

- 1 Dünyadaki likidite fazlası bize de yağmur yağıyor
- 1 Rekabeti bozmadığı süre yabancı sermaye iyidir
- 2 2007 bütçesine kaynak gerekiyor
- 2 Enerji fiyatlarının cari açığa etkisi tartışılmaz
- 3 Faizler neden yüksek seyrediyor?

SAYI: 10/06

- Turkish Yatırım Araştırma Birimi tarafından her ay yayınlanır.
- Baskıya giriş tarihi: 18.10.2006
- 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 abone olmak isteyenler, e-mail adresine başvurabilirler.

Baskı: Doğan Can Ofset tel: (212) 5675383

Kilometre Taşları

Ege Cansen

BEREKETLİ YAĞMURLAR

Bir zamanlar cari açık vermek, "parası döviz olmayan" az gelişmiş ülkelerin belasıydı. Dış ticaret hadleri, sürekli az gelişmiş ülkelerin aleyhine değiştiğinden, yani ihraç ettikleri malların fiyatları, ithal ettikleri malların fiyatlarına göre düş-tüğü için, bu ülkelerin başı "cari açık" belasından kurtulmazdı. Bu açıklar, uluslararası para piyasalarında bir "döviz talebi"ne sebep olurdu. Dövizin fiyatı da bu sebeple artar dururdu. Son beş yıl içinde bu mekanizme tam tersine döndü. Cari açık veren ülkeler listesinin başına, ulusal parası, küresel para olan ABD oturdu. Kaba hesaplara göre, ABD'nin kümülatif cari açığı 6 trilyon dolara varmış bulunuyor. Son yıllarda İngiltere artan miktarlarda ve ihracat şampiyonu Almanya'ya rağmen Euro bölgesi de ufak ufak cari açık vermeye başladı. Bu yüzden dünya para piyasalarında bir "döviz arzı" sorunu/fırsatı var. Türk ekonomisi cari açıklarını nasıl bu kadar kolay finanse edebiliyor, başta bankaları olmak üzere, Türk firmaları nasıl olup da, patronlarının rüyalarında görmedikleri fiyatlara satılıyor veya nasıl oldu da özelleştirmelerde bu kadar başarılı olundu sorularının cevabı, dünyadaki bu döviz arzı fazlasındadır. Bunun bir sonucu da döviz fiyatlarının, cari fazla veren ülkelerin parasına göre düşmesi olacaktır.

Ben bu olaya, Amerika'dan gelen dolar yüklü bulutların, Çin'den gelen ucuz mal yüklü bulutlarla, Türkiye üzerinde cephe oluşturması sonucunda

ülkemize yağın bereketli yağmurlar diyorum. Yağmur kısa vadede dincek gibi durmuyor. Yağmur yağarken küpünü dolduranlar olduğu gibi, küpü olmadığı için sadece üstü islananlar, bu ülkede birlikte yaşayıp gidiyoruz. Haydi hayırlısı.

Sui Generis

Tuğrul Belli

BANKACILIKTA YABANCI SERMAYE

Son olarak Akbank'ın %20'sinin Citibank'a satılmasıyla Türk bankacılığında yabancı sermayenin ciddi boyutta artmış olduğu gözleniyor. Şu anda görünürdeki yabancı oranı %20 ise de, halka açık bankaların hisselerinin önemli bir bölümünün yabancı yatırımcıların elinde olduğunu ve önümüzde satışı beklenen Halk Bankası, Oyakbank ve birkaç orta-küçük çaplı bankanın daha olduğunu dikkate aldığımızda yabancı oranının çok yakında %50'ler seviyesine gelmesi mümkün gözüküyor.

Bu durumun Türk ekonomisi için müsbet bir gelişme olduğunu baştan ifade edelim. Bütün bu bankalar Türkiye'ye "iş" yapmak için geliyorlar. Hepsinin özellikle son yıllarda dünya ekonomisine damgasını vuran likidite bolluğu nedeniyle, fazla kaynakları var. Bu kaynaklarla bizim gibi ülkelerde yatırım yaptıkları gibi, sonrasında tabii ki o ülkenin reel sektörünü de ucuz kaynaklarla finanse etmeyi sürdürecekler.

