağlam yerlere getirecektir.

## Ödemeler Dengesi ve Dış Ticaret

**Cari açıkta \$25 milyar hayal değil!**

◆ Cari denge açığı ağustosta \$ 1.2 milyarla önceki ayla aynı düzeyde gerçekleşti. Normalde

mevsimsel nedenlerle cari açığın azalması, hatta fazla vermesi beklenebilirdi.

◆ Bu gelişmeler sonucunda önceki aylarda tahmin ettiğimiz gibi açığın sene sonunda \$ 25

ay geriye dönük bazı düzeltmeler yapılarak sene başından beri \$ 2 milyar kadar bir azalma gerçekleşmiş. Ancak, gene de ilk 8 aydaki toplam net hata noksan rakamı \$ 5 milyar dolarla çok da yabana atılır bir büyüklükte değil.

◆ Dış ticaret grafiğine baktığımızda ise ithalatta herhangi bir azalma görmüyoruz. Ağustos'taki yüksek sanayi büyüme hızı da bunu teyit eder nitelikte. Tüketim mallarının ithalat içindeki payında az da olsa artış olması iyi bir işaret değil. Ara mal ithalatının ise kalıcı bir şekilde aylık \$ 7 milyarın üzerinde oluştuğunu görüyoruz.

◆ TİM verilerine göre eylül ihracatı geçen seneye göre %20.3 artarak \$ 7 milyarın çok az altında gerçekleşti.

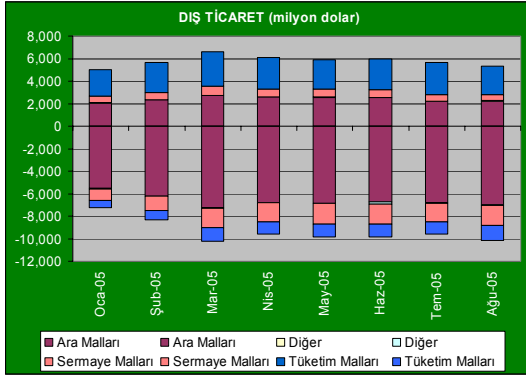
## Üretim ve Büyüme

◆ Artış hızı marttan başlayarak geçen yılın aynı dönemine göre oldukça yavaşlayan ve temmuzda %0.4 azalış gösteren sanayi üretimi,

ağustosta % 8.3 artarken, üretim hacminde de rekor kırıldı. Üretim endeksi rakamı 134.2'yle bugüne kadarki en yüksek noktaya çıktı.

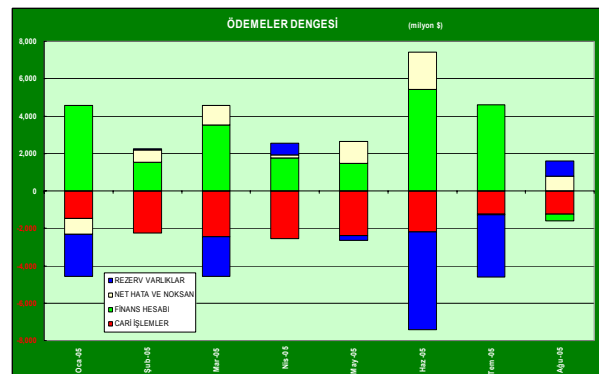
◆ Sektörlere baktığımızda metal eşya sanayinde çok yüksek

milyar düzeyine yaklaşması sürpriz olmayacak.

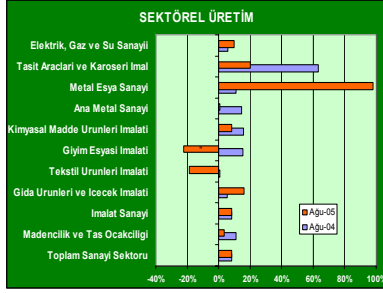


◆ Ağustosta 8 aydan sonra ilk defa finans hesabı eksiye geçti. Döviz rezervlerinde de azalış söz konusu. Ancak eylülde rezervlerin yeniden artmış olduğunu görüyoruz. Bu da finans hesabının da tekrar artıya geçmiş olduğunun belirtisi. Rezervlerin kalıcı bir şekilde azalması kurlar üzerinde bir baskının da göstergesi. Ancak şu anda böyle bir gelişme söz konusu değil.

