

## İçindekiler

**1** Kâr etmek kolay mı acaba?

**1** Döviz bekleyenler Godot'yu bekleyenlere benziyor

**2** 2006 FDF'si %5.5'i geçmez

**3** Enflasyon beklenenin üzerinde

**3** MB'den son indirim mi?

### SAYI: 11/05

- Turkish Yatırım Araştırma Birimi tarafından her ay yayınlanır.
- Baskıya giriş tarihi: 10.11.2005
- 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

### KÂR ETMENİN 4 İLKESİ

*Bu ilkeleri bilmek istiyor musunuz? Siz de diyebilirsiniz ki; "hastaya ilaç sorulur mu?" Varsa elinde derde deva bir ilaç, ver de avuç avuç yutalım. Ya da kabadan veya damardan iğneyle bedenimize zerk ettirelim. O zaman dikkatle okuyun. İşte ilaçlar:*

1. Stokçuluk yap. Malı, mülkü, ucuzken al, pahalılandınca sat.
2. Düşük faizli kredi al veya halka açıl bedava sermaye topl.
3. Ucuza adam çalıştır.
4. Teknolojini geliştir. Kaliteli malı / hizmeti, düşük maliyetle üret, müşteriye zamanında teslim et.

*Ne oldu, niçin dudak büktünüz? Bunları ben de biliyorum; bilmesine biliyorum da uygulamaya gelince iş o kadar kolay olmuyor mu diyorsunuz? Kimse bunları yapmanın kolay olduğunu söylemedi. Ama eğer yapabiliyorsanız, kârınızı arttıracanız kesin. İsterseniz bir de bu ilkeleri "yapılabilirlik" sırasına sokalım. Benim tavsiyem, kâr artırma projesine 4. Maddeden başlayın. Bu yolla işe girişerseniz, zarar etme ihtimaliniz çok düşük. Teknolojik yeniliktir diye akılsızca yatırım yapmazsanız, bu yol başarı da bankodur. Ancak hamle yapmadan şuna dikkat edin. Müşteriye fatura edilemeyen yani ona katma değer yaratmayan hiç bir şey, firmaya da katma değer yaratamaz.*

## Sui Generis

Tuğrul Belli

### DÖVİZDE KRİZ ÇOK ZAYIF BİR İHTİMAL

*Cari açık arttıkça ve TL değerlenmeye devam ettikçe, ödemeler dengesi konusunu bugüne kadar pek problem etmemiş bir takım köşe yazarları da yavaş yavaş çark etmeye başladılar. Gerçekten de sepet kurun gelişmesine baktığımızda ilk 10 ayda kurdaki değer artışı %15 civarında) ve cari açığın sene sonunda geleceği noktayı (son durum 23 milyar dolarları gösteriyor) dikkate aldığımızda sanki riskler artmış gibi gözüküyor. Ama gerçek öyle mi?*

*Öncelikle bazı noktaların altını çizelim.*

*• Cari denge açığı ülkede o miktarda tasarruf açığı var demek değildir. Eğer bir ülkedeki faizleri yapay olarak yüksek tutarsanız, o ülkeye fazla döviz girer, giren bu fazla döviz o ülkenin parasının değerini artırır, bu da ticaret açığını artırdığı için, cari denge açık vermeye başlar. Zaten giren paranın ihtiyacın çok üstünde olduğu, ülke parası değerlenirken MB rezervlerinin artmasından da bellidir.*

*• ÖD krizi olması için cari denge açığı olması şart değildir. Hatırlanırsa 1997 uzakdoğu krizine giren ülkelerin hiçbirinde cari denge açığı yoktu, aksine rekor fazlalar vardı. Ama o ülkelerin hemen hemen hepsinde döviz kurları bir şekilde sabitlenmişti.*

*Serdengeçti'yi ben her zaman faizleri anlamsız yüksek tuttuğu, bu nedenle TL'yi aşırı değerli hale getirdiği ve belki bundan da önemlisi faizi sadece piyasaları o an için dengeleyici bir parametre olarak görüp, onun orta-uzun vadedeki toplumsal maliyetlerini*

devamı sayfa 4'de

## Bütçe ve Kamu Finansmanı

2006'da FDF en fazla %5.5 olur

◆ Kanunla belirlendiği üzere Hükümet ekimde 2006 bütçesini meclise gönderdi. Aşağıdaki tabloda yeni bütçenin detayları 2004 gerçekleştirmeleri ve 2005 gerçekleştirme tahminleri ile beraber yer alıyor.

