

## İçindekiler

- 1 Yabancıların tahvil yatırımları TL'yi değerli hale getirdi
- 1 ABD ekonomisi soğumalı
- 2 \$4.1 milyarlık cari açığı bir daha görme-yeceğiz
- 3 %10'un altında enflasyon başarı sayılmalı
- 4 MB'nin şok faiz artırımını doğru karar

### SAYI: 06/06

- Turkish Yatırım Araştırma Birimi tarafından her ay yayınlanır.
- Baskıya giriş tarihi: 13.06.2006
- 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.

## Kilometre Taşları

Ege Cansen

### DEĞERLENMEMİŞ PARA, DEĞER KAYBETMEZ

Eldeki bilgilere göre, Hazine'nin Türk Lirası cinsinden çıkardığı iç borçlanma senetlerinin yaklaşık yüzde onbeşi, yurt dışı yerleşiklerin elinde. Bunun anlamı şu: Türkiye'de yaşamayan yabancılar, kendi ülkelerinde, kendi para birimleriyle yapmış oldukları tasarruflarının 25 milyar dolarlık kısmını Türkiye'ye yollamışlar. Bunları, Türk Lirasına dönüştürmüşler ve Türkiye Cumhuriyeti'nin Türk Lirasına nâtik borç senetlerinden satın almışlar. Bunu niye yapmışlar? Çünkü böyle yaparlarsa, tasarruflarına daha fazla bir getiri sağlayacaklarını tahmin etmişler. Düşük faiz veren İngiliz, Alman veya Amerikan devletine borç vereceklerine, yüksek faiz veren Türk Devletine borç vermişler. Bu yüzden Türkiye'de bir döviz arzı fazlası oluşmuş. Arz fazlası, döviz fiyatlarını geriletmiş, TL'nin aşırı derecede değerlenmesine sebep olmuş. Bu aşırı değerlenmenin, Türkiye'deki ve yabancı ülkelerdeki enflasyon farkları hesaba katılarak yapılan bir ölçümlemede en muhafazakar tahminle %50'yi bulduğu anlaşılıyor. Bu durumda TL'nin değer kaybetmesinden doğal ne olabilir?

Burada hemen bir başka hususa işaret etmek istiyorum. Türkiye, Batı ülkeleriyle daha sıkı işbirliği yaptıkça, yani dışa açılması sürdükçe, Türk Lirasının değeri artacaktır. Bunda bir yanlışlık yoktur. Mesele bu değerlenmenin dozundadır. Muhtemelen kurların bugün geldiği düzey, olması gereken düzeydir. Daha yüksek bir kur artışı olabilir, ama gerek-

mez. Türklerin paralarını TL ile değerlendirmeye devam etmeleri, onlara en yüksek getiriyi sağlamaya devam edecektir.

## Sui Generis

Tuğrul Belli

### FED'İN YANLIŞ FAİZ POLİTİKASI

Amerikan Merkez Bankası Federal Reserve'in (FED) Bernanke'den önceki başı Alan Greenspan hakkında çok yazıp söylendi. Bazıları kendisini çok becerikli bir piyasa ustası olarak görürken, bazıları da piyasalarda köpük (bubble) yaratan bir "günü kurtarma" ustası olarak gördü.

FED'in son 45 yıldaki faiz politikasını arka sayfada yer alan grafikte net bir şekilde görmek mümkün. ABD 1970 ortalarına kadar oldukça gevşek bir faiz politikası izlemiştir. Bu gevşek faiz politikası 70'lerdeki petrol krizinde ABD enflasyonunun rekor seviyelere yükselmesine neden oldu. Ancak FED'in başına 1979 yılında Paul Volcker'in gelmesiyle birlikte ABD faiz politikası son derece sıkılaştırıldı. Nitekim 2. petrol krizi sırasında faizlerin %19 gibi rekor seviyelere çıkartılmasıyla enflasyon kısa sürede kontrol altına alındı.