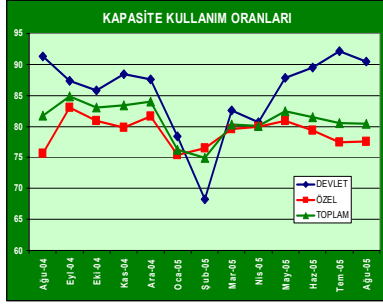
◆ Geçen aylarda boyutlarını çok eleştirdiğimiz net hata ve noksan kaleminde bu



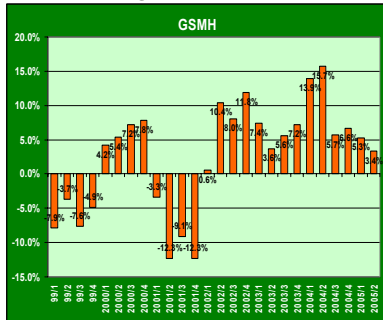
oranlı bir artış göze çarpıyor. Taşıt araçları ve gıda ürünleri sektörleri de iyi performans gösteren sektörler. Giyim ve tekstil ise gene kötü, gene kötü.



◆ Üretim artışına paralel olarak KKO'da da geçen senenin aynı ayına göre bir artış söz konusu. Eylülde ise KKO'da ciddi bir artış görebiliriz. Geçen senenin %83.1 rakamını geçmesi bile üretim rakamlarına pozitif yansıtacak bir artış olacaktır.



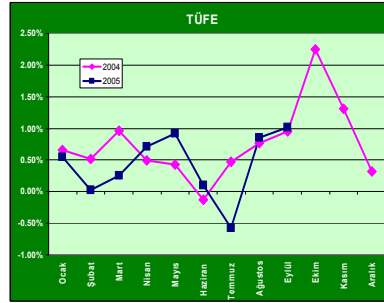
◆ 2. çeyrek milli hasılası %3.4 olarak gerçekleşti. Grafikten de görüldüğü gibi kriz sonrası ekonomi bir stabilite kazanmış ve büyüme normal bir döngüsellğe girmiş gözüküyor. 3. çeyrek büyümesi %4'ler civarında gerçekleşecek ve uzun vadeli büyüme de %5 ortalama seviyesinin az alt ve üstünde dalgalanacaktır.



## Enflasyon

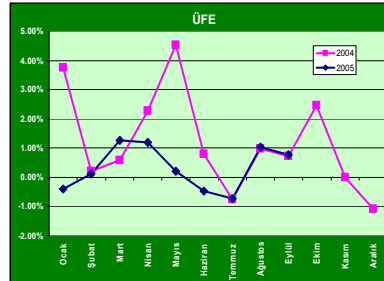
### Ekim trendi belirleyecek

◆ Eylülde TÜFE %1.02 ve ÜFE %0.78 olarak gerçekleşti. Son 12 ayın enflasyonu TÜFE'de %7.99, ÜFE'de ise %4.38 oldu.



◆ TÜFE'nin 9 aylık bir aradan sonra %1'in üzerine çıkmasında gıda, konut ve eğitim harcamalarındaki mevsimlik yükselişler ile akaryakıt zamları etkili oldu. Mevsimlik ürünlerden arındırılmış TÜFE ise %0.68 oldu.

◆ Grafiklerden de görüldüğü gibi TÜFE'de son 2 ayın, ÜFE'de ise son 3 ayın enflasyonu geçen yılın enflasyon oranlarıyla hemen hemen aynı. Bu nedenle ekim enflasyonunda gerçekten bir kırılma olup olmadığını belirleyecek ay.



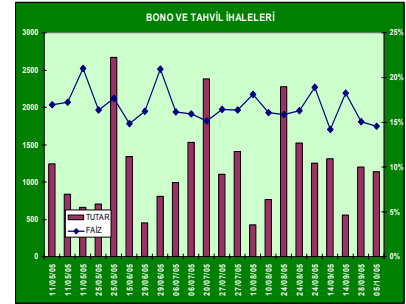
◆ Özellikle TÜFE'de oranın geçen senenin anormal yüksek

çıkan ekimine yakın bir oran çıkması halinde MB'nin sıkı para politikasını gram gevşetmeyeceğini şimdiden iddia edebiliriz. Geçen seneki artışta o dönem artış gösteren petrol fiyatlarının da etkisi olduğunu, bu sene ise fiyatların bu dönemde göreceli olarak gevşediğini dikkate alırsak, %1.5'in üzerinde gerçekleşecek her oran ihtiyatlı olmayı gerektirir.

