

Mayıs '06

## İçindekiler

- 1 **Pahalı petrol refah artışı getirecektir**
- 1 **Önemli olan sermayeyi denetleyebilmek**
- 2 **Bütçeyi büyüme finanse ediyor**
- 3 **Enflasyon bu sene %8'e çıkabilir**
- 4 **Faiz indirimleri bir süreliğine rafa kalktı**

SAYI: 05/06

- Turkish Yatırım Araştırma Birimi tarafından her ay yayınlanır.
- Baskıya giriş tarihi: 12.05.2006
- 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

### KEDİ NESİNİ GÖRDÜ?

“Kedi gerisini görmüş, yara zannetmiş.” Rahmetli annem, çok doğal bir şey karşısında şaşırduğumuz zaman böyle derdi. Her sabah TV’de ekonomi haberlerini izlerken, sunucuların yüzündeki endişeli havayı görünce, aklıma annemin sıkça tekrarladığı bu özdeyiş geliyor. Petrol fiyatları arttı; eyvah ! Altın fiyatları arttı; eyvah ! Avrupa Birliğinde büyüme bir türlü yükselmiyor; eyvah ! FED faizleri arttırdı; eyvah ! Borsa düştü, yoksa çöküş mü başladı; eyvah ! Borsa çıktı, yoksa bu bir balon mu ? eyvah !

Ekonomik hayat, bir bakıma, insanlar arasında milli gelirden (veya dünya milli gelirinden) en fazla payı almak maksadıyla oynanan “itiş-kakış” maçıdır. İnsanın ekonomik davranışlarının gerekçesi içinde, karşı tarafla işbirliği yapıp bir “kazan-kazandır” ilişkisi tesis etmekten çok, bazan hiç görmediği ve görmeyeceği “öteki adamı” ütme dürtüsü vardır. Borsa işleri, genelde bu ikinci kategoriye girer. Borsada her “iyi ki aldım” diyene karşı bir “tüh niye sattım” diyen bulunur. Veya tam tersi. Berabere biten maçlar, futbol seyircisini mutlu etmez. Ya yenip, zıp zıp zıplamalı; ya da yenilip, bir sonraki maç için kılıçları bilemelidir.

Petrol fiyatlarının artması çok hayırlı bir gelişmedir. Petrol fiyatlarının artması, hem sermaye birikimi yaratacak, hem de petrol dışı enerji kaynakları için daha fazla kafa yorulmasını sağlayacaktır. Ekonomideki büyük ve küresel sıçramalar “yeni keşif ve icatların” devreye gir-

mesiyle olur. Ucuz petrol dünyayı tembelleştirdi. Pahalı petrol, enerji üretme ve onu verimli kullanma alanlarında insanlığı icata zorlayacaktır. Bu da refah azalması değil, refah artışı getirecektir.

## Sui Generis

Tuğrul Belli

### YABANCI SERMAYE

Türkiye göreceli olarak kamusal sermayesi kıt bir ülkedir çünkü :

a) kapitalist sisteme birikimsiz bir şekilde ve oldukça geç bir evrede dahil olmuştur,

b) mülkünden (burada mülk devlet anlamındadır) rant sağlayacak düzen ve dirliği son döneme kadar sağlayamamıştır.

Yabancı sermayeyi dışlamak Türkiye açısından rasyonel bir davranış olamaz. Zaten global perspektiften bakarsak özel sermayede yerli veya yabancı ayrımı açıkçası sanal bir ayırmadır. Sırf bir gerçek veya tüzel kişiyi Türkiye’de mukim diye yerli (bizden, iyi!) sermaye olarak değerlendirmek saçmadır. Sonuçta o kişi sermayedardır ve çok istisnai bir durum olmadığı sürece mukimi olduğu yerin değil, kendi sermayesinin çıkarı doğrultusunda yatırım kararlarını verir. Bu şekilde hareket etmediği takdirde de rekabetçi bir ortamda ayakta kalamaz.

