

İçindekiler

- 1 "Mortgage" kanunu-
na gerek var mı?
- 1 Ekonomik istikrar
programı rayında
gidiyor
- 2 Ağustosta bütçe az
da olsa fazla verdi
- 2 Boynuz kulağı, net
hata cari açığı geçti
- 3 Sigara ve akaryakıt
zamları enflasyonu
artırdı

SAYI: 9 / 05

- Turkish Yatırım Araştırma Birimi tarafından her ay yayınlanır.
- Baskıya giriş tarihi: 08.09.2005
- 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

KİRA KADAR PARA ÖDE, SONUNDA EV SENİN OLSUN

Bilindiği gibi "Mortgage", yani "ipotek karşılığı konut edinme kredisi" büyük beklentiler yaratılarak kamuya sunuluyor. Sıkça kullanılan tanıtma cümlesi "kira gibi taksit ödeyerek, ev sahibi olmak". Bu amaçla bir de mortgage kanunu çıkartılıyor. Her kredi türü için ayrı bir kanun çıkarma işine, benim aklım ermez. Leasing denilen "mülkiyeti muhafaza karşılığı orta vadeli kredi" için de ayrı kanun çıkartılmıştı. Bu işlerin icat edildiği ülke, Amerika. Orada "leasing" kanunu yok. Mortgage kanunu olduğunu da sanmıyorum. Bunlar bankacılık işlemleridir. Ticaret, borçlar, vergi ve bankacılık yasaları bu işlemlerin yasal çerçevesini belirler. Ayrıntılar, sözleşme konusudur.

Gelelim işin esasına. Kira kadar olacak denilen aylık mortgage kredisi geri ödeme taksitleri, hem "anapara"nın belli bir kısmını, hem de "işlemiş faizi" karşılamak mecburiyetindedir. Aksi taktirde borç bitmez. Alınan borcun aylık faizi, aylık kiraya eşit bile olsa, anapara taksidi kadar bir meblağın, her ay ek olarak ödenmesi gerekir. Dolayısıyla, Mortgage taksitleri, mutlaka kiradan büyük olur. Amerika'da da bu böyledir. Faizse, kaynak maliyetine bağlıdır. Devlet, olsa olsa vergi muafiyeti sağlar. Kanunla faiz belirlenmez.

Korkum o ki; mortgage gelişsin diye kamu kaynakları zararına bu işlere tahsis edilecektir. Bu, hem rekabet ortamı hem de finansal istikrar açıdan sakınca-

lıdır. İnşallah Turgut Özal'vâri muhasebe cambazlıklarına tevessül edilmez.

Sui Generis

Tuğrul Belli

2008'DE AB'YE GİREBİLİRİZ!

2001 krizinden sonra ülkemizde uygulamaya konulan ve en az 5 yıllık bir perspektifi olan ekonomik istikrar programını ve bugünkü konjonktürde programın başta ortaya konan projeksiyonlara uygun bir şekilde devam edip etmediği sorusunu ele almak istedik.

Biz bundan tam 2.5 sene önce (Mart 2003) bir analiz yaparak, programın ana hedefi olan %6.5 oranındaki faiz dışı fazlanın (FDF) neden bu kadar kritik bir oran olduğunu ve ekonominin düzleşme çıkması için en az 3 sene devam ettirilmesi gerektiğini ortaya koymuştuk. Geçtiğimiz süre içerisinde tabii ki köprümün altından çok sular aktı, ancak şunu da rahatlıkla söyleyebiliriz ki temel analizimizde bir değişiklik olmadı.

Yaptığımız projeksiyon çalışmasını o günden beri elde edilen ekonomik verilerle (büyüme hızı, FDF oranları, reel faizler gibi) güncelleyerek, ilk analizde olduğu gibi 2010 senesine kadar ekstrapole ettik.