Yabancı bankalar aynı zamanda reel sektöre bir disiplin getiriyor: Bu, şeffaf bilançolar ve ayağı yere basan proje ve fizibilitelerle iş yapma olgusu. Yabancı bankalar tabii ki aynı zamanda know-how ve yeni finansal ürünleri de beraberlerinde getiriyorlar.

devamı sayfa 4'de

Bütçe ve Kamu Finansmanı

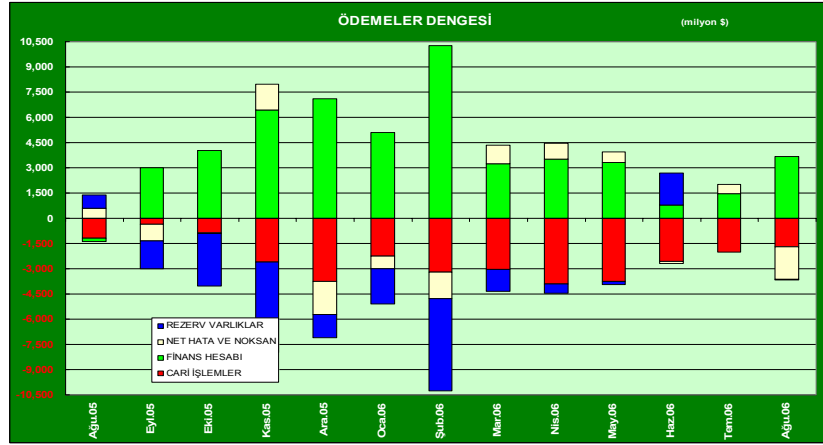
2007 bütçesine kaynak gerekiyor

◆ İlk 9 ayda özel bütçeli kuruluşlara ve belediyelere ödenen ve şimdiden 2006 ödeneğini aşmış bulunan sermaye transferleri kalemini bir kenara koyarsak, en yüksek oranlı artış mal ve hizmet alımlarında gerçekleşmiş. Ancak faiz harcamalarının bütçe içindeki oranı azaldıkça mal alımları ve sermaye giderleri gibi devletin altyapıya yönelik yatırımlarının payının artması kaçınılmaz. Hala

MERKEZİ YÖNETİM BÜTÇESİ	2005	2006	2005-06	2006	Gerç./	
(milyon YTL)	Eyl.06	Oca-Eyl.	Oca-Eyl.	Artış	Hedefi	
Harcamalar	14,375	113,030	129,423	14.5%	174,321	74.2%
1-Faiz Hariç Harcama	10,884	77,794	91,796	18.0%	128,062	71.7%
Pers. Giderleri ve SGK Prim.	3,387	28,181	28,201	0.1%	40,996	68.8%
Mal ve Hizmet Alımları	1,172	7,902	11,119	40.7%	17,721	62.7%
Cari Transferler	4,665	33,750	37,802	12.0%	49,108	77.0%
Sermaye Giderleri	785	5,307	6,042	13.9%	12,452	48.5%
Sermaye Transferleri	229	804	2,017	150.8%	1,834	110.0%
Borç Verme	241	3,838	3,055	-20.4%	4,256	71.8%
Yedek Odenekler	0	0	0	1.695	0.0%	0.0%
2-Faiz Harcamaları	3,491	35,235	37,627	6.8%	46,260	81.3%
Gelirler	12,517	95,525	128,039	34.0%	160,326	79.9%
1-Genel Bütçe Gelirleri	12,104	93,922	124,830	32.9%	156,214	79.9%
Vergi Gelirleri	10,674	77,817	102,006	31.1%	132,199	77.2%
Vergi Dışı Gel.	1,331	14,998	22,033	46.9%	21,372	103.1%
Sermaye Gelirleri	35	174	252	44.6%	2,269	11.1%
Alınan Bağış ve Yardımlar	64	933	540	-42.1%	0	0.0%
2-Özel Bütçe Gelirleri	308	1,603	2,161	34.8%	2,962	73.0%
3-Düzen. ve Denet. Kurul.Gel.	104	1,047	1,047	1.149	1,149	91.1%
Bütçe Dengesi	-1,858	-8,193	-1,385	-83.1%	-13,996	9.9%
Faiz Dışı Denge	1,633	27,042	36,242	34.0%	32,264	112.3%

yatırımların milli gelire oranı bakımından kamu sektörü gelişmiş ülkelerin oldukça gerisinde. (Tabii, burada asıl mühim olan yatırımın miktarı değil kalitesi, o da ayrı bir konu!)