Yerli veya yabancı olsun şirketler sermayelerine maksimum getiriyi sağlamaya çalışırlar. Bunu yaparken de ister istemez buldukları ekonomiye ücret ve rant şeklinde de gelir aktarmak durumunda kalırlar. Burada devletin amacı yabancı ve/veya yerli sermayeye aşırı kâr aktarmayı önlemek ve kâr-rant-ücret dağılımında denge sağlamak olmalıdır. Peki kapitalist sistemin kuralları içerisinde bu denge nasıl sağlanır?

devamı sayfa 4’de

## Bütçe ve Kamu Finansmanı

### Büyüme bütçeyi finanse ediyor.

◆ Bütçe harcamalarında özellikle sosyal güvenlik açıkları nedeniyle ciddi bir genişleme göze çarpıyor. Ancak bu açık beklenenin üzerinde gelişen vergi gelirleri sayesinde bütçe açığı hedeflerini tehlikeye atan bir boyuta varmış değil. Vergi gelirlerindeki artış da büyümenin bir sonucu.

◆ 2005 sonunda kamunun toplam brüt borç stoku 348 milyar YTL olarak gerçekleşti. Brüt borç stoğunun milli hasılaya oranı da %71.6 ile bir önceki senenin %77.4 oranına göre önemli bir

BÜTÇE DENGESİ (milyon YTL)	Oca.06	Şub.06	Mar.06	Nis.06	2006 Oca-Nis	2006 Hedefi	Gerç./Hedef
<b>Harcamalar</b>	<b>11,604</b>	<b>15,311</b>	<b>12,460</b>	<b>15,142</b>	<b>54,517</b>	<b>174,321</b>	<b>31.3%</b>
1-Faiz Haric. Harcama	9,342	8,548	10,202	11,031	39,124	128,062	30.6%
Personel Giderleri	3,485	2,706	2,749	3,249	12,189	36,021	33.8%
Sos.Güv.Kur.Devlet Primi	471	373	371	383	1,598	4,975	32.1%
Mal ve Hizmet Alımları	479	909	1,251	1,240	3,878	17,721	21.9%
Cari Transferler	4,086	4,064	4,989	4,820	17,959	49,108	36.6%
Sermaye Giderleri	294	352	352	508	1,506	12,452	12.1%
Sermaye Transferleri	0	1	319	82	402	1,834	21.9%
Borç Verme	527	143	172	749	1,592	4,256	37.4%
Yedek Ödenekler	0	0	0	0	0	1,695	0.0%
2-Faiz Harcamaları	2,261	6,763	2,258	4,111	15,393	46,260	33.3%
<b>Gelirler</b>	<b>13,619</b>	<b>12,807</b>	<b>11,899</b>	<b>12,187</b>	<b>50,512</b>	<b>160,326</b>	<b>31.5%</b>
1-Genel Bütçe Gelirleri	13,477	12,670	11,641	11,891	49,679	156,214	31.8%
Vergi Gelirleri	10,134	11,179	9,938	9,592	40,843	132,199	30.9%
Vergi Dışı Gel.	3,289	1,405	1,540	2,243	8,478	21,372	39.7%
Sermaye Gelirleri	21	44	31	27	123	2,269	5.4%
Alınan Bağış ve Yardımlar	33	41	132	29	235	0	
2-Özel Bütçe Gelirleri	89	136	250	258	733	2,962	24.7%
3-Düzen. ve Denet. Kurul.Gel.	53	1	8	39	101	1,149	8.8%
<b>Bütçe Dengesi</b>	<b>2,015</b>	<b>-2,504</b>	<b>-561</b>	<b>-2,955</b>	<b>-4,005</b>	<b>-13,996</b>	<b>28.6%</b>
Faiz Dışı Denge	4,277	4,259	1,697	1,156	11,388	32,264	35.3%

azalma gösterdi. MB net varlıkları, kamu mevduatları ve işsizlik sigortası fonunda biriken varlıkların brüt borç stoğundan çıkarılması ile bulunan net borç stoğu ise milli hasılanın %55.8'ine gerilemiş durumda (2004: %63.5)

◆ Kurumlar vergisindeki indirimle ilk aşamada bütçe gelirlerini azaltıcı bir unsur olmasına rağmen doğru yönde atılmış bir adım olarak değerlendirmiştik. Ancak ilk geçici vergi dönemi gelmiş olmasına rağmen ilgili kanunun hala Meclis'ten çıkmamış olması idareye olan güveni azaltıcı bir durum. Ümit ederiz, Hükümet sözünden dönmemiştir.