Volcker ve Greenspan'ın ilk döneminde sıkı para politikasının 90 başlarındaki kısa bir süre dışında kesintisiz devam ettirildiği görülüyor. Problem ise 2001'den itibaren ortaya çıkıyor. Şöyle ki, FED enflasyonda net bir düşüş sinyali almadan 2001 başında faizleri düşürmeye başlıyor. 2003 Temmuz'unda %1'e düşürülen faizler tam 12 ay boyunca bu seviyede tutuluyor (FED'in tarihinde bu kadar uzun süre bu kadar düşük faiz uygulanan bir dönem olmamış!) Tabii ki, bu düşüş öncelikle ekonomik büyümeyi canlandırıyor ve fa- kat akabinde enflasyonda da bariz

## Bütçe ve Kamu Finansmanı

◆ Bütçe nakit gelişmelerine baktığımızda ilk 5 ayda, geçene seneye göre gelirlerde %33, giderlerde ise %22 bir artış göze çarpıyor. Bunun sonucunda nakit açığında da 7.4 milyar YTL'den 3.8 milyar YTL'ye %48 oranında bir azalış meydana gelmiş.

◆ Bütçe performansının genel olarak iyi bir gelişim gösterdiğinin altını çizmekle beraber 8.5 milyar YTL'ye ulaşan özelleştirme gelirlerinin önemli bir katkı sağladığını belirtelim.

◆ Sonunda Meclisten geçen Sosyal güvenlik reformu uzun vadede bütçe dengesine olumlu etki yapacaktır. (Tabii, Anayasa

	May.06	May.05	Oca-May 06	Oca-May 05	% fark
<b>GELİRLER</b>	17,936.9	14,155.2	66,688.1	50,310.8	32.6%
<b>GİDERLER</b>	13,781.0	12,467.6	70,543.3	57,748.6	22.2%
FAİZ DIŞI GİDERLER	9,069.6	8,324.4	50,682.2	37,433.8	35.4%
FAİZ ÖDEMELERİ	4,711.4	4,143.2	19,861.2	20,314.8	-2.2%
<b>FAİZ DIŞI DENGE</b>	8,867.3	5,830.9	16,006.0	12,877.1	24.3%
<b>NAKİT DENGESİ</b>	4,155.9	1,687.7	-3,855.2	-7,437.8	-48.2%
<b>FINANSMAN</b>	-4,155.9	-1,687.7	3,855.2	7,437.8	-48.2%
<b>BORÇLANMA (NET)</b>	-1,964.0	-1,431.9	-1,241.1	9,451.6	-113.1%
<b>DIŞ BORÇLANMA (NET)</b>	-409.1	-1,321.9	-1,833.6	-1,393.3	31.6%
Kullanım	1,809.5	1,126.8	5,409.5	5,637.6	-4.0%
Ödeme	2,218.6	2,448.7	7,243.2	7,031.0	3.0%
<b>İÇ BORÇLANMA (NET)</b>	-1,554.9	-110.1	592.5	10,844.9	-94.5%
Kullanım	6,593.9	10,334.3	48,097.3	61,046.0	-21.2%
Ödeme	8,148.8	10,444.3	47,504.7	50,201.1	-5.4%
<b>ÖZELLEŞTİRME GELİRİ</b>	1,162.3	269.9	8,490.1	1,312.2	547.0%
TMSF'DEN AKTARIMLAR	118.4	373.2	152.0	373.2	-59.3%
DEVİRLİ BORÇ GERİ DÖNÜŞLERİ	0.0	0.9	0.0	84.9	
BORÇ VERME (-) (2)	0.0	0.0	0.0	0.0	
<b>BANKA KULLANIMI (NET) (3)</b>	-3,472.6	-899.8	-3,545.9	-3,784.2	-6.3%

mahkemesi bir sürpriz yapmaz ise!). Ancak orta vadede sosyal güvenlik ciddi açıklar vermeye devam edecektir.

## Ödemeler Dengesi ve Dış Ticaret

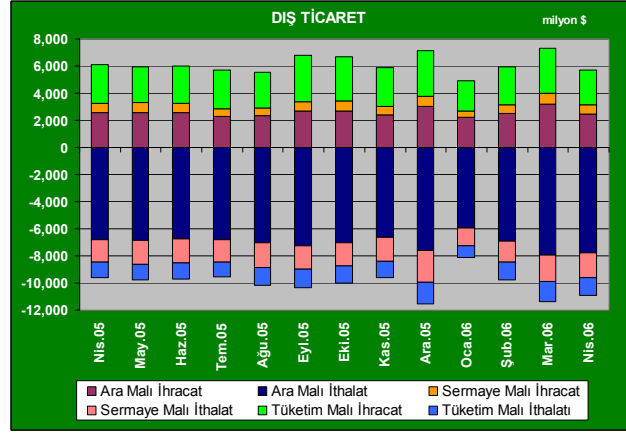
**Cari açık azalmaya başlayacak.**

◆ Nisan ödemeler dengesinde cari açık \$ 4.1 milyar ile çok yüksek boyutlara ulaştı. Dış ticaret rakamlarına baktığımızda, problemin düşük ihracat rakamları olduğu görülüyor. Mart'ta \$ 7.3 milyar olarak gerçekleşen ihracat hacmi Nisan'da \$ 5.7 milyara gerilemiş durumda. Ancak bu durumun geçici olduğunun ve Mayıs