## Faizler

### Faizler dalgalı seyredebilir

◆ 3 Ekim sonrasındaki ilk ihalede faizler ilk defa 1 yıl üstü vadede %15'in altına geriledi. Ancak gerek MB'nin faiz indirimi 0.25 puanla kısıtlaması, gerekse de global gelişmeler benchmark faizleri tekrar 15'in üzerine çıkartacaktır. Sene sonuna kadar faizlerin zaman zaman yükseldiğini görmek şaşırtıcı olmayacak.



## Parasal Göstergeler

◆ Dolaşımdaki para ülkeye döviz girişine paralel artmaya devam ediyor. Banka kredilerinin de artış hızında azalma yok.

PARASAL GÖSTERGELER (milyon YTL)	1	2	3	4	5
	23/09/05	19/08/05	31/12/04	1/2	1/3
Dolaşımdaki Para	17,809	16,895	12,446	5.4%	43.1%
Vadesiz Mevduatlar	19,428	18,917	17,023	2.7%	14.1%
M1	37,237	35,812	29,469	4.0%	26.4%
Vadeli Mevduatlar	101,829	99,154	79,875	2.7%	27.5%
M2	139,066	134,966	109,344	3.0%	27.2%
DTH	75,700	74,106	76,074	2.2%	-0.5%
DTH (milyar\$)	56.9	54.5	56.7	4.4%	0.3%
M2Y	214,766	209,072	185,419	2.7%	15.8%
Mevduat Bankaları Kredileri	104,762	101,328	77,628	3.4%	35.0%
Açık Piyasa İşlemleri	1,426	2,772	3,622	-48.6%	-60.6%
Kamu Menkul Kıymetleri	127,051	123,582	112,632	2.8%	12.8%

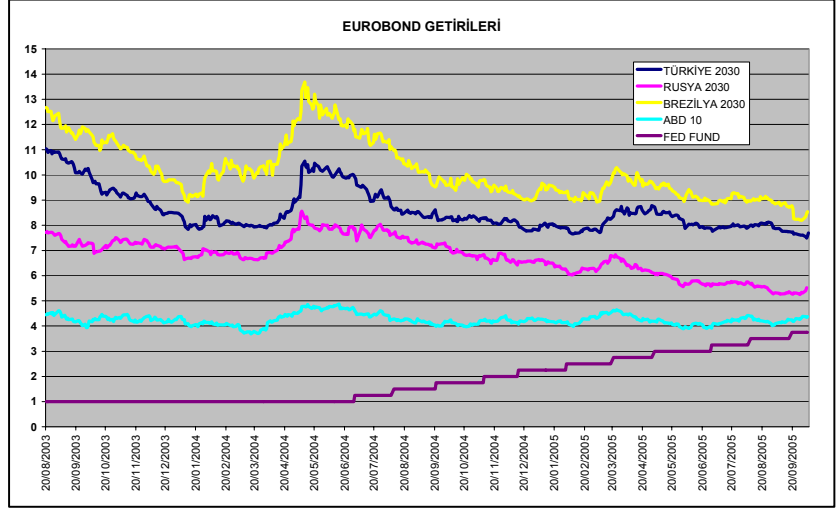
## SUI GENERIS—sl'den devam

ve silah harcamalarına hız vererek, karlılıklarını en çabuk yoldan artırmaktı. Görüyoruz ki kısa sürede kendi açılarından çok başarılı oldular.

Çin ekonomisinin anormal büyümesi dünya dinamiklerini etkileyen diğer önemli olgu. Fakat bugün ABD'de iktidardaki yönetimin Çin'in ticaret politikalarından gerçekten de rahatsız olduğunu söylemek hata olur. Aksine, borçluluk oranları tavana vurmuş olan kendi orta sınıflarına çok ucuz tüketim malı sağlayacak ve bunu sağlarken de çevre kirliliği, işçi hakları, ticaret hukuku gibi konularda uluslararası kurallara uymayan dünyanın öbür ucunda köleler buldukları için kendilerini şanslı bile saymaktadırlar. Çinliler elde ettikleri dış ticaret fazlası nedeniyle biriken rezervlerini de ABD devlet bonolarına yatırmak gibi akıllı bir iş de yaptıkları için Amerikalılar tarafından ayrıca bir sevilmektedirler. (ABD bu şekilde Japonya'ya bir 30 sene kadar kullanmıştı. Şimdi sıra Çin'de.) Ayrıca, Çinliler petrol ve diğer doğal kaynakları kıt olduğu için, bu kaynaklara global düzeyde bir talep patlaması yaratarak, ABD iktidarının emeli olan eski ekonomiyi canlandırma konusunda da çok yardımcı olmaktadır.