## Ödemeler Dengesi ve Dış Ticaret

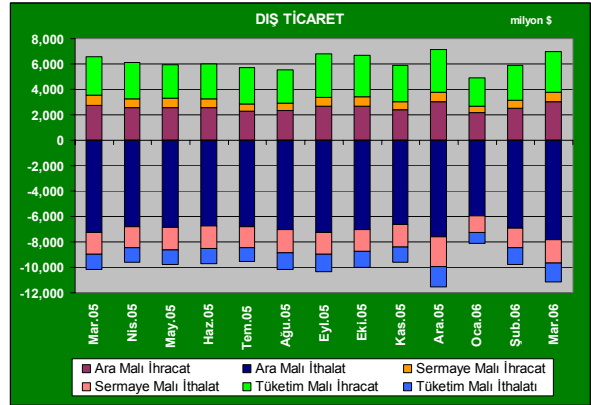
◆ Martta ödemeler dengesi rakamlarında en dikkat çekici gelişme finans hesabı girişlerinde bir azalma olması.

Tabii ki, finans hesabı girişlerinde özellikle büyük etiketli özelleştirmelerden gelen kaynakların yarattığı ani artışlar da söz konusu oluyordu. Ancak mart sonrası MB rezervlerindeki gelişmelere baktığımızda da bir durgunluk olduğu göze çarpıyor. Hatta, 5 Mayıs itibarıyla rezervlerde bir gerileme de söz konusu.

◆ Cari açığın petrol fiyatlarındaki artış dikkate alındığı zaman geçen senenin %24 üzerinde gerçekleşmiş olması normal.

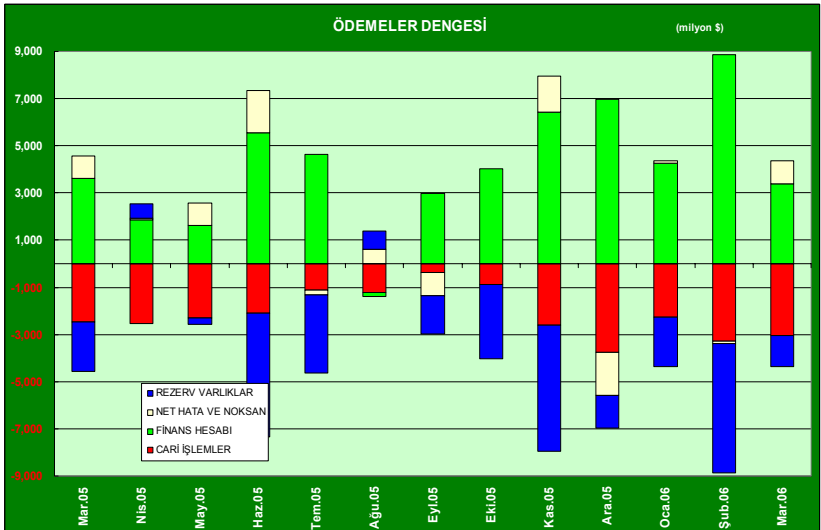
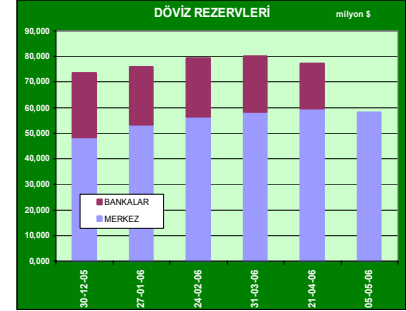
◆ Cari açığın petrol fiyatlarındaki artış dikkate alındığı zaman geçen senenin %24 üzerinde gerçekleşmiş olması normal.

◆ İhracatta bir toparlanma göze çarpıyor. Gerek euronun dolara karşı değer kazanması, gerekse de TL'nin değer kaybediyor olması, önümüzdeki dönemde ihraca-



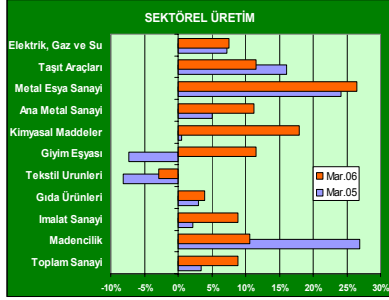
tımızı oldukça ivmelendirebilir.