◆ Öncelikle 2005 gerçekleştirme tahminlerine baktığımızda harcamalarda başlangıç ödeneğine göre gerçekleşen 10 milyarlık

2006 faiz harcamalarının 2005 ile aynı tutulmuş olmasına (46 milyar ytl)

yor. Bilindiği üzere İMF kriteri olan FDF hesaplamasına bütçe dışı kamu kuruluşları da dahil ediliyor. Böyle bakıldığında 2006'da FDF'nin %5.5'in üzerinde gerçekleşmesi çok zor çünkü 2 tane çok karlı kamu kuruluşu (Tüpraş ve Erdemir) satılmış durumda.

| 2004, 2005 ve 2006 YILLARI KONSOLİDE BÜTÇELERİ (*) |                |                |                |                |                |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
|  | Milyon YTL     |                |                |                |                |
|  | 2004           |                | 2005           |                | 2006           |
|  | B.Ö.           | G              | B.Ö.           | GT             | T              |
| <b>HARCAMALAR</b>                                  | <b>149 945</b> | <b>141 021</b> | <b>155 628</b> | <b>145 529</b> | <b>157 271</b> |
| Faiz Hariç Harcama                                 | 83 895         | 84 532         | 99 188         | 99 123         | 111 011        |
| Personel Giderleri                                 | 28 559         | 28 948         | 31 904         | 31 630         | 35 642         |
| Sosyal Güv.Kur. Devlet Primi                       | 3 628          | 4 024          | 4 333          | 4 436          | 4 885          |
| Mal ve Hizmet Alımları                             | 12 049         | 12 684         | 14 438         | 14 120         | 15 930         |
| Faiz Harcamaları                                   | 66 050         | 56 488         | 56 440         | 46 406         | 46 260         |
| Cari Transferler                                   | 27 464         | 27 683         | 32 499         | 35 651         | 37 372         |
| Sermaye Giderleri                                  | 6 409          | 8 050          | 10 071         | 9 807          | 10 737         |
| Sermaye Transferleri                               | 404            | 437            | 1 088          | 1 514          | 2 184          |
| Borç Verme   | 3 330          | 2 669          | 2 805          | 1 965          | 3 279          |
| Yedek Ödenekler                                    | 2 052          | 37             | 2 050          |                | 983            |
| <b>GELİRLER</b>                                    | <b>104 109</b> | <b>110 721</b> | <b>126 490</b> | <b>130 946</b> | <b>144 058</b> |
| Vergi Gelirleri                                    | 88 893         | 90 077         | 106 617        | 112 701        | 124 630        |
| Vergi Dışı Gelirler                                | 13 313         | 17 500         | 17 238         | 13 727         | 14 497         |
| Sermaye Gelirleri                                  | 503            | 161            | 343            | 2 204          | 2 272          |
| Alınan Bağış ve Yardımlar                          | 600            | 1 202          | 132            | 154            | 374            |
| Katma Bütçe Geliri                                 | 800            | 1 781          | 2 160          | 2 160          | 2 285          |
| <b>BÜTÇE DENGESİ</b>                               | <b>-45 836</b> | <b>-30 300</b> | <b>-29 137</b> | <b>-14 583</b> | <b>-13 213</b> |
| <b>FAİZ DIŞI DENGE</b>                             | <b>20 214</b>  | <b>26 188</b>  | <b>27 303</b>  | <b>31 823</b>  | <b>33 047</b>  |
| faiz/ net vergi gelirleri %                        | 74.3           | 62.7           | 52.9           | 41.2           | 37.1           |
| faiz/net bütçe gelirleri %                         | 63.4           | 51.0           | 44.6           | 35.4           | 32.1           |
| net vergi gelirleri/bütçe giderleri %              | 59.3           | 63.9           | 68.5           | 77.4           | 79.2           |
| net bütçe gelirleri/bütçe giderleri %              | 69.4           | 78.5           | 81.3           | 90.0           | 91.6           |
| <b>GSMH</b>  | <b>419 692</b> | <b>428 932</b> | <b>480 963</b> | <b>485 058</b> | <b>539 870</b> |

Not: B.Ö.=Başlangıç Ödeneği, G=Gerçekleşme, GT=Gerçekleşme Tahmini, T=Teklif.  
(\*) Red ve ladele hariç net tutarlardır.

azalmanın tamamının faiz harcamalarındaki azalmadan kaynaklandığını görüyoruz. Yani faiz harcama ödeneği sene başında fazlaca yüksek tutulmuş.