◆ Bazı yorumcular mayıstan itibaren faizlerin yükselmesi dolayısıyla bütçedeki faiz harcamalarının da arttığı şeklinde son derece yanlış teşhislerde bulunuyor. Bütçe bilindiği gibi nakit hareketleri bazında düzenleniyor. Bu nedenle bugün artan faizlerin etkisi ancak satılan tahvillerin faiz ödemeleri döneminde ortaya çıkıyor. Faizlerin arttığı mayıs ortasından beri eylül ayına intikal eden faiz ödemeleri ise sadece 91 günlük 13.09.06 vadeli ihaleden kaynaklanıyor. Onun da faiz oranı çok yüksek değil: %15.76.



◆ Ancak tabii ki faizlerdeki artışın etkilerini önümüzdeki sene bütçesinde göreceğiz. Kaba bir tahminle faiz artışları 2007 bütçesindeki faiz giderlerini en az 2.5 milyar TL kadar artıracak

◆ Halen mecliste görüşülen 2007 bütçesinin 204.9 milyar TL olması planlanıyor. Bu, 2006 bütçesinin %17 üzerinde bir harcamayı ifade ediyor ki, oldukça yüksek. Bu harcamalara mutlaka kaynak bulunmalı yoksa ekonomik programın en önemli temel direği olan sıkı bütçe politikası darbe yemiştir.

◆ Eylülde önceki ayın aksine iç borçlanmada kullanım ödemelerinin altında kaldı. Nakit açığı ise

Hazine'nin (oldukça şişmiş olan) mevduatıyla karşılandı.

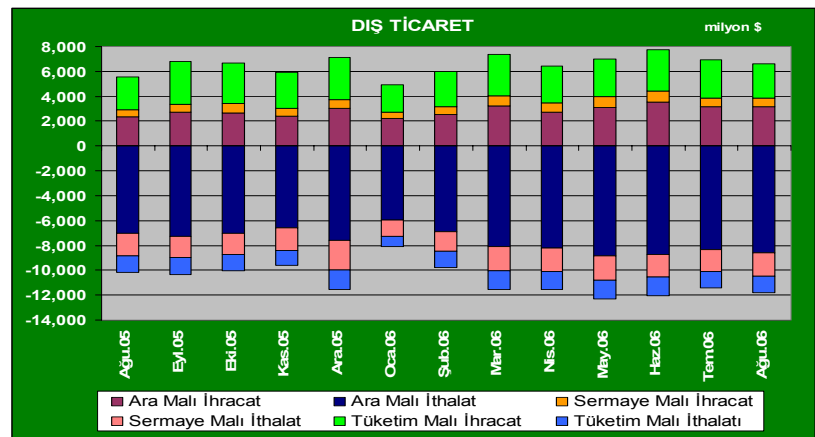
Ödemeler Dengesi ve Dış Ticaret

Enerji fiyatları cari açığı azdırıyor

◆ Her ne kadar ağustos cari açığı temmuzun altında geldiye de geçen senenin aynı ayıyla karşılaştığımızda gene de beklentimizin üzerinde gerçekleşti. Son 12 ayın kümülatif açığı da \$ 30 milyarın üzerine çıkmış durumda. Öte yandan finans hesabından girişler tekrar cari açığın çok üzerinde gerçekleşmeye başladı. Bu trendin eylül-ekim'de de devam etmesini bekliyoruz.

◆ İthalat fiyat endekslerine baktığımızda ağustosta beklenen ithalat fiyat artışlarındaki azalmanın henüz gerçekleşmemiş olduğunu görüyoruz.