TİM rakamlarına göre ihracat hacminin tekrar \$ 7.3 milyar seviyesine yükseldiğinin altını çizmemiz gerekiyor.

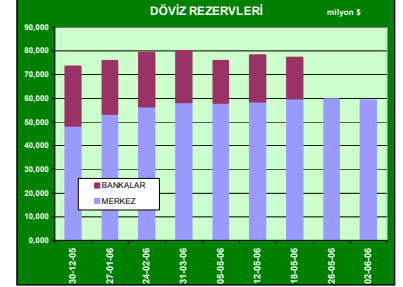
◆ Yaz aylarında döviz girişinin arttığını da dikkate alırsak cari açığın önümüzdeki aylarda gerilemesi kuvvetle muhtemel. Öte yandan Mayıs'ta başlayan ciddi döviz çıkışına rağmen MB rezervlerinin azalmamış olması ödemeler dengesinde "net hata ve noksan" rakamının artmakta olduğuna işaret ediyor.

◆ Cari açığı geriletecek diğer önemli bir faktör tabii ki mayıs ayında yaşanan TL'nin değer kaybı. Her ne kadar bu değer kaybının hangi seviyelerde dengeleneceği net olarak ortaya çıkmamış olsa bile, Mayıstan itibaren dış ticaret



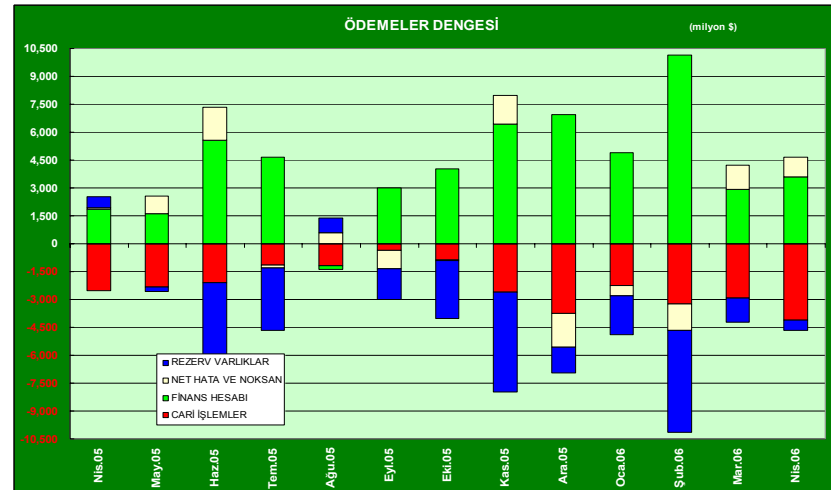
dengesini azaltıcı yönde etkilerini görmeye başlayacağız.

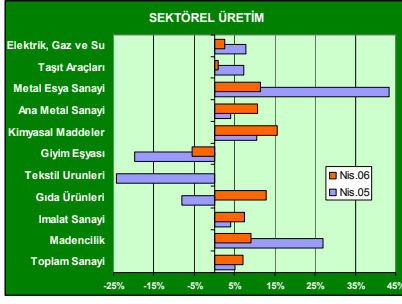
◆ 18 Mayıs itibarıyla bankaların rezervleri sene başına göre \$8 milyar azalmış durumda. MB rezervleri ise 2 Haziran itibarıyla \$59 milyarlık seviyesini koruyor.



## Üretim ve Büyüme

◆ Nisan sanayi üretimi %7.1 artış gösterdi. Sektörlere baktığımızda gene tekstil ve giyim dışındaki tüm sektörlerin pozitif büyüme gösterdiğini görüyoruz.