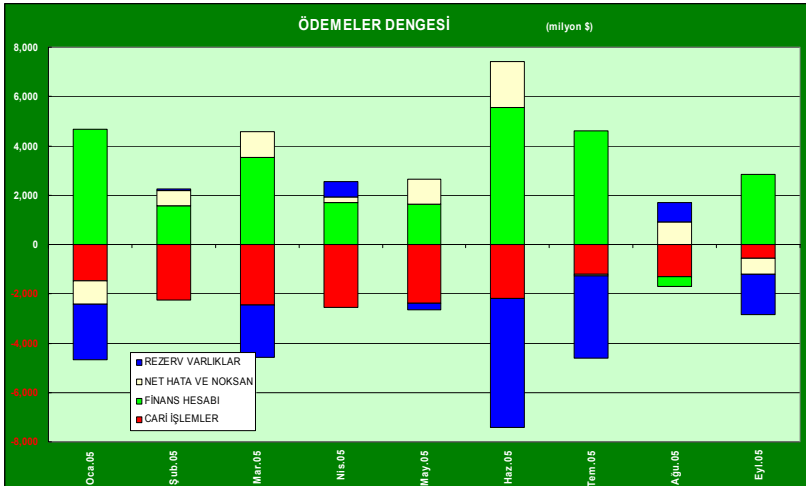
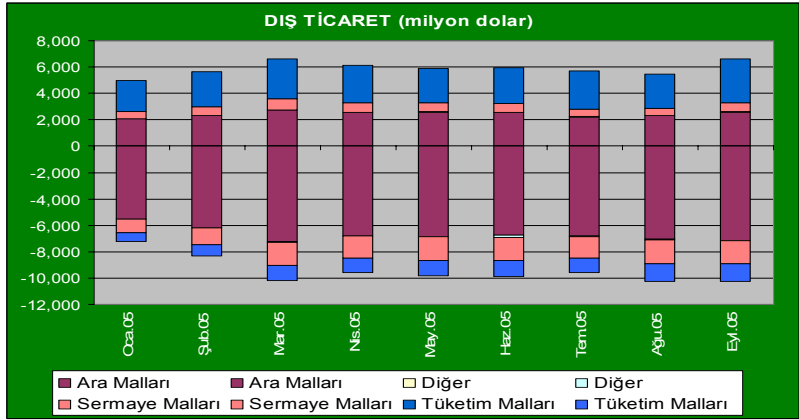
◆ Aynı mantık içinde hareket edersek, 2006 faiz oranlarının daha düşük olacağı, bu seneden devreden borçlanmaların ciddi bir kısmının değişken faizli tahvillere çevrildiği, sıkı maliye politikası devam ettiği için FDF verileceği için borçlanmanın da daha azalacağı, ayrıca özelleştirme gelirlerinin de borç stoğunu azaltacağı dikkate alındığında,

FDF oranı 2006'da %6.1'e düşü-

## Ödemeler Dengesi ve Dış Ticaret

◆ Eylülde cari denge \$540 milyon dolar açık verdi. Bu aynı zamanda senenin en düşük açığı. Dış ticaret grafiğinden de görüldüğü gibi eylülde ithalatta. Tabii eylül turizm gibi görünmez kalem girişlerinin de yoğun olduğu ay.

◆ Gümrük Müsteşarlığı geçici verilerine göre ekimde \$ 6.5 milyar ihracat, \$ 9.3 milyar ithalat gerçekleşti. Dış ticaret açığı yılın



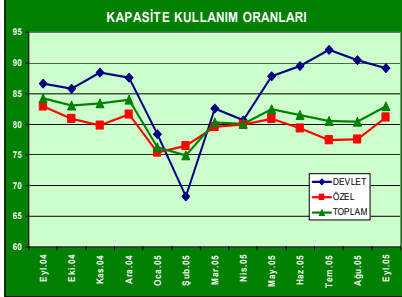
önceki aylarına göre bir azalma gösteriyor. Ekimde bir ölçüde turizm geliri olduğu da düşünülürse cari açık beklenenin altında çıkabilir.

