

1 Yasayla değil, dene-
timle düzen sağlanır

1 Yüksek faiz iç talebi
etkiliyor

2 2007 bütçesi enflas-
yon hedefiyle uyumlu
değil

2 Dış ticaret hız kesiyor

3 Para politikası ne
kadar sıkılabilir?

SAYI: 11/06

- Turkish Yatırım Araştırma Birimi tarafından her ay yayınlanır.
- Baskıya giriş tarihi: 16.11.2006
- 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

SIKI YASA YOLSUZLUK YARATIR

Şimdi size zor bir soru sormak istiyorum. Yolsuzlukları önlemenin yolu, yasaları sıkılaştırmak mıdır? Mesela ihale kanununu sıkılaştırmak ve kamunun yapacağı inşaat, özelleştirme veya satınalama ihalelerini çok ayrıntılı objektif kriterlere bağlamak, yolsuzlukları azaltır mı, arttırır mı? Bu sorunun cevabı, mantiken "azaltır" olmalıdır. Ben aksi kanaattayım. Çünkü biliyorum ki; en büyük ihale yolsuzlukları, en sıkı şartlara bağlanmış ve hatta TV'de canlı yayınlanan bir müzayedede yaşanmıştır. Türk Ticaret Bankası'nın özelleştirme ihalesini hatırlayın yeter. Usulüne uygun davranış, sadece kamuflajdır.

Son zamanlarda çok sayıda özel banka, kısmen veya tamamen yabancılara satıldı. Bu bankaların patronları, bankalarını yabancılara satarken ihale yarasını dikkate almadı. Hatta bu satışların hiç biri için "ihale" dahi açılmadı. Patronlar, alıcılarla sıkı pazarlıklar yürütüp sonunda mallarını en iyi fiyattan sattılar. Bu satışların hiç birinde, bir yolsuzluk olduğuna dair basına bir haber sızmadı. Acaba yolsuzluk yapıldı mı sorusu akla bile gelmedi. Gayet doğal. Çünkü "yolsuzluk, kamusal yetkiyi, kişisel çıkar için kullanmaktır". Ortada kullanılan bir kamusal yetki yoktu. Kişisel yetki vardı. Kişisel yetki de kişisel çıkar için kullanıldı, dolayısıyla yolsuzluk için oyun alanı oluşmadı.

Acaba, kamuda da ihale yapan makamları işgal eden kişiler, kendi malını satan bir patron

kadar yetkili kalınsa ve bunlar, satış veya alış ihalelelerini, ister müzayedeyle, ister pazarlıkla yapsalar ve de (burası çok mühim) aldıkları kararlardan dolayı, mahkemeye verilme riskleri olmasa, daha az yolsuzluk olmaz mı? Eğer bu kişilerin para yemenden şüphe ediliyorsa, bunun çaresi, ihale yarasını sıkılaştırmak mı, yoksa kendisi ve yakınlarının "servet artışlarını" denetlemek mi?

Sui Generis

Tuğrul Belli

FAİZLER NEDEN YÜKSEK SEYREDİYOR?

Faizler bölümündeki grafikten de görülebileceği gibi 2. Piyasa faizleri Mayıs'tan beri yüksek düzeylerde seyrediyor. Her ne kadar MB'nin fonlama faizlerini yükseltmiş olması da, 2. piyasa faizleri üzerinde bir baskı yaratıyorsa da, grafikten görüldüğü gibi 2. piyasa faizleri fonlamanın oldukça üzerinde seyrediyor.