Son sayfadaki grafikte mavi ile görülen çizgi 2002 senesi verileriyle FDF'nin %6.5 olarak devam ettirilmesi durumunda bütçe dengesinin yıllar içinde nasıl hareket edeceğini gösteriyor. Pek çok kere vurguladığımız gibi burada da tekrarlamakta yarar var: Normal bütçe açığının değil de FDF'nin bir performans kriteri olarak alınmasının ana nedeni bu şekilde sadece "kontrol edilebilir" gelir ve harcamaların dikkate alınmasındandır. Nominal faizler piyasalarda belirlendiği için Maliye'nin "faiz harcamaları"

devamı sayfa 4'de

Bütçe ve Kamu Finansmanı

Ağustosta da bütçe fazla verdi.

◆ Bütçe dengesinde en azından

BÜTÇE DENGESİ											
milYon YTL	Oca	Sub	Mar	Nis	May	Haz	Tem	Ağu	Toplam	Hedef	Artış
Harcamalar	11,187	9,176	10,970	11,335	12,186	10,525	13,489	13,141	92,008	155,628	20.1%
1-Faiz Harıç Harcama	5,977	6,315	7,098	7,098	7,961	7,527	9,620	8,053	59,648	99,188	43.6%
Personel Giderleri	3,081	2,516	2,560	2,638	2,572	2,362	3,039	2,557	21,325	31,904	24.8%
Sosyal Güv.Kur. Devlet Prit	412	343	347	341	342	303	395	355	2,898	4,333	30.8%
Mal ve Hizmet Alımları	143	457	672	848	996	1,010	1,157	929	6,213	14,438	66.7%
Cari Transferler	2,173	2,815	3,013	2,528	3,211	2,642	3,650	3,025	23,057	32,499	-34.2%
Sermaye Giderleri	0	27	370	598	659	773	1,050	794	4,272	10,071	-72.5%
Sermaye Transferleri	0	52	39	34	117	248	176	238	904	1,088	-53.7%
Borç Verme	168	104	98	110	64	188	153	155	1,040	2,805	679.2%
Yedek Ödenekler	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2,050	-100.0%
2-Faiz Harcamaları	5,210	2,861	3,872	4,238	4,225	2,998	3,869	5,088	32,361	56,440	
Gelirler	10,181	8,886	9,270	8,859	13,867	10,447	10,407	13,336	85,253	126,490	40.5%
1-Genel Bütçe Gelirleri	10,072	8,543	9,036	8,659	13,746	10,339	10,222	13,193	83,811	124,330	73.5%
Vergi Gelirleri	7,591	7,554	7,901	7,493	10,087	7,945	8,640	11,956	69,167	106,617	550.3%
Vergi Dışı Gelirler	2,121	884	1,061	1,079	3,623	2,332	1,532	980	13,612	17,238	
Sermaye Gelirleri	12	12	26	16	17	26	22	21	150	343	-69.1%
Alınan Bağış ve Yardımlar	349	94	49	70	19	36	29	237	882	132	
2-Katma Bütçe Öz Geliri	108	343	234	201	122	108	184	143	1,442	2,160	25.8%
Bütçe Dengesi	-1,006	-290	-1,700	-2,476	1,681	-77	-3,082	195	-6,755	-29,137	-57.6%
Faiz Dışı Denge	4,204	2,571	2,172	1,762	5,907	2,920	787	5,283	25,605	27,303	-6.0%

görünürdeki olumlu gidişat devam ediyor. Bu gelişmeler karşısında basındaki bütçeyle ilgili bazı olumsuz yorumları anlamak mümkün değil.

◆ Mayıstan sonra ağustosta da bütçe fazla vermiş durumda. İlk 8 ayda bütçe açığı sadece 6.7 milyar ytl. Sene sonu açık hedefinin 29.1 milyar ytl olduğunu hatırlarsak, şimdiden bu hedefin altında kalacağımızı söyleyebiliriz.