◆ Sene sonunda cari açık \$ 23 milyar seviyesinde gerçekleşecek gibi gözüküyor. Bu da milli hasılanın %6.3'üne tekabül ediyor.

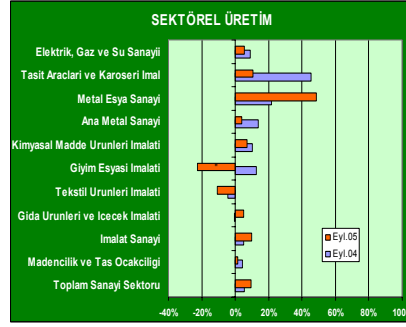
◆ ÖD'ye göre MB rezervleri ilk 9 ayda \$ 13.3 milyar artmış gözüküyor. Ekimdeki artış 3 milyar dolar civarında. Ama MB verilerine göre sene başından beri artış sadece \$ 8 milyar. Kayıp \$ 8.3 milyar nerede? ÖD akım, rezerv rakamı stok olduğu için, kur farklarından böyle bir eksilme oldu desek pek mantıklı değil. İlk 9 ayda çapraz kur 1.35'den 1.20'ye düştü. Rezervlerin yarısı euro olsa bile buradaki kayıp maksimum \$ 2 myr. Kalanını tek açıklaması MB'nin bir kısım döviz el altından Hazine'ye satmış olması.

## Üretim ve Büyüme

◆ Özel sektör KKO'su eylülde yükselişe geçti. Buna paralel olarak toplam sanayi üretimi de geçen yılın aynı ayına göre %9.3 arttı. Üretim endeksi rakamı 143.0 ile en yüksek seviyesinde.



◆ Artıştaki en önemli katkı rafine edilmiş petrol ürünleri ile TÜPRAŞ yaptı. %19.7 büyüme gösteren bu sektörün toplam imalat sanayi büyümesine katkısı %2.9. Diğer önemli bir yükseliş de %48.5 ile metal eşyada.

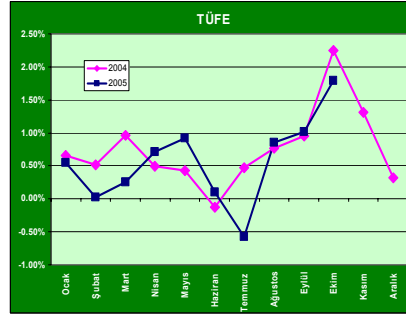


◆ Yılın 3. çeyreğindeki ortalama büyüme artışı %4.9 oldu. Geçen ayda belirttiğimiz gibi 3. çeyrek milli hasılanın da 2. çeyrekteki %3.4'den sonra tekrar yükselme trendine girmesi sürpriz olmayacak.

## Enflasyon

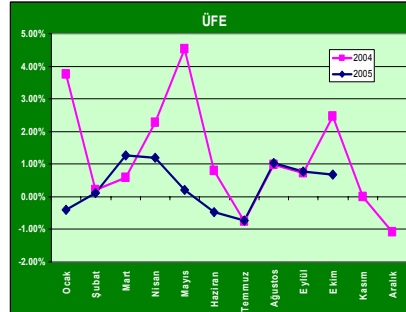
**Enflasyon beklenenin üstünde**

◆ Ekimde TÜFE %1.79 ve ÜFE %0.68 olarak gerçekleşti. Son 12 ayın enflasyonu TÜFE'de %7.52, ÜFE'de ise %2.57 oldu.



◆ TÜFE ekimde beklentilerin oldukça üzerinde çıktı. En yüksek artışlar %7.25 ile giyim ve %2.25 ile gıda sektörlerindeydi.

◆ Mevsimlik ürünler hariç TÜFE'ye bakıldığında ise oranın %0.54 gibi oldukça düşük bir seviyede kaldığı gözleniyor.



