

Temmuz '08

- 1 MB'nin önceliği kurları kontrol altında tutmak
- 1 %4'lük bir büyüme Türkiye'yi kesmez
- 2 Bütçe şaşırtmaya devam ediyor
- 3 Büyüme sürpriz yaptı
- 3 Enflasyon domates sayesinde düştü!

SAYI: 07/08

- Turkish Yatırım Araştırma Birimi tarafından her ay yayınlanır.
- Baskıya giriş tarihi: 09.07.2008
- 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

EKONOMİK RAPOR

Kilometre Taşları

Ege Cansen

PENCEREDEN GÖRDÜKLERİM

Pencereyi açtım, başımı dışarıya çıkartıp, etrafa geniş açıdan şöyle bir baktım. Ekonominin önünde üç tehlike duruyor. Birincisi, büyümenin yavaşlaması; ikincisi, enflasyonun yükselmesi; üçüncüsü döviz fiyatlarının artmasıdır. Bizim binanın en üst katında oturan Merkez Bankası iktisatçıları da pencereyi açıp etrafa bakıyorlar. Yüzde yüz eminim onlar da aynı resmi görüyor. Önemli olan onların da aynı resmi görmeleri değil, bu resme bakıp, yaklaşan tehlikeleri önem sırasına koyup "eyleme geçmeleri"dir.

Merkez Bankası'na göre aslında yaklaşan tek bir tehlike var. O da döviz fiyatlarında kontrolsüz bir yükseliştir. Böyle bir şey olursa, diğer iki tehlike yani enflasyon yükselmesi ve büyüme hızının düşmesi zaten kaçınılmaz olur. Dolayısıyla yapılacak tek şey döviz fiyatlarının artmasına engel olmaktır. Zaten, uzun süredir enflasyonu düşürmek için izlenen "yüksek faiz-düşük kur" politikası, artık kendi kendini doğuran bir hale gelmiştir. İzlenen bu para politikasının bilimsel adı "Örtülü veya Esnek Kur Çapası" olmalıdır. Böyle bir politikanın kısa vadeli sakıncası "cari işlem" açıklarının artmasıdır. Uzun vadeli sakıncası ise ekonomide "yapısal bozulma" yaratmasıdır. Bu şartlar altında iki tür politika alternatiftir.

1.Sıcak döviz çekmek için Türk Lirası faizler yüksek kalacaktır.

2.Soğuk döviz çekmek için özelleştirme adı altında yabancılara

varlık, toprak ve işletme imtiyazı satışları devam edecektir.

Yatırımlarına finansal ve fiziki sektörde yön vermek isteyenlere duyurulur.

Sui Generis

Tuğrul Belli

BÜYÜME KALICI KALKINMA İÇİN YETERLİ DEĞİL

Birinci çeyrekteki %6.6'lık büyüme hızı piyasa beklentilerinin üzerinde geldi. Oysa ki, ilk 3 aydaki sanayi üretimi ortalamasının %7 civarında olması ve geçen senenin ilk çeyreğinde kuraklık nedeniyle tarımsal üretimin sabit fiyatlarla %6.9 azalma göstermesi, ilk çeyrek büyüme hızının yüksek olabileceğinin sinyallerini veriyordu. Öte yandan, harcamalar tarafında, iç tüketimin %7.3, özel sektörün yatırım harcamalarının ise %11.3 oranında artmış olması ilk bakışta sürpriz olarak görülse bile, aynı dönemde banka tüketici kredilerindeki artış oranı ve özel sektörün yurtdışı borçlanmasına ilişkin rakamlara bakınca bu artışların çok da şaşırtıcı olmaması gerektiği ortaya çıkıyor.

Bu yılın ikinci çeyreğinde ise tarımsal üretim dışındaki diğer alanların hepsinde birinci çeyreğe göre büyüme hızında bir yavaşlama görülmekte. Geçen senenin 2. çeyreğinde sabit fiyatlarla %2.3 gerileme gösteren tarımın bu sene pozitif büyüme hızı göstermesi kuvvetle muhtemel. Nisan ve Mayıs'ta sanayi üretimi ise sırasıyla %6.3 ve %2.4 olarak gerçekleşmişti. Haziran'da biraz da baz etkisiyle bu oran %5 civarında gerçekleşse bile 3 ayın ortalaması %4.5 kadar olacaktır. İkinci çeyrekte tüketici güveninin azalmaya

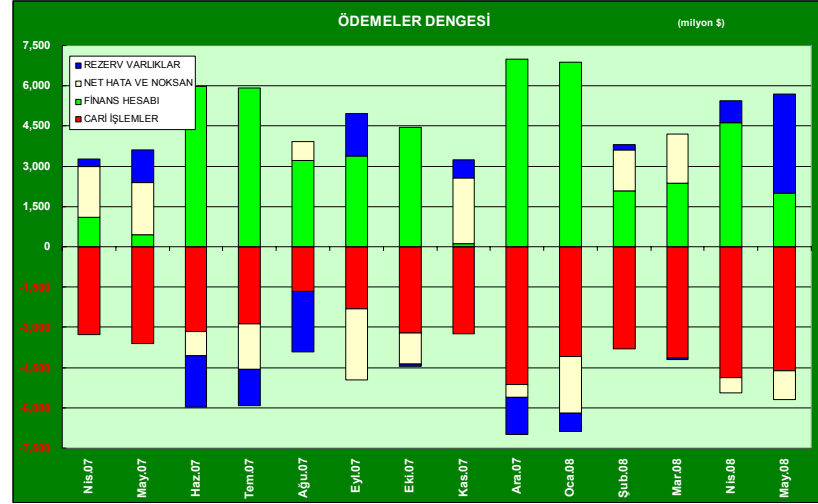
devamı sayfa 4'de

Bütçe ve Kamu Finansmanı

Bütçe şaşırtmaya devam ediyor

◆ Orta Vadeli Mali Çerçeve ile faiz-dışı fazla hedefinin %3.5'e düşürülmüş olmasına, seçim senesi olması nedeniyle harcamalarda plansız bir artış olma ihtimaline ve zayıflayan ekonomik aktivitenin vergi gelirlerinde azalma yaratma olasılığına karşın, açıkçası ilk 6 ayda bütçe dengesi beklenenden daha iyi bir performans göstermekte.

◆ Bunu ifade ederken, bütçe-dışı KİT performansının ilk 6 ayda oldukça kötü olduğunu da ilave etmemiz gerekiyor. Elektrik



göreceğiz.

◆ Öte yandan faiz-dışı harcamalarda da bir azalış söz konusu. Alt kalemlere baktığımızda bu

transferlerdeki azalmadan kaynaklandığı görülüyor. Bu azalışın sosyal güvenlik reformundan kaynaklanan