Grafikte son 2 yılın gelişmekte olan ülkelerin bono getirilerini, ABD 10 yıllık Hazine bonusu getirileri ve Fed faiz oranlarıyla karşılaştırmasını görüyoruz. Öncelikle Fed faiz oranları artarken 10 yıllık bono veriminin hemen hemen hiç artmamış olması, bu bonolara ciddi bir talebin olduğunu gösteriyor. İşin daha da ilginç yanı dönemde gelişmekte olan ülke bonolarının da faizlerinin ciddi şekilde düşüyor olması (ki genelde eskiden bu ilişki ters işlerdi). Yani, global piyasada öyle bir para var ki, hem gelişmiş, hem de gelişmekte olan ülkelere adeta nimet yağıyor.

Peki, bu paranın kaynağı nerede ve bu durum daha ne kadar devam



eder? Paranın kaynağı ağırlıklı olarak petrol ihraç eden ülkeler, petrol ve petrol benzeri ürünler üreten ve dağıtan şirketler, diğer ağır sanayi şirketleri, madencilik şirketleri ve silah sanayi üreticilerinde. Her ne kadar ABD net petrol ithalatçısı ise de, bu sayılan endüstriler arasında çok ciddi bir payı olduğunu, ve oluşan bu gelirlerin ciddi bir kısmını elde ettiğini de yadsıyamayız. Yani, ABD bu işten görüldüğü kadar mağdur falan değildir.

Bu kazanılan paralar neden likidite yaratıyor? Çünkü, çok kısa sürede elde edilen bu gelirlerin reel sektörde yatırım olarak değerlendirilmesi neredeyse imkansızdır. Böyle yatırımlar için bu ülke ve şirketlerin sağlam vizyonlara ve arz darlığı olan piyasalara ihtiyaçları vardır. (Tabii, Birleşik Arap Emirlikleri gibi gerçekten parayı nereye koyacağına şaşırıp "denizi doldurarak, palmiye şeklinde adalar yapma" gibi Zihni Sinir projeler üretenler de var. Mamaşih, GAP gibi hiç bir fizibilitesi olmayan bir projeye onlarca milyar dolar dökmüş bir millet olarak BAE'yi bu konuda eleştirmek yanlış olur doğrusu. Hiç olmazsa para kendi paraları, borçlanmıyorlar.)

Bu yüksek gelirleri elde edenlerin paralarını değerlendirmelerinin alternatifleri sermaye ve gayrimenkul piyasalarıdır. Bu nedenle son 2

yıldır bu piyasalarda ne varsa satın alınmıştır. Peki bu trend daha ne kadar devam edebilir? Öncelikle, petrol fiyatları üzerinde baskı devam ettiği sürece kârlar belli global bir zümreye akmaya ve piyasalar likit kalmaya devam edecektir. Ki, kısa dönemde petrolün 50 dolarlar seviyesinin altına inmesini pek olası görmüyoruz.

Diğer önemli unsur ise ABD'nin siyasi ve ekonomik politikaları. ABD'nin kısa vadede bütçe ve cari denge açıklarını çözme ihtimali çok zayıf. Dış borçlanma ihtiyacı devam edecek ve dolar faizlerinde artış yaşanacaktır. 10 yıllık Hazine bonolarının %5'in üzerine çıkması son derece olasıdır. Bu durumda Türkiye de dahil olmak üzere tüm gelişmekte olan ülke bonolarında faiz artışı kaçınılmazdır.

Sonuç olarak global likidite devam edecek, öte yandan ABD'den kaynaklanan bir faiz artışı da söz konusu olacaktır. Ancak, hem ABD daha riskli bir ülke olacağı, hem de gelişmekte olan ülkeler 90'lı yıllara göre çok daha sağlam ekonomilere sahip oldukları için, iki blok arasındaki faiz aralığı (spread) daralacaktır. Türkiye ise AB sürecine girdiği, petrol faturasını göreceli olarak hafifleten bazı imkanlara sahip olduğu ve petrol zengini Arap sermayesini dışlamayan bir iktidar yönetiminde olduğu için şanslıdır.