◆ Bizim uzun zamandır ısrarla



altını çizdiğimiz son dönemdeki cari açık artışlarının petrol ve doğalgazdaki fiyat artışlarından kaynaklandığı savına “ama ihracat fiyatlarımız da artıyor, bu nedenle dünya enerji fiyatlarındaki artış nette cari dengeyi etkilememesi lazım, ayrıca asıl olan iç talebi kesmek” gibi bazı yorumlar geldi. Bu tip yorumları yazanlara Türkiye'nin enerji kaynaklarına bağımlı bir ülke ve ihracatının katma değer olarak milli gelir içindeki payının da sadece %3 olduğunun hatırlatılması gerekiyor. Biz petrolün çok büyük bir bölümünü iç tüketim için ithal ediyoruz ve büyüme oranımızı sıfırlasak dahi enerji ithalat faturamızı cari açığı ciddi şekilde daraltacak oranda düşüremeyiz.

◆ Eylülde TİM verilerine göre ihracat %10,5 artarak \$7.7 milyara yükselmiş bulunuyor. Dış ticaret açığı eylülde gene \$ 5 milyar üzerinde gerçekleşecek.

◆ Haziran sonu itibarıyla dış borçların dökümü açıklandı. Buna göre ilk 6 ayda borçlarımız \$ 22.5 milyar artış göstermiş.

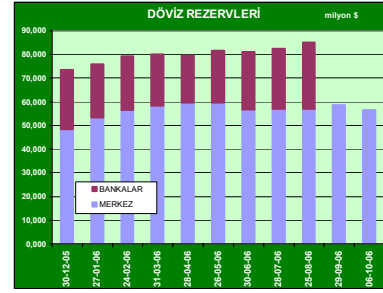
	Ara.05	Haz.06	Fark
K.V.Kamu Borçları	2,763	2,774	11
K.V.Banka Borçları	17,740	20,799	3,059
K.V.Özel Sektör Borçları	17,744	20,154	2,410
Orta-Uzun V. Kamu Borçları	80,768	79,888	-880
Orta-Uzun V. Banka Borçları	15,316	20,331	5,015
Orta-Uzun V. Özel Sek.Borçları	36,747	49,671	12,924
Toplam	171,078	193,617	22,539

◆ Geçen sene sonunda dış borçların milli gelire oranı %47 iken bu senenin ilk 6 ayı sonunda %50'nin üzerine çıkmış bulunuyor. Ancak borç artışında parite etkisini de dikkate almak gerekiyor. Sene sonunda 1.18 olan euro/dolar kuru haziran sonunda 1.28'e yükselmişti. Yani, euro cinsinden borçlarımızın dolar değeri bu oranda arttı.

◆ En büyük artış \$ 13 milyar dolar ile özel sektörün orta ve uzun vadeli borçlarında.

◆ Borçların kompozisyonundaki gelişmeler ise olumlu. Şöyle ki,

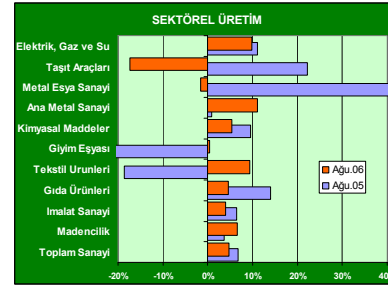
net olarak kamu borçları azalırken kısa vadeli borçların toplam borçlara oranı da %22.5 seviyesinde kalmış durumda.



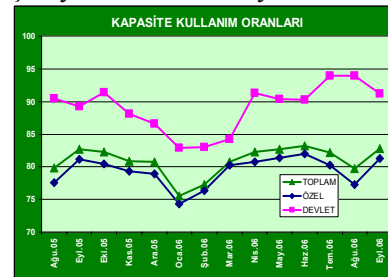
◆ Kısa vadeli borç miktarını MB rezervleri ile karşılaştırdığımızda da 2005 sonuna göre bir düzelme görüyoruz. 2005 sonunda %79 olan bu oran hazıranda %77'ye gerilemiş.

Üretim ve Büyüme

◆ Ağustosta sanayi üretim endeksi üretim artışında biraz daralma olduğunu teyit ediyor. Ancak, bu daralmanın neyse ki bazılarının arzu ettiği boyutlarda olmadığını da söylemeliyiz.



◆ Artış oranındaki azalma biraz da baz etkisinden kaynaklanmakta ve bu durum sene sonuna kadar devam edecek çünkü geçen senenin son 5 ayında ortalama sanayi artış oranı %8 gibi çok yüksek oranlardaydı.