Bilindiği gibi 2004 yılının mayıs ayında aynen bu sene yaşadığımız gibi bir döviz kuru artışı gerçekleşmişti. Akabinde de 2. piyasa faizleri artmıştı. Enflasyon beklentileri %10 civarındaydı. Ve bugün olduğu gibi oldukça stresli bir ortam vardı: 17 Aralık'ta AB Türkiye ile müzakerelere başlama konusunda karar verecekti. Peki bu ortamda faizler nasıl hareket etti? MB fonlama faizleri yıllık %24.6 idi. Mayıs başındaki kur hareketlenmesi ile birlikte piyasa faizleri %30'a kadar çıktı, daha sonra 3 ay içerisinde faizler fonlama faizi seviyesine geriledi. Hatta, öyle ki MB faizleri 8 Eylülde 2 puan daha düşürdü. Bu gelişmeler olurken kur seviyesinin yüksek kaldığını ve ancak 17 Aralık

devamı sayfa 4'de

Bütçe ve Kamu Finansmanı

Bu bütçeyle %4 enflasyon zor

◆ Geçen ay meclise sunulan 2007 bütçesine göz gezdirdiğimizde dikkati çeken noktalar şöyle:

- Bu sene milli hasılanın %1'inden daha düşük gerçekleşmesini beklediğimiz bütçe açığı seneye %3'e yaklaşıyor.
- %4 enflasyon hedefinin olduğu bir senede %17 gider artışı fazla.

	2006		2007	
	Ger.Tahmini	Teklif	Fark	
Giderler	175.2	204.9	16.9%	
Faiz Hariç Giderler	129.0	152.0	17.8%	
Personel ve SGK Giderleri	42.7	53.8	26.0%	
Mal ve Hizmet Alımları	18.3	15.6	-14.7%	
Faiz Harcamaları	46.3	52.9	14.5%	
Cari Transferler	50.8	60.9	19.7%	
Sermaye Giderleri	10.8	12.1	11.9%	
Sermaye Transferleri	2.6	3.6	42.2%	
Borç Verme	3.8	3.7	-3.5%	
Yedek Ödenekler	0.0	2.3		
Gelirler	172.2	188.2	9.3%	
Vergi Gelirleri	137.6	158.0	14.8%	
Vergi Dışı Diğer Gelirler	30.4	26.3	-13.7%	
Özel Bütçeli İdarelerin Gelirleri	2.7	3.3	20.6%	
Düzenleyici Kurumların Gelirleri	1.4	0.7	-53.9%	
BÜTÇE DENGESİ	-3.0	-16.7	449.7%	
FAİZ DIŞI DENGE	43.2	36.2	-16.2%	

- Yükselen faizler nedeniyle maalesef faiz harcamalarında da ciddi bir artış bekleniyor.
- Personel giderlerindeki %26'lık artış tam bir seçim yılı göstergesi.
- Bu sene hedeflenenin de üzerinde %7.5 civarında gerçekleşecek olan faiz-dışı denge 2007'de %5.7'e düşüyor.

◆ Sonuç olarak %17 gider artışı hedefleyen bir bütçenin %4'lük bir enflasyon hedefiyle uyumlu olması mümkün gözüküyor. Teklif edilen bütçenin altında kalınması TC tarihinde pek görülmemeyen bir olay olduğuna göre, ya bütçe açığı hedeflenenin de üstüne çıkacak (çok çok tehlikeli bir senaryo), ya da bütçe kamu zamlarıyla kontrol altına alınacak (=artan enflasyon).

◆ Ekim'de 2.4 milyar YTL gibi hatırı sayılır boyutta bir bütçe

MERKEZİ YÖNETİM BÜTÇESİ (milyon YTL)	2005		2006		2006	
	Eki.06	Oca-Ekim	Oca-Ekim	Artış	Hedefi	Gerç./Hedef
Harcamalar	14,913	126,344	144,336	14.2%	174,321	82.8%
1-Faiz Hariç Harcama	11,739	87,556	103,536	18.3%	128,062	80.8%
Pers. Giderleri ve SGK Prim.	3,613	31,475	31,814	1.1%	40,996	77.6%
Mal ve Hizmet Alımları	1,505	9,200	12,624	37.2%	17,721	71.2%
Cari Transferler	4,721	37,792	42,523	12.5%	49,108	86.6%
Sermaye Giderleri	1,074	6,094	7,116	16.8%	12,452	57.1%
Sermaye Transferleri	208	995	2,225	123.7%	1,834	121.3%
Borç Verme	193	2,000	3,248	62.4%	4,256	76.3%
Yedek Ödenekler	0	0	0		1,695	0.0%
2-Faiz Harcamaları	3,174	38,788	40,801	5.2%	46,260	88.2%
Gelirler	12,511	106,572	140,549	31.9%	160,326	87.7%
1-Genel Bütçe Gelirleri	11,744	104,707	136,575	30.4%	156,214	87.4%
Vergi Gelirleri	10,523	86,318	112,529	30.4%	132,199	85.1%
Vergi Dışı Gel.	1,139	17,738	23,172	30.6%	21,372	108.4%
Sermaye Gelirleri	24	198	276	39.6%	2,269	12.2%
Alınan Bağış ve Yardımlar	58	454	598	31.7%	0	
2-Özel Bütçe Gelirleri	532	1,865	2,694	44.4%	2,962	90.9%
3-Düzen. ve Denet. Kurul.Gel.	234		1,281		1,149	111.5%
Bütçe Dengesi	-2,402	-9,381	-3,787	-59.6%	-13,996	27.1%
Faiz Dışı Denge	771	27,042	37,014	36.9%	32,264	114.7%

açığı gerçekleşti. Böylece Meclise sunulan bütçe teklifinde yer alan 2006 bütçe açığı tahmini olan 3 milyar YTL rakamının şimdiden kadük olduğunu söyleyebiliriz çünkü gerek bütçe nakit gerçekleştirmeleri, gerek önceki yıl bütçeleri, gerekse de KİT'lerin son dönemdeki durumları nedeniyle, son 2 ayın bütçe dengesinin pozitif gelme ihtimali sıfır. Evet, her halükarda bütçe açığı sene başında hedeflenen 14 milyarın çok altında kalacak ama yıl sonuna 2 ay kala meclise götürülen bütçe rakamlarının tutmayacak olması da laubalilik. Bu da bizde bu işlerin ne kadar ciddiyetle yapıldığının bir göstergesi.

◆ Ekimde TL 1.7 milyarlık nakit açığı TL 700 milyon iç borç artışı ve TL 1.3 milyar kadar kasa kullanımıyla kapatıldı. TL 400

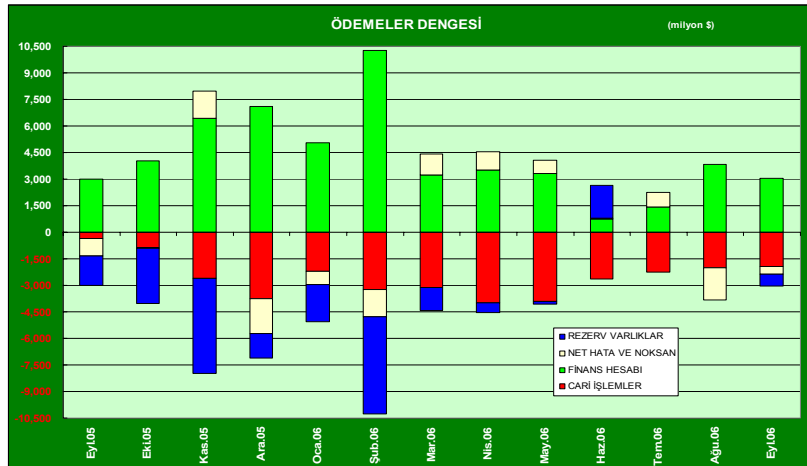
milyon kadar da net dış borç ödemesi yapıldı. Kasımda toplam TL 12.4 milyar iç borç servisi yapacak olan Hazine sadece TL 7.5 milyar borçlanmayı düşünüyor. Yani, TL 5 milyara yakın bir parayı piyasaya bırakacak.

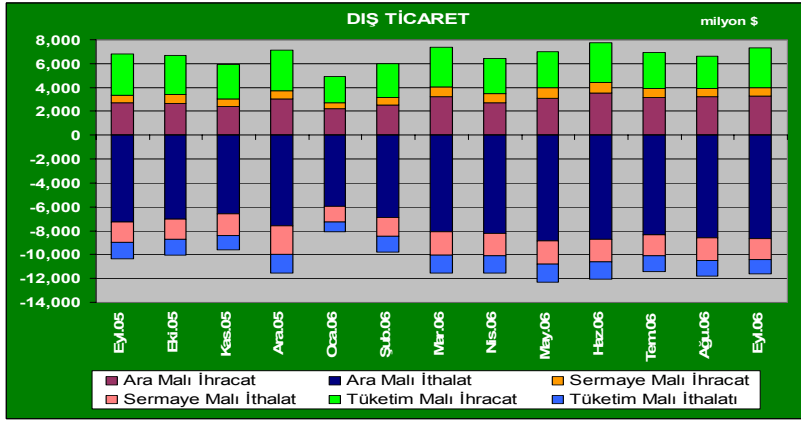
Ödemeler Dengesi ve Dış Ticaret

Dış ticaretin artış hızı düşüyor

◆ Cari açık eylülde de yüksek düzeyini korudu. Geçen senenin eylülüne göre \$ 1.6 milyar artış göstererek \$ 1.9 milyara ulaşan açığı artıran turizm gelirlerindeki nisbi azalma, ticaret açığındaki artış ve navlun gelirlerindeki azalma oldu.

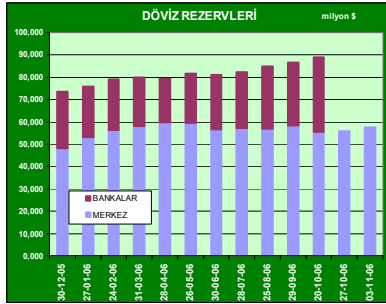
◆ 3 aydan sonra eylülde net döviz girişlerinin cari açık + net hatanın üzerine çıktığını görüyo-





ruz. Böylece MB de rezervlerini artırmış durumda.

◆ Toplam döviz rezervlerindeki artış da devam ediyor. Grafikten de görüldüğü gibi MB 3 Kasım itibarıyla rezervlerini \$ 57.7 milyar dolara çıkarmış durumda. Ancak asıl büyük artış bankaların rezervlerinde. Bankaların 18 Mayıs'ta \$ 17.2 milyarla dibe vuran rezervleri son 5 ayda \$ 16 milyar artarak \$ 33.3 milyara yükseldi.



◆ Dış ticaret rakamlarına baktığımızda ihracatın % 7.4 artışla \$ 7.3 milyara ulaştığını, ithalatın ise % 12.2 artışla \$ 11.6 milyara ulaştığını görüyoruz.

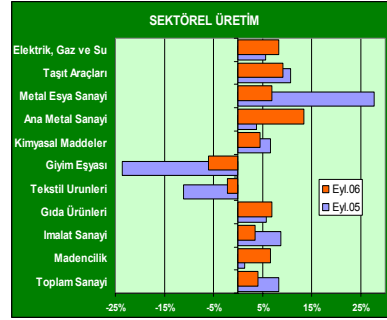
◆ Geçen seneye göre en yüksek artışı %26 ile mayısta gerçekleştiren ithalatın artış hızı o tarihten beri gerilemeye devam ediyor. Aynı şekilde %28,6 ile haziranda en çok artışı gerçekleştiren ihracat da o tarihten beri düşme eğiliminde.

◆ Bu eğilim Ekim TİM verilerinde de belirgin. Şöyle ki ekimde ihracat geçen seneye göre sadece

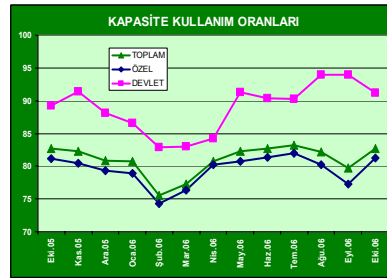
%6.7 artarak \$ 7.1 milyar olarak gerçekleşmiş.

Üretim ve Büyüme

◆ Eylülde üretimdeki artış azalarak da olsa devam etti. Toplamda %4 büyüyen imalat sektöründe en yüksek artış %13.3 ile ana metal sanayinde görüldü. Tekstil ve giyim sanayileri ise artık klasik hale gelen eksi büyümelerini sürdürüyorlar.



◆ Kapasite kullanım oranı piyasa beklentisi olan %81.4'ün oldukça üzerinde %82.5 olarak gerçekleşti. Otomotiv gibi pek çok sektörde ciddi bir satış düşüşü olduğu kaydedilen ve



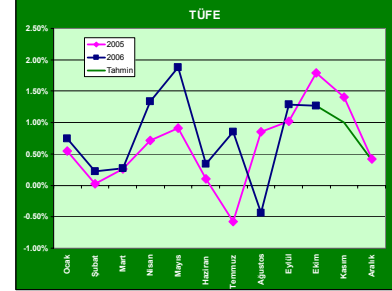
ihracat rakamlarının da çok yüksek gelmediği bir dönemde

kapasite oranının azalmamış olması ilginç. Üreticilerin ekimde talebi doğru kestiremeyip stoğa çalışmış olma ihtimalleri de söz konusu olabilir.

Enflasyon

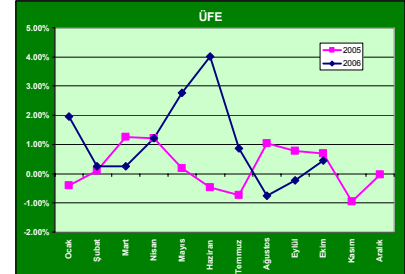
Enflasyon %10'un altında

◆ Ekimde TÜFE %1.27 artarken, ÜFE'deki artış %0.45 oldu. Yıllık enflasyon TÜFE'de % 9.98, ÜFE' de ise %10.94 oldu.



◆ TÜFE'deki artış beklentilerin altında kaldı. Sonbahar ve bayram olması nedeniyle en yüksek artışlar %9.7 ile giyim ve ayakkabı ve % 1.49 ile eğlence ve kültürde meydana geldi.

◆ 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

Para politikası ne kadar sıkılabılır

◆ MB sıkı para politikasını gevşetmeme konusundaki karar-

lılığını her fırsatta beyan ediyor. Öyle ki günlük faizleri 2007 sonuna kadar düşürmemeyi ve böylece de %4'lük enflasyon hedefine 2008'in ilk çeyreğinde ulaşmayı planlıyor. Ancak açıkçası bu o kadar da net bir çözüm değil. Yüksek faizlerin iç talebi zayıflatmakta olduğu ve bunun da er geç üretim rakamlarına yansıtacağı ortada.



◆ Son yıllarda ciddi kapasite yatırımı yapmış olan sanayiciler üretimlerini düşürürlerse birim maliyetlerinde ciddi artışlar yaşayabilirler. Ayrıca TL finansman maliyetleri de arttığı için **SUI GENERIS**—s1'den devam

gününden sonra düştüğünü de belirtmem gerekiyor.

Bugün ise kur artışı ile birlikte yükselen faizler 6 ay geçmesine rağmen hala günlük faizlerin 1.5-2 puan üzerinde seyrediyor. Peki 2006'nın 2004'ten ne farkı var?

1-Bu sene mayıs öncesinde günlük likidite çok artmıştı. Bir ara TL 18 milyarın üzerine çıkan likiditeyi daha da arttırmamak için Hazine temmuz-ağustosta TL 6 milyar kadar ihtiyacının üzerinde ihraç yaptı ve bunları satmak için de ister istemez faizleri yükseltmek durumunda kaldı. (Bu ihraçların tamamı yabancılar tarafından satın alındı, o da ayrı bir mesele. Bu gelişmenin arkasında yerel bankalarımızın yabancı ortaklarının zaten bilanço içinde yüksek yer tutan devlet tahvillerini daha fazla artırmama kararı da etkili oluyor sanırım.)

2-MB daha uzun bir süre (belki de

PARASAL GÖSTERGELER	1	2	3	4	5
(milyon YTL)	27.10.2006	29.09.2006	30.12.2005	1/2	1/3
Dolaşımdaki Para	23,189	22,006	18,276	5.4%	26.9%
Vadesiz Mevduatlar	20,575	22,594	23,483	-8.9%	-12.4%
M1	43,764	44,601	41,759	-1.9%	4.8%
Vadeli Mevduatlar	134,209	132,061	111,387	1.6%	20.5%
M2	177,973	176,662	153,146	0.7%	16.2%
DTH	95,424	93,280	76,440	2.3%	24.8%
DTH (milyar\$)	66.1	62.5	56.9	5.6%	16.0%
M2Y	273,397	269,941	229,587	1.3%	19.1%
Mevduat Bankaları Kredileri	162,969	160,542	120,994	1.5%	34.7%
Açık Piyasa İşlemleri	3,477	3,683	4,983	-5.6%	-30.2%
Kamu Menkul Kıymetleri	136,797	139,629	128,679	-2.0%	6.3%

mecburen döviz borçlanmasına da gidebilirler ki bu da sistemin kırılmasını artırır. Öte yandan, eğer artan maliyetlerini fiyatlara yansıtırlarsa, bu da stagfasyona sebep olabilir.

Parasal Göstergeler

◆ Parasal göstergelerdeki en önemli gelişme artık iyice belirginleşen dolarizasyon eğilimi. Yüksek TL faizlere rağmen haziran sonundan beri dolar ve euro mevduatlar %14 oranında artmış vaziyette. Artış toplam dolar değeri olarak \$ 8 milyar geçmiş durumda.

2007'nin 3. çeyreğine kadar) günlük faizleri düşürmeyeceğinin sinyalini veriyor. Bu durum da piyasa faizlerine baskı koyuyor.

3-Bankalar tekrar yükselen faizlerle karşı karşıya kalıp yeni bir "hit" yemek için tahvil pozisyonlarını artırmıyorlar. Bugün mayıstan beri 6 ay geçmiş olmasına rağmen tahvil pozisyonları TL 1.6 milyar kadar azalmış vaziyette.

4-Her ne kadar resmi hedef %4 ise de, bir seçim senesinde ve artan bir bütçe açığı ve yüksek nominal faiz ortamında, bu hedef inandırıcılığını kaybediyor ve hesaplar %7-8 enflasyon oranına göre yapılıyor.

Bu ortamda ekonomik büyüme konusunda çok iyimser olamıyoruz doğrusu. Yüksek seyreden faizler ister istemez reel sektörün maliyetlerini artırıyor, iç talebi kısıyor. Öte yandan yerlilerin davranışına tezat bir şekilde yabancıların

bonoya ve diğer enstrümanlara ilgisinin devam etmesi ve doğrudan yabancı sermaye girişleri dövizde bolluğun devam etmesini ve kurun düşük kalmasını sağlıyor. Bu durum ihracata yönelik sektörlerin üzerindeki kur baskısının devam etmesine sebep oluyor ve üretim artışlarını sınırlıyor.

Öte yandan, önümüzdeki dönemde iç talepteki azalışla birlikte dünya enerji ve emtia fiyatlarındaki düşüşler de devam ederse en azından cari açığa bir iyileşme görme ihtimalimiz çok yüksek.

Sonuç olarak bu yüksek faiz ortamı gene yabancıların işine yarıyor çünkü onlar:

a)Global ortama bakarak uzun vadeli kararlar veriyorlar,

b)İç piyasadaki AB ve seçim spekülasyonlarından etkilenmiyorlar.