◆ Eğer bazı tahminçilerin beklediği gibi (ki biz bu beklentiye pek katılmıyoruz) son 4 ayda ekonomik büyümede ciddi bir yavaşlama olursa vergi gelirlerinde de bir azalma beklenebilir. Bu nedenle senenin geri kalanında ilk 8 aydaki performansı göstermese bile bu sene bütçe açığının hedef olan 29 milyar ytl'nin oldukça altında, en fazla 22 milyar ytl seviyelerinde kalacağını söyleyebiliriz. Tabii 27 milyar ytl olarak hedeflenen FDF de en az 33 milyara ulaşacaktır. (Not: IMF ile yapılan programdaki FDF'nin tanımı Maliyenin açıkladığı FDF'den biraz farklı. Şöyle ki kamu bankalarından alınan temettü gelirleri ve faiz gelirleri FDF'ye katılmıyor. Bu da bu sene takribi olarak FDF'de

6 milyar ytl kadar bir azalmaya sebep olur. Ancak böyle hesaplandığında dahi Maliye bu seneki 27 milyar ytl hedefini karşılıyor.)

◆ Bütçedeki vergi gelirlerine baktığımızda bu senenin ilk 8 ayında elde edilen toplam 69.2 milyar ytl verginin geçen senenin aynı dönemine göre %21 gibi yüksek oranlı bir artış kaydettiğini görüyoruz. Son aydaki artış ise %35.

◆ Ancak bu seneki ekonomik aktiviteyi yansıtan KDV gelirlerinde durum çok iyi değil. İlk 8 ayda geçen seneye göre %6 bir artış görüyoruz ancak son 4 ayda bu trend devam ederse KDV gelirleri hem geçen senenin hem de bu sene hedeflenen rakamın %10 altında kalacak. Öte yandan petrol-den alınan ÖTV gelirleri ise artan petrol fiyatlarına paralel olarak %28 artmış bulunuyor.

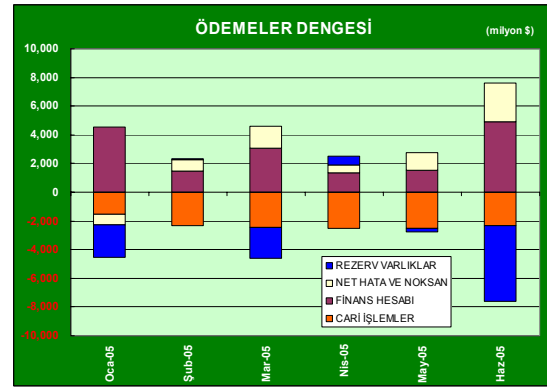
Ödemeler Dengesi ve Dış Ticaret

“Net hata” cari açığı da geçti

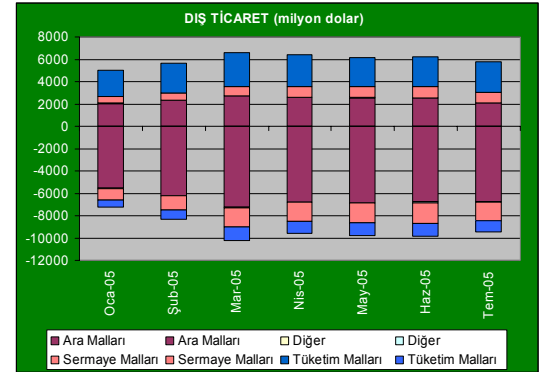
◆ Ödemeler dengesi grafiğine

baktığımızda bir verinin son derece istikrarlı gittiğini görüyoruz: cari işlemler açığı. Turuncuyla gözüken cari denge her ay 2.5 milyar dolar kadar açık veriyor. Diğer kalemler ise oldukça büyük değişkenlik arz ediyor. Özellikle hazirandaki “net hata ve noksan” kaleminin cari açık rakamının da üzerinde çıkması gerçekten de kabul edilebilir bir olgu değil. Bu konuda MB'nin mutlaka hesaplamalarını gözden geçirmesi gerekiyor.

◆ Haziranda MB rezerv varlıklarını \$ 5.2 milyar gibi rekor bir miktarda artırmış durumda. Keza bu rezerv artışı son 2 ayda daha yavaş da olsa devam etmekte.