◆ TİM verilerine göre nisanda ihracat önceki senenin aynı ayına göre %6 artarak \$6.4 milyar olarak gerçekleşti.



## Üretim ve Büyüme

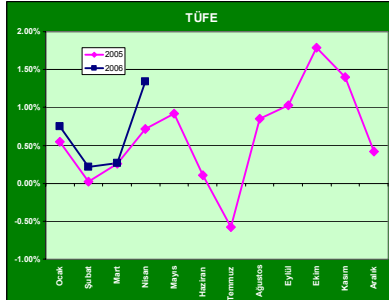
◆ Martta sanayi üretimi %8.8 artış gösterdi. Sektörlere baktığımızda tekstil dışındaki tüm sektörlerin pozitif büyüme gösterdiğini görüyoruz.



## Enflasyon

**Enflasyon %8'e çıkabilir.**

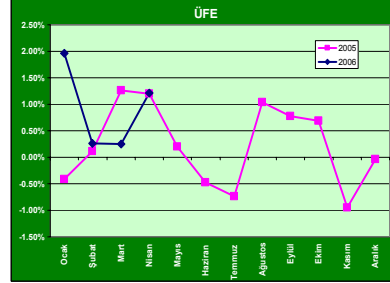
◆ Bazen bir ayda çok şeyler değişebiliyor. Geçen ay enflasyonun %5 hedefi doğrultusunda ilerlediğini ifade etmiştik. Ancak bu ay aynı şeyi söyleyemiyoruz doğrusu. Aşağıdaki grafikten de görüleceği gibi, enflasyonda Nisan'da yukarı doğru ciddi bir kırılma göze çarpıyor.



◆ Nisanda TÜFE %1.34 ve ÜFE %1.21 olarak gerçekleşti. Yıllık enflasyon TÜFE'de %8.83, ÜFE'de ise %4.21 oldu.

◆ En büyük artış %9.2 ile giyim ve ayakkabıda gerçekleşti. Geçen senenin aynı ayında giyim fiyatlarının %7.2 düşmüş olması baz etkisini artırdı. Ancak büyük ölçüde mevsimsellik gösteren giyim fiyatlarının 2 sene arasında bu kadar farklı hareket etmesi garip. Ayrıca giyimden alınan

KDV'nin %18'den %8'e düştüğü bir dönemde böyle bir hareket olması daha da garip. Bazı metodolojik problemler söz konusu gibi duruyor. Ama neticede fiyatları oluşturan veri tabanında bir bozukluk yoksa, bu artışlar bu ay veya sonraki ay TÜFE'yi etkileyecekti.



◆ Biz bu gelişmenin kalıcı bir artış getirdiğini düşünmüyoruz. Ancak son günlerde yaşanan petrol fiyatlarındaki artışın ve TL'nin değer kaybının kalıcı etkileri olabilir. Ekonomide kurlardaki veya ithal ürün fiyatlarındaki değişimlerin yerel enflasyon oranına etkisini ölçen "pass-through" (geçiş) etkisi denilen bir kavram vardır. Son yapılan çalışmalarda kur değişimlerinin enflasyona etkisinin 10 aylık bir süre içerisinde %30 kadar olduğu hesaplanıyor. Ancak burada bir noktayı belirtmekte fayda var. "Pass-through" etkisi kurlardaki değişimin oranı ve yönü ile de çok ilgili. Şöyle ki, düşen kurların (TL'nin güçlenmesi) enflasyon üzerindeki etkisi artan kurların (TL'nin değer kaybetmesi) etkisinden daha az. Ayrıca kurlarda görülecek mesela %3 bir artış ile %30 bir artışın etkisi de farklı. %3 artışın etkisi çok az, hatta sıfır olabilir çünkü yerel üreticiler bu artışları kendi kar marjlarındaki veya işgücü maliyetlerindeki azalmayla karşılayabilirler. Ancak %30'luk artış kısa zamanda aynı oranlara yakın bir şekilde fiyatlara yansıtılmak durumunda kalır.