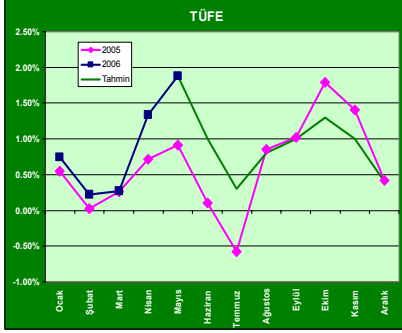




## Enflasyon

**Bu sene %10'un altındaki TÜFE başarılı sayılır.**

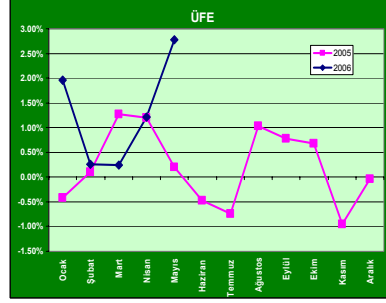
◆ Beklentilerin oldukça üzerinde gelen Nisan enflasyonundan sonra Mayıs enflasyonu da şaşırttı. Mayıs'ta TÜFE %1.88 ve ÜFE %2.77 olarak gerçekleşti. Yıllık enflasyon TÜFE'de %9.86, ÜFE'de ise %7.66 oldu.



◆ Enflasyondaki bu artışta Mayıs'ta meydana gelen döviz hareketlerinin etkisinin minimal olduğunu belirtmemiz gerekiyor. Ancak TL'nin değer kaybı geçici bir nitelikte olsa bile Haziran enflasyonuna menfi etkisi olacağı tartışılmaz. Değer kaybının kalıcı olması durumunda ise enflasyon ciddi ölçüde yukarı gidecektir.

◆ Bazı yorumcular bu sene hedef enflasyona ulaşamayacağı için hedefin de yukarı revize edilmesi gerektiğini savunuyorlar. Bu enflasyon hedeflemesi uygulamasının mantığına son derece ters bir yaklaşım olur. MB sene başında bir enflasyon hedefi ortaya koyarak bu hedefe ulaşmak için elindeki bütün silahları kullanır. Sonuçta hedef tutturulmasa bile,

bütün piyasa oyuncuları MB'nin hedef tutturulacakmış şekilde hareket etmesini bekler, kendi stratejilerini bu beklenti doğrultusunda şekillendirirler. Ama eğer MB sene ortasında "bu hedef tutmayacak galiba, iyisi mi ben hedefi değiştireyim" tarzı bir yaklaşıma girerse piyasada belirsizlik çok daha fazla artar ve enflasyon hedeflemesi uygulamasının bir anlamı kalmaz. Eğer hedef değiştirilecek ise, hedef koymanın ne anlamı var ki?



◆ Son yıllarda enflasyon hedeflemesine geçmiş bulunan bizim gibi gelişmekte olan bir çok ülkede hedefler bazı yıllarda ciddi şekilde sapmış bulunuyor. Örneğin, bir keresinde çok yüksek boyutta olmak üzere 2 kere hedefi aşan Brezilya aynen bizde olduğu gibi günlük faizleri yükselterek para politikasını sıkılaştırma yoluna gitti.

◆ TL'nin değer kaybı tamamen global piyasalardaki fon hareketlerinin bir sonucu. Bu durumu Türkiye'nin siyasi gelişmelerine ve hatta cari açığa bağlamak son derece anlamsız. Ancak kur sepetinin değer kaybının %15'in üzerinde yapışkanlık arz etme gibi bir durum oluşabilir. MB'nin olası böyle bir durumda, global hareketler yatıştıktan sonra, O/N faizleri artırmak dışında döviz düşürücü küçük müdahaleler yapması beklenebilir. Aksi takdirde, kurlardaki artışın iç talebin yüksek olduğu bir dönemde meydana gelmesinin de etkisiyle kurdan enflasyona geçiş oranı-

nın (pass-through) en az %50 olabileceğini ve çekirdek enflasyonun en iyimser tahminle %5 olmasından hareketle, sepet bazında %15'lik bir kaybın enflasyonu %12.5'e çekebileceği riskini de göz önüne almak gerekir.

◆ TÜFE grafiğinde yeşil çizgiyle gelecek 7 ayın tahmini enflasyon oranları gösteriliyor. Buna göre eğer 2 ay içinde enflasyon normalize olsa ve sonbaharda geçen senenin altına düşse dahi, senelik enflasyon %10.5'i geçiyor.

## Faizler

**Faiz artırımını doğru karar!**

◆ MB 0.80 civarında beklenen faiz artışını 1.75 puan yaparak piyasayı şaşırttı. Halbuki 2004'de benzer bir hareketlenmede (faizler 22.50'den 28'e, kur da 1.32'den 1.55'e çıkmıştı) MB reaksiyon vermemiş, günlük faizleri aynı seviyede bırakmış ve piyasa faizleri 3 ay içinde fonlama faizi seviyesine geri gelmişti.

◆ MB'nin faiz artırımında ana amaç iç talebi kontrol altına almaktır. Aslında bizim gibi yarıdolarize ekonomilerde yerel paranın faizini artırmak her zaman iç talebi kısıtlayıcı bir etki yapmaz çünkü yerel para dışında sirkülasyonda yabancı para da vardır. Son 4 yılda MB günlük faizleri çok yüksek tutmuş olmasına rağmen iç talep ve büyüme oranlarının oldukça yüksek gerçekleşmesi bunun bir isbatı. Ancak bugün olduğu gibi paranın değer kaybettiği durumlarda faiz artışı piyasaları soğutmada oldukça etkili olur. (çünkü aynı anda piyasadan dolar da çekilmektedir.)

◆ İkinci piyasa faizlerinin 13'lerden 18'lere çıkması fazla dillendirilmese de bir ölçüde teknik sebeplere de dayanıyor. TL tahvilleri alan yabancıların arka planındaki nihai alıcıya göre vergi-

lendirilecekleri hükmü pek çok bankayı rahatsız ederek kendileri ve müşterileri adına aldıkları

## SUI GENERIS—s1'den devam

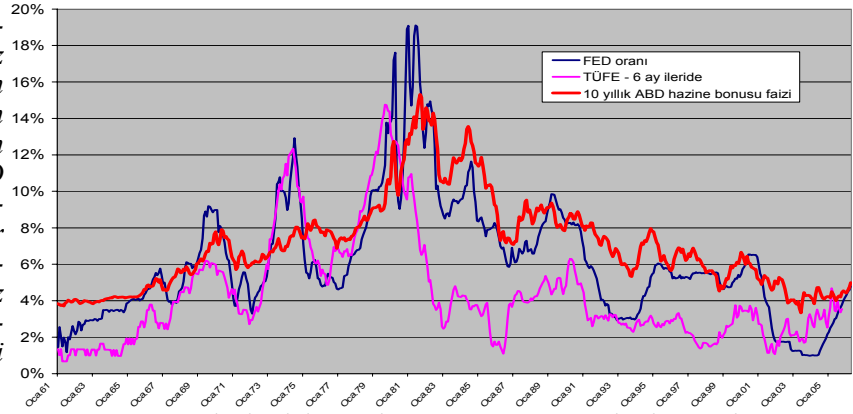
bir kıpırdanmaya yol açıyor. Bu kıpırdanmaya rağmen, FED faiz oranlarını yükseltme konusunda son derece tutuk davranmaya devam ediyor. Ocak 2002'den itibaren faizleri yükseltmesi gereken FED bu kararını tam 2.5 sene geciktiriyor. Sonunda da, faiz oranlarını her toplantıda 0.25 puan artırma yoluna gidiyor. Tabii ki bu utangaç faiz politikası gereken etkiyi göstermekte zayıf kalıyor ve ABD TÜFE'si yükselmeye devam ediyor.

ABD'nin anlamsızca gevşek faiz politikası ABD ekonomisinin beklenmedik derece yüksek oranda büyümesine sebep olduğu gibi, Çin gibi ABD'ye çalışan bir ekonominin de ısınmasını beraberinde getiriyor. Bu durumun petrol ve emtia fiyatlarına yansımaları ve bu artışların maliyet enflasyonuna etkisini ise hep beraber izliyoruz. (Bir başka enteresan etki de bu artışların yarattığı global likiditenin sadece Türkiye gibi ülke tahvillerine değil, ABD tahvillerine yarattığı talep. Öyle ki grafikten de görüldüğü gibi, ABD 10 yıllık tahvil faizlerinin reel getirisi son 25 yılın en düşük oranına gerilemiş durumda.)

Greenspan'ın hangi mantıkla para politikasında böylesine anlamsız bir gevsemeye giriştiği çok tartışılması gereken bir soru olarak karşımıza çıkıyor. Dönemin FED para kurulu (FOMC) tutanaklarına baktığımızda enflasyon endişelerinin bir kenara atılarak, FED'in tamamen ekonomik büyümeye odaklanmış olduğunu görüyoruz. Bir defa herşeyden önce böyle bir yaklaşım gerek modern Merkez Bankacılığı yaklaşımına, gerek FED'in 1979'dan beri uyguladığı para politikasına ve gerekse de Greenspan'ın daha 1996'da finansal piyasaların akıldışı bir aşırılığa (irrational exuberance) sürüklendiğini ifade eden yorumlarına taban tabana zıt bir anlayışı ortaya koyuyor. FED'in aslında pek de bağımsız olmadığı ve Bush ve

tahvilleri satmaya yönlendirdi. Her ne kadar bütçe faiz-dışı fazla vermeye devam ettiği sürece, iç borçlanmada yabancı fonlara

gerek duyulmayabilirse de, bu durum menkul değerlere getirilen stopaj uygulamasının ne kadar hatalı olduğunun da bir kanıtı.



avanesinin o günkü baskılarına karşı koyamadığı açıkça görülüyor.

ABD'nin geçmişteki yanlış faiz politikasının bugün geldiğimiz noktada ciddi küresel dengesizliklere (global imbalances) sebep olduğu malum. Bu durum bir düşüş spiriline (vicious circle) yol açar mı, yoksa bu dengesizlikler bir yumuşak iniş ile çözülebilir mi? – bunlar günümüzün 2 önemli sorusu. Bu sorulara şu öngörülerle cevap verebiliriz:

1-ABD para politikasını daha da sıkılaştırmak zorundadır. Sıkı para politikası en basit tanımıyla günlük faizlerin uzun vadeli faizlerin (10-yıllık benchmark tahvil faizleri) üzerinde bir yerde oluşmasıdır. Bu da bizi bugünkü şartlarda en az %5.5 faiz oranına getirir.

2-Reel faiz olarak baktığımızda nominal %5.5 çok da yüksek bir oran değildir. Büyümeyi yavaşlatsa da, ABD'de kalıcı bir resesyona sebebiyet vermez. Ancak gelişen şartlar Fed'i faizleri 6 ve üstüne çıkarmaya zorlarsa o zaman bu durum global düzeyde bir resesyona yol açabilir. (Tarihsel verilere baktığımızda ekonomiyi frenlemek için FED faizlerinin bugünkü enflasyon düzeylerinde %10'lara kadar çıkarıldığı vaki. Ancak Amerikan şirketleri ve vatandaşlarının borçluluk oranlarının eskiye göre çok yükselmiş olduğunu dikkate aldığımızda, soğumanın daha düşük bir faiz oranıyla gerçekleştirilebilmesi ihtimali artıyor.)

3-Diğer önemli bir nokta ABD faizleri yükselirken doların değer kazanacak olmasıdır. (Bu durum biraz da reel faizlerin ne kadar yükseleceğine bağlı. Ancak her halükarda doların kalıcı bir şekilde değer kaybetmesi –hele diğer gelişmiş ekonomilerin faiz oranlarını bu oranda yükseltmeyeceklerini dikkate aldığımızda- söz konusu olmaz.) Her ne kadar pek çok yorumcu ABD cari açığının kapanması için doların değer kaybetmesi gerektiğini düşünse de, cari açığı asıl kapatacak unsur ABD ekonomisinin soğumasıdır. Dolar güçlense bile ekonominin soğuması ithalatı azaltacaktır. Ayrıca güçlenmiş dolar ithalattan kaynaklanan enflasyonu (pass-through) azaltacak, emtia fiyatları üzerinde geçmişte doların zayıflamasından kaynaklanan baskıyı kaldıracak ve ABD şirketlerinin yurtdışı gelirlerini dolar bazında artıracaktır.

Son söz olarak tekrarlamakta yarar var: Merkez Bankaları para politikalarını sadece ve sadece enflasyona odaklamalıdır. Eğer Greenspan 5 sene önce Bush hükümetiyle kol kola girerek büyümeyi desteklemek için gevşek bir para politikasını benimsemiş olmasaydı, bugün bu sorunları konuşuyor olmayacaktık. Uzmanlığı enflasyon hedeflemesi olan Bernanke'nin de bu dalgalanma atlatıldıktan sonra FED'in politikalarını enflasyona odaklayacağı düşünüyorum.