Şöyle ki ağustos sonu itibarıyla MB'nin rezervleri altın dahil \$ 42.9 milyar (2004 sonu \$ 37.6



milyar). Ancak burada MB'nin döviz kompozisyonunu bilmediğimizi ve çapraz kurlar arasındaki değişimlerin rezerv rakamını ciddi şekilde etkileyebileceğini belirtelim. (Bilindiği gibi son

dönemde Çin dahil pek çok gelişmekte olan ülke merkez bankasının dolar dışı para birimlerine rağbet etmeye başladığı yönünde haberler var.)

◆ Temmuzda ara malı ithalatında bir durulma var gibi ancak net bir şey söylemek için çok erken. Öte yandan ihracatta da ara malından kaynaklanan ciddi bir gerileme var. \$ 5.4 milyar olarak gerçekleşen ihracat bu sene ilk defa geçmiş senenin aynı ayının da gerisinde kalmış durumda. Tabii bu arada sene içinde gördüğümüz artışların kısmen sanal olduğunu, euronun dolara göre değer kazanmış olmasından kaynaklandığını da göz ardı etmemek lazım. temmuz 2005 €//\$ düzeyi ise temmuz 2004 ile neredeyse aynı olduğu için böyle bir yanılsama söz konusu değil.

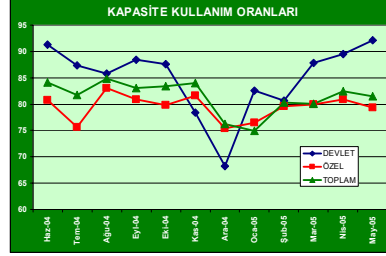
◆ TİM'e göre ağustos ihracatı geçen seneye göre %16.7 artarak \$ 5.5 milyar olarak gerçekleşti.

Üretim ve Büyüme

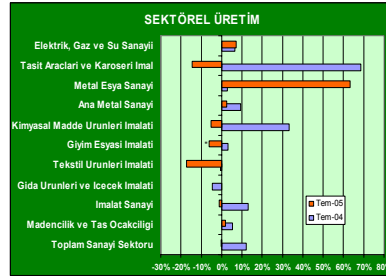
◆ KKO'da daha önemli olan gösterge alttaki grafikte kırmızı ile gözüken özel sektör KKO'sudur çünkü devlet KKO'su mavi çizgiden görüldüğü gibi son derece oynak ve düzensiz bir trend takip etmektedir. (Ör: Normalde işçi izinlerinden dolayı yazın düşük çıkması gereken KKO aynı dönemde kamu sektöründe yükselmektedir.) Ayrıca devletin toplam üretimdeki payı da özel sektöre göre oldukça düşüktür.

◆ Özel sektör KKO'suna odaklandığımızda ise son aylarda geçen senenin aynı aylarına göre hafif bir gerileme göze çarpmakta. Bu durum son 3 yılın yüksek hızlı büyümesinin zayıfladığını da bir ölçüde göstermekte. Öte yandan şunu da unutmamalıyız ki KKO ismi üzerinde kapasiteye

göre kullanımı ölçmekte. Son 3 senede, özellikle geçen sene ekonomide kapasite artırıcı yatırımlar hız kazanmıştı. Bu nedenle oranın hesabındaki pay (üretim) paydadan (kapasite) daha az büyüyünce de KKO azalır. Biz azalmanın daha çok bu nedene dayandığını düşünüyoruz.



◆ Sektörel bazda baktığımızda taşıt araçları üretiminde geçen seneki rekor artışları göremiyoruz. (Bu durumda biraz da bu sene işçi izinlerinin temmuza kaymasının etkisi olduğu söyleniyor. Ağustos rakamları daha iyi bir resim ortaya koyacak.)