◆ Bu raporu hazırladığımız saatlerde TL'de euro-dolar sepetinin bir yıllık hareketli ortalamasına göre %10 bir değer kaybı söz konusuydu. Aynı tarzda bir değer kaybı 2004 mayısında da gerçekleşmiş ve sepet 1.72'ye kadar çıkmıştı. Ancak sene içinde sepetin gerilemesiyle birlikte enflasyonda kalıcı bir artış olmamıştı. Bu sene ise daha konservatif bir hesaplamayla %10'luk değer kaybının kalıcı olacağını düşünürsek, bu miktarın en az %20'si çekirdek TÜFE'ye yansımaktır. Ayrıca ithal fiyatların "pass-through" etkisinin de devam edeceği düşünülürse önümüzdeki 6-12 ay içerisinde enflasyonda kalıcı bir artış sürpriz olmayabilir.

◆ Sene içinde en en çekirdek TÜFE olan enerji, alkol-tütün, fiyatları yönlendirilen ürünler ve mevsimlik ürünler hariç TÜFE'nin ulaştığı en düşük rakam %6 idi. Bu rakamı çekirdek olarak alırsak 2006 sonunda %8 civarında bir TÜFE'ye ulaşmamız sürpriz olmayacaktır. Bu rakam enflasyon hedeflemesi programının hedefi olan %5'in oldukça üzerinde ve gerek Hükümetle ve gerekse de IMF ile konsültasyon yapılmasını gerektirecek bir duruma işaret ediyor.

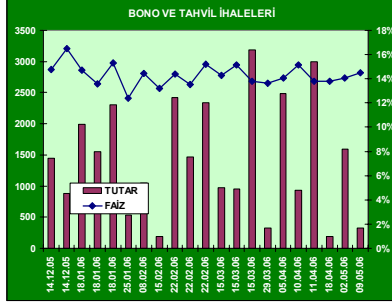
## Faizler

**MB faizleri şimdilik son defa indirdi!**

◆ Yeni guvernörün ilk icraatı beklendiği gibi faizleri 0.25 puan düşürmek oldu. Ancak son gelişmelerle birlikte faiz indirimine epey bir ara verilecek gibi duruyor.

◆ Yükselen faizler ve artan kur karşısında MB'nin fazla bir oyun alanı yok. Bono faizlerinde son dönemde grafikten de izlenen artış hem FED faizlerinin beklendenen daha fazla artma ihtimalinin ortaya çıkmış olmasından

hem de Türkiye'nin özellikle siyasi nedenlerden risk algılamasının artmış olmasından kaynaklanıyor. (Piyasa bonoya getirilen stopajlar gibi teknik sebeplerden de etkilenmiş gözüküyor.)



◆ Ancak açıkçası gelişen bu durum karşısında MB'nin fazla bir manevra alanı yok. Döviz satış yönünde müdahale belki düşünülebilir ancak bu dalgalı kura müdahale ve çıkış kollayan ya-

### SUI GENERIS—s1'den devam

1-Rekabet ortamı her sektörde mümkün olduğunca korunmalıdır. Eğer yabancıların baskın olduğu sektörlerde rekabet ortamı yoksa, aşırı kâr etmeleri söz konusu olabilir. Gümrük duvarlarının (mütekabiliyet esasını gözeterek) düşük tutulması rekabeti sağlamada önemli bir faktördür.

2-Devlet ülke riskini düşürmek konusunda elinden geleni yapmaya devam etmelidir. Açıkçası bu aslında IMF ve Dünya Bankası ile ilişkileri iyi sürdürmek anlamına da gelmektedir. Ancak ilişkileri iyi sürdürmek körü körüne itaat etmek değildir. Ne de olsa bu kurumların ülkelerin öznel şartlarını dikkate almadıklarını ve bazen sermayedarlarının (ABD) politikalarından etkilendiklerini biliyoruz.