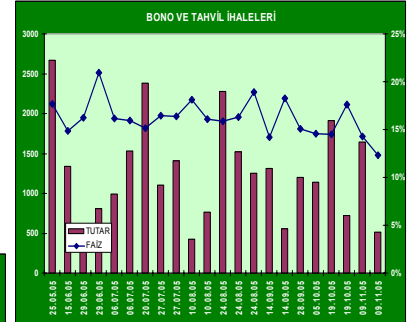
◆ ÜFE ile TÜFE arası ciddi şekilde açılmış bulunuyor. Bu da TÜFE'de hala bazı katılıklar olduğunu gösteriyor. Son 12 aya baktığımızda alkollü ürünlerde vergilerden ve ulaştırmada petrol fiyatlarından kaynaklanan artışları bir kenara bırakırsak, konut, eğitim, lokanta ve otellerde trendin üstünde artışlar olduğu görülüyor.

◆ Görünen o ki 2006'da %5 enflasyon hedefinin tutturulması çok kolay olmayacak.

## Faizler

**MB'den senenin son indirimi mi?**

◆ Geçen ay "TÜFE'de oranın geçen senenin anormal yüksek çıkan ekimine yakın bir oran çıkması halinde MB'nin sıkı para politikasını gevşetmeyeceğini 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." demiştik ama MB 0.25 puan faiz indirimi yaparak faizleri %13.75'e çekti ve bizi yanılttı.



◆ Ancak, MB'nin sene sonuna kadar en fazla bir kere daha 0.25'lik bir indirim yaptıktan sonra bir kaç ay beklemeye girmesini muhtemel görüyorum. (%6.1 12 aylık enflasyon beklentisi ve %13.5 faiz oranıyla reel

faiz %7 oluyor)

## Parasal Göstergeler

◆ Yandaki göstergelere bakanlar bu sene ne kadar sıkı bir para politikası izlendiğini açıkçası pek de anlayamayacaklar. Neticede, sene başından beri dolaşımdaki para %53, M1 %30 ve M2 %31.7 artmış vaziyette.

◆ DTH'da dolar bazında bir azalma gözüküyor ama bu kısmen

### SUI GENERIS—s1'den devam

*göz ardı ettiği için eleştirdim. Bu sene ise başka çevrelerden yüksek faiz eleştirileri gelmeye başlarken, ben eleştirilerimi azalttım. Neden? Çünkü 2005 yılındaki dünya konjonktürü faizlerin fazla hızlı düşürülmesini destekler olmaktan çıkmıştı. Fed faizlerinin devamlı yükselmekte olduğu ve petrol ve enerji fiyatlarının beklenmedik seviyelere çıktığı 2005 senesinde TL faizleri hızlı düşürmenin çok bir mantığı yoktu.*

*Bugün için Serdengeçti'den artık faizleri hızlı düşürmesi istenmemeli çünkü zaten düşürebileceği ekstra miktar topu topu 1-2 puan. (Halbuki geçtiğimiz 4 yılda faizlerin yüksek tutulmasının maliyeti 10'larca puandı.) Belki Serdengeçti'nin eleştirilebileceği bir nokta piyasadan döviz alım fırsatlarını biraz daha iyi kullanması olabilir. Nihayetinde enflasyona olan hassasiyetin hepimiz farkındayız. Ama sepet açıkçası biraz daha ittirilebilir. Buradaki önemli bir nokta ise döviz alımının daha örtülü bir müdahale olması. Kimsenin ne kadar, ne zaman olacağını tam bilememesi. Halbuki faiz öyle değil. Bugün yabancı yatırımcılar dahil herkes iyi kötü bir reel faiz tahmini yapıyor. Faizleri 14, enflasyonu 7 kabul etsek, reel faiz %6.5.*