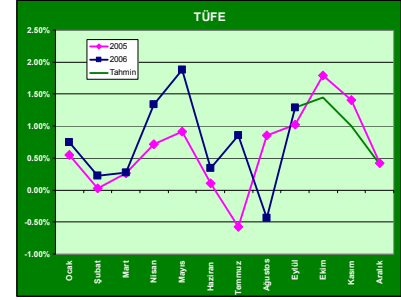


◆ Öte yandan kapasite kullanımını eylülde mevsimsel nedenlerden tekrar artarak azda olsa geçen senenin üzerine çıktı. Bu da pozitif büyümenin devam ettiğinin göstergesi.

Enflasyon

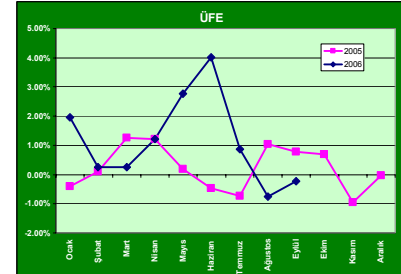
Enflasyon 2006'da tek hanede

◆ Eylülde TÜFE %1.29 artarken, ÜFE %0.23 oranında geriledi. Yıllık enflasyon TÜFE'de %10.55, ÜFE'de ise %11.19 oldu.



◆ Mevsimsel nedenlerle eğitimin (%3.65) ve ramazanın hemen öncesi olması nedeniyle de gıda fiyatlarının (%2.86) artış eğilimine geçtiği görülüyor.

◆ Eylülde enerji fiyatlarında ciddi azalışlar yaşanmasına rağmen bunun TÜFE'ye etkisi oldukça sınırlı kalırken ÜFE'de ise önemli bir etki yaptı.



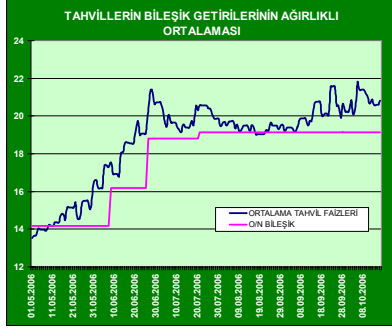
◆ Ekimde enerji fiyatlarındaki azalışın TÜFE'yi daha çok etkilemesi ve artışın özellikle geçen sene ekimine göre sınırlı kalması beklenebilir.

Faizler

Faizler yüksek seyrediyor

◆ Yurtdışı piyasalardaki iyileşmeye, likiditenin bir ölçüde

serbest bırakılmasına ve borsa-daki para girişlerine rağmen tahvil faizleri fonlama faizinin üzerinde seyretmeye devam ediyor. Bunda bir ölçüde 2007 bütçesi ve siyasete bağlı enflasyon beklentilerinin halen çok gerilememiş olmasının ve yükselen faizler nedeniyle belli bir "hit" yemiş olan piyasa oyuncularının bir süre daha yüksek reel faizlerle plasman yapma isteklerinin etkisi de var.



SUI GENERIS—s1'den devam

Temel olarak bu gelişmeye karşı çıkanlar yabancı bankaların olası krizlerde çok daha konservatif davranarak yeni kredi açmayacaklarını, olan kredilerini geri çekeceklerini ve bu durumun krizi tetikleyici etkisi olabileceğini iddia ediyorlar. Ben aynı kanaatte değilim doğrusu. Bu tarz kolektif bir kredi tayinlamasının kendi açılarından da son derece riskli olacağını bilincinde olarak hareket edeceklidir. Ayrıca, plasmanlarını olası piyasa risklerine karşı çok daha iyi "hedge" edeceklerine de kimsenin şüphesi olmasın.