3-Sermaye hareketleri serbestisi ve esnek kur politikasından ödün verilmemelidir. Kura müdahale aslında fiyat mekanizmasına müdahale demektir ve ekonomik etkinliği her şartta azaltır. Ülke parasının değerini suni olarak azaltmak, aynı zamanda ülkeyi fakirleştirmek demektir. TL değer kazandığı gibi değer de kaybedebilir. Önemli olan

PARASAL GÖSTERGELER	1	2	3	4	5
(milyon YTL)	28.04.06	31.03.06	30.12.05	1/2	1/3
Dolaşımdaki Para	20,211	18,957	18,276	6.6%	10.6%
Vadesiz Mevduatlar	21,201	21,433	23,483	-1.1%	-9.7%
M1	41,413	40,390	41,759	2.5%	-0.8%
Vadeli Mevduatlar	124,532	121,823	111,387	2.2%	11.8%
M2	165,945	162,212	153,146	2.3%	8.4%
DTH	77,584	78,818	76,440	-1.6%	1.5%
DTH (milyar\$)	58.8	58.7	56.9	0.2%	3.3%
M2Y	243,529	241,030	229,587	1.0%	6.1%
Mevduat Bankaları Kredileri	135,095	130,711	120,994	3.4%	11.7%
Açık Piyasa İşlemleri	13,407	14,549	4,983	-7.8%	169.1%
Kamu Menkul Kıymetleri	135,069	133,463	128,679	1.2%	5.0%

bancaların ekmeğine yağ sürmek olarak algılanacaktır. Günlük faizlerin yükseltilmesi ise zaten kötüleşmekte olan enflasyon beklentilerini daha da olumsuzlaştıracak bir hareket olacaktır. En doğrusu minimum hareketle piyasalardaki bu düzeltmenin geçmesini beklemek.

## Parasal Göstergeler

◆ Banka kredilerindeki artış

aktörlerin bu hareketlerden mümkün olduğunca az etkilenmesini sağlayan mekanizmaların devrede olmasıdır. (Bankaların ve ihracat geliri olmayan şirketlerin açık pozisyonlarının kontrol altında olması, future ve forward işlemlerinin yaygınlaşması gibi.)

4-Transfer fiyatlaması yoluyla kârın dışarıya kaçırılması konusunda devletin çok hassas olması gerekmektedir. Bunun için polisiye tedbirler gerekli olabilir ama aslında piyasa kuralları içinde de denetim yapılabilir. Örneğin, bugünlerde çok revaçta olduğu için bankacılık sektörünü ele alırsak, yabancı sermayeye satılan bankaların Türkiye'de halka açık olmaları önemli bir piyasa denetim aracıdır. Keza bu şirketlerin yerel ortaklarının olması da kar aktarım mekanizmalarına oto-kontrol getirmenin bir yolu olabilir.

5-Kurumlar vergisinin azaltılması ve teşviklerin kaldırılması son derece doğru bir uygulamadır. Zaten eğer idare dünyadaki ekonomi ve piyasa gelişmelerine en üst düzeyde hakim değilse, hiç ama hiç "teşvik" işlerine girişmemelidir.

azalarak da olsa devam ediyor. İlk 4 aydaki artış %12'ye yakın. Mortgage yasasının çıkmasıyla tekrar bir ivme söz konusu olabilir.

◆ Kredilerin mevduata dönüşüm oranı (%60) ve mevduatlar içinde YTL'nin payı (%68) artmaya devam ediyor.

(Tekstil sektörümüz bu teşviklerden aslında 10 küsur sene önce batmıştı, şimdi cenazesini kaldırmaya çalışıyoruz. Keza, tarım sektörümüzün parçalı ve verimsiz yapısında teşviklerin önemli bir yeri vardır.)

Son söz olarak şunu söyleyebiliriz: Yerli veya yabancı olsun sermayeye kârını alma imkanı vermeliyiz. Ancak dünyada sermaye bolluğu vardır ve bu bolluk azalmayacak, aksine gitgide artacaktır. Bunun başlıca sebebi doğal kaynakların (petrol ve diğer madenler) getirisinin çok yükselmiş olması ve bunlara bağlı endüstrilerin de çok yüksek kârlar elde etmekte olmasıdır. Sermaye bolluğumuzun getirisini global ölçekte düşmüştür. Bu ortamda sermayeye hak ettiğinin fazlasını vermek ise enayiliktir. Sermaye kendi ülkesinden belki 3, Çin gibi ülkelerden belki 5 kazanacaktır. Ama pisi pisine bizden 5 kazanmasına göz yummak enayiliktir çünkü 5 kazanması demek ülke olarak rant ve ücret gelirlerimizin o nispette daha az olması demektir. Bu da ülke halkının refahı açısından istenmeyen bir durumdur.