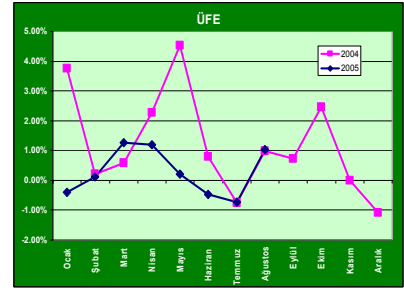
Enflasyon

Sigara ve akaryakıt enflasyonu çıkardı

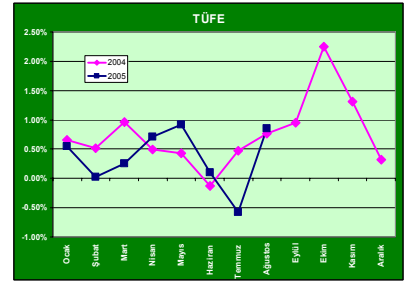
◆ Ağustosta TÜFE %0.85 ve ÜFE %1.04 olarak gerçekleşti. Son 12 ayın enflasyonu TÜFE'de %7.91, ÜFE'de ise %4.32 oldu.

◆ Temmuzda piyasa beklentilerinin oldukça altında gelen enflasyon ağustosta tam tersi bir trend izledi. Ancak özel kapsamlı TÜFE göstergelerine bakınca artışın büyük ölçüde sigaradan alınan ÖTV'ye yapılan zam ve

akaryakıt fiyatlarındaki artıştan kaynaklandığı görülüyor. Öyle ki bu 2 kalem çıkarıldığında TÜFE artışı %0.08'e geriliyor.



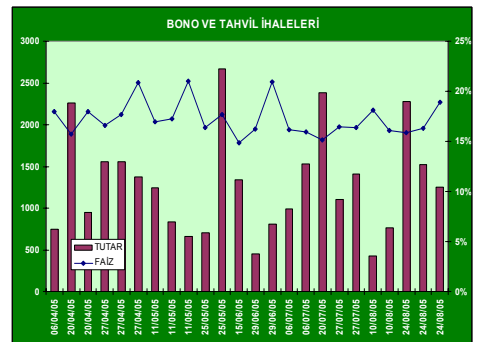
◆ ÜFE de aynı sebeplerden yükselmiş gözüküyor. Ağustosta tütün ürünlerindeki fiyat artışı %19, kömür ve rafine petrol ürünlerinde ise %4.35 olmuş.



Faizler

◆ Grafikten de görüldüğü gibi uzun bir süredir Hazine bonusu faiz oranları neredeyse sabit. (3-4 ihalede bir yükselen oranlar uzun vadeli kuponlu kağıtların getirileri.)

◆ Son günlerde ise beklendiği gibi MB'nin eylülde de faiz artırımını es geçmesine rağmen faizler ilk defa ciddi biçimde %16'nın altına gerilemiş bulunuyor. Uzun süredir direnç olarak



görülen 16 düzeyi artık destek noktası olmuş gözüküyor.

Parasal Gelişmeler

◆ Dolaşımdaki paradaki artış devam ediyor. Sene başından beri artış %36'ya gelmiş durumda.

◆ APİ işlemlerinde bir daralma göze çarpmıyor; bu durum da likiditenin azalmakta olduğunu gösteriyor.

◆ Bu tabloda takip ettiğimiz toplam mevduatın gene bu tabloda takip ettiğimiz mevduat

PARASAL GÖSTERGELER (milyon YTL)	1 19/08/05	2 22/07/05	3 31/12/04	4 1/2	5 1/3
Dolaşımdaki Para	16,895	16,549	12,446	2.1%	35.7%
Vadesiz Mevduatlar	18,917	18,625	17,023	1.6%	11.1%
M1	35,812	35,174	29,469	1.8%	21.5%
Vadeli Mevduatlar	99,154	96,000	79,875	3.3%	24.1%
M2	134,966	131,173	109,344	2.9%	23.4%
DTH	74,106	72,215	76,074	2.6%	-2.6%
DTH (milyar\$)	54.5	54.7	56.7	-0.4%	-3.9%
M2Y	209,072	203,389	185,419	2.8%	12.8%
Mevduat Bankaları Kredileri	101,328	97,603	77,628	3.8%	30.5%
Açık Piyasa İşlemleri	2,772	5,791	3,622	-52.1%	-23.5%
Kamu Menkul Kıymetleri	123,582	118,777	112,632	4.0%	9.7%

bankaları kredilerine dönüşüm oranı sene başında %44.9 iken bugün %52.8'e yükselmiş durumda.