*Döviz krizi bekleyenler ve bundan para kazanmayı umanların açıkçası*

| PARASAL GÖSTERGELER         | 1        | 2        | 3        | 4      | 5     |
|-----------------------------|----------|----------|----------|--------|-------|
| (milyon YTL)                | 28.10.05 | 23.09.05 | 31.12.04 | 1/2    | 1/3   |
| Dolaşımdaki Para            | 19,073   | 17,809   | 12,446   | 7.1%   | 53.2% |
| Vadesiz Mevduatlar          | 19,254   | 19,428   | 17,023   | -0.9%  | 13.1% |
| M1                          | 38,326   | 37,237   | 29,469   | 2.9%   | 30.1% |
| Vadeli Mevduatlar           | 105,637  | 101,829  | 79,875   | 3.7%   | 32.3% |
| M2                          | 143,963  | 139,066  | 109,344  | 3.5%   | 31.7% |
| DTH                         | 75,010   | 75,700   | 76,074   | -0.9%  | -1.4% |
| DTH (milyar\$)              | 55.7     | 56.9     | 56.7     | -2.1%  | -1.8% |
| M2Y                         | 218,973  | 214,766  | 185,419  | 2.0%   | 18.1% |
| Mevduat Bankaları Kredileri | 109,398  | 104,762  | 77,628   | 4.4%   | 40.9% |
| Açık Piyasa İşlemleri       | 4,223    | 1,426    | 3,622    | 196.2% | 16.6% |
| Kamu Menkul Kıymetleri      | 129,041  | 127,051  | 112,632  | 1.6%   | 14.6% |

dolar'euro kurunda dolar leyhine gelişmeden kaynaklanıyor.

◆ Banka kredileri son hız artışa devam ederken, kamu kıymetleri de üzerlerindeki yüksek faiz

*pek şansı yok. Neden? 5 ana sebep var.*

*1-Bütçe dengesi sağlam ve maliye politikası sıkı. Türkiye'nin iç veya dış borçlarını ödeyebilme konusunda hiç bir sıkıntısı yok.*

*2-Özelleştirmeler bazı aksaklıklar, hatalar ve geri adımlar olmasına rağmen, nihayetinde başarılı. Türkiye'ye ciddi boyutta bir doğrudan yabancı sermaye girişi var.*

*3-Keza siyasette de bazı sürtüşmeler olsa da, bugünkü hükümetin 6 sene kadar işbaşında kalacağı garanti gibi. Bu da bir istikrar unsuru.*

*4-AB ve IMF ilişkileri de zaman zaman pürüzler çıksa da, rayında gitmeye devam ediyor.*

*5-Dalgalı döviz kuru.*

*Son noktayı bugüne kadar çok konuştuk, çok vurguladık ama unutanlar için bir daha hatırlatalım. Dalgalı döviz kuru bir çeşit sermaye hareketleri vergisi gibidir. Diyelim ki yurtdışından kaynaklanan bir sebepten dolayı (ör: ABD faizlerinin çok yükselmesi) yatırımcılar gelişmekte olan ülkelerdeki pozisyonlarını azaltmak istediler. Dalgalı kur olan bir ülkeden çıkmak istediklerinde döviz kurları otomatik olarak yükselecek, ve o ülkedeki pozisyonlar zarara dönecektir. Bir noktada zarar o boyuta gelecektir*

nedeniyle hala reel olarak azalabilmiş değil.

*ki, o ülkeden çıkmak (özellikle söz konusu ülkede yatırdıkları ana para ile ilgili bir geri ödeme riski yoksa – burada sağlam bütçenin önemi de devreye giriyor) anlamsızlaşacaktır. Türkiye'nin bir başka avantajı da gelişmekte olan ülkeler dünyasında hala bazı sabit veya yarı-sabit kur rejimi uygulayan ülkeler olmasıdır. Doğal olarak çıkışlar o ülkelerde yoğunlaşacaktır. Kurların artışını limitleyen bir başka olgu da domestik oyuncuların artık oyunun kurallarını çok iyi bilmeleridir. Böyle bir çıkışta faizlerin çıkmasını ve TL'nin zayıflamasını pozisyon artırmak için bir fırsat olarak görecektir.*

*Son söz olarak şunu söyleyebiliriz. Global piyasalardaki negatif gelişmelerden kaynaklanan bir sıcak para çekilmesinde TL'nin değer kaybı %10-15'i asla geçmez. Bu da bu işten para kazanma sevdalısı spekülörleri tatmin edecek bir miktar olmaktan çok uzaktır. Cari açığın artmasından kaynaklanabilecek, uzun vadede TL'de reel sebeplerden kaynaklanan bir zayıflama beklentisi üzerine pozisyon almak ise akıllıca olmaz. Çünkü bunun (özellikle AB rotasında olan bir ülkede) ne zaman, ne kadar olabileceğini kimse asla bilemez..*