Ben 2 konuya daha çok önem veriyorum. Birincisi piyasada özellikle büyük pay sahibi olacak yabancı bankaların gerçekten de bu konuda son derece geniş bir tecrübesi olan büyük ve köklü uluslararası bankalar olması, ki bugüne kadar yapılan evlilik ve satın almalarla piyasaya giren yabancı bankaların hepsinin bu tarzdaki bankalar olduğunu söyleyebiliriz. Bugünden sonra da BDDK ve Hükümet yetkililerinin bu konuda hassas

PARASAL GÖSTERGELER	1	2	3	4	5
(milyon YTL)	29.09.06	25.08.06	30.12.05	1/2	1/3
Dolaşımdaki Para	22,006	22,409	18,276	-1.8%	20.4%
Vadesiz Mevduatlar	22,594	21,873	23,483	3.3%	-3.8%
M1	44,601	44,281	41,759	0.7%	6.8%
Vadeli Mevduatlar	132,061	130,545	111,387	1.2%	18.6%
M2	176,662	174,827	153,146	1.0%	15.4%
DTH	93,280	91,113	76,440	2.4%	22.0%
DTH (milyar\$)	62.5	61.9	56.9	1.1%	9.8%
M2Y	269,941	265,940	229,587	1.5%	17.6%
Mevduat Bankaları Kredileri	160,542	155,045	120,994	3.5%	32.7%
Açık Piyasa İşlemleri	3,683	2,243	4,983	64.2%	-26.1%
Kamu Menkul Kıymetleri	139,629	138,758	128,679	0.6%	8.5%

◆ Ancak normal şartlarda bir süre sonra 2. piyasa faizlerinin fonlama faizleri seviyesine gerilemesi şaşırtıcı olmayacaktır.

Parasal Göstergeler

◆ Geçen aya göre açık piyasa işlemlerinde belirgin bir artış olduğu görülüyor.

◆ DTH'da geçen ay dikkat çektiğimiz artış az da olsa devam ediyor. Bu gelişmeden ise tasarruf sahiplerinin dolar kurunun bugün-

davranmaları gerekiyor (Nasıl ki İngiliz bankacılık otoritesi (FSA) Sabancı Bank'ın bir Kazak bankası tarafından satın alınmasına izin vermediyse, BDDK'nın da gerek duyduğu durumlarda bu izinleri vermemesi gerekiyor.) Piyasa disiplini dışında hareket etme potansiyeli olan bankalar tüm sektör için tehdit oluşturabilir.

İkinci kritik konu ise bankaların denetlenmesi ve kartelleşme eğilimlerinin önüne geçilmesi. Burada da BDDK'ya müthiş sorumluluklar düşüyor. Öncelikle yabancı bankaların hem son derece sofistike ürünlerinin olduğunu, hem de birçok ürününün yurtdışı bacakları olduğunu / olabileceğini öngörmek gerekiyor. Bu durumda denetleme yapmak kolay değil açıkçası. Gerekiyorsa BDDK'nın yerli ve yabancı tecrübeli piyasa profesyonelleriyle çalışması faydalı olacaktır.

Kartelleşme konusunda da dikkatli olunması gerekir. Eğer büyük yabancı bankalar ürün fiyatlamalarını birbirleriyle işbirliği

kü seviyelerini alt limit olarak görmeye devam ettikleri sonucunu çıkartabiliriz.

◆ Yüksek faizlere rağmen banka kredilerinin de eskiye oranla daha yavaş da olsa artmakta olması da ekonomik canlılığı gösteren diğer ilginç bir gelişme.

içinde belirlerlerse, bu durum nihai tüketici açısından son derece dezavantajlı bir durum yaratabilir. Nitekim, ticari bankacılık piyasası yerli sermaye ağırlıklı olan bazı gelişmiş yabancı ülke piyasalarında bile bu eğilimi görüyoruz. (Eğer İngiltere gibi yıllar boyunca sermayeye getiri %15'lerin üzerinde gerçekleşiyorsa, o sektörde piyasadışı bazı oluşumların varlığı söz konusudur). Biraz da yerli bankaların sermaye büyütme amacıyla bu duruma merkezi otoriteler göz yumuyor bile olabilir. Ancak Türkiye için bu doğru bir yaklaşım olamaz çünkü sektörün çoğunluğu yabancı sermayenin elinde olacağı için bankacılıkta rekabet-dışı yaratılan aşırı kârlar da bir anlamda yurtdışına transfer olacak demektir. Böyle bir durumda yerli kalacağımızı varsaydığımız Ziraat ve İş Bankası gibi bankaların bir ölçüde piyasayı disipline edici yaklaşımlarda bulunması bile gerekebilir. Ancak tabii ki esas olan rekabetçi ortamın her şart altında korunmasıdır.