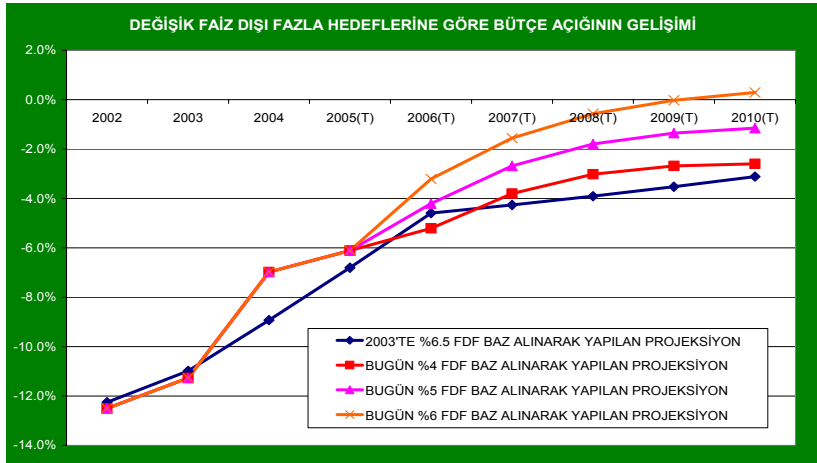
SUI GENERIS—s1'den devam

üzerinde doğrudan bir etkisi yoktur. (Tabii, MB'nin etkisi vardır ama bu konumuz dışı!) Asıl amaç ise mutlak bütçe açığını AB kriteri olan %3 seviyesinin altına çekebilmektir. Böyle bir konuma gelen Türkiye'nin bir finansal krize girme riski çok azalacak ve buna paralel olarak da iç ve dış borçlanmada ödemek zorunda kaldığı risk primi çok düşecektir.

Kırmızı tonlarındaki çizgiler ise son verilerle ve değişik FDF oranı senaryolarıyla oluşan durumu yanıtıyor. Görüldüğü gibi fiili gerçekleşme bizim orjinal projeksiyonumuzdan da iyi olmuş. Bu durumun en önemli sebebi orjinal projeksiyonda yıllık büyüme oranını %4 gibi konservatif bir seviyede tutmamıza karşın, son 3 senedeki ortalama fiili büyüme oranının neredeyse %7 olması. Ayrıca IMF borçlarının da takviminde geri ödeneceğini varsaymışız. Bilindiği gibi bu borçlar vadeye yayılmış durumda.

Açıkça görüldüğü gibi bugünden sonra %5'in altındaki bir FDF oranı Bütçe Dengesi'nin istenen seviyeye gelmesini sağlamıyor. Öte yandan 2006-2007'de de dışımızı sıkı yüksek oranlı FDF yaratarsak, gerçekten de düzliğe çıkmış oluyoruz.

AB'nin bir diğer ekonomik kriteri de bilindiği gibi toplam devlet borçlarının Milli Hasılanın %60'ını geçmemesidir. Tabii ki, ikinci grafikten de görüldüğü gibi FDF ve dolayısıyla bütçe açığındaki azalma borç-



GSMH oranını da pozitif yönde var.

etkileyecektir. Ancak bu orandaki azalma görüldüğü gibi biraz yavaş bir trend izliyor. Bunda bizim analizimizde konservatif davranarak Türkiye'nin ortalama büyüme hızını %4 gibi düşük bir oranda, iç borçların reel faizlerini de %8 gibi yüksek bir oranda tutmamızın etkisi

Nihayetinde şunu rahatlıkla söyleyebiliriz: Türkiye 2007 yılı sonunda Maastricht kriterlerinin tamamını (enflasyon, bütçe açığı, borçlanma) yerine getirmiş, ekonomik açıdan AB'ye tam entegre olabilecek bir ülke durumuna gelmiş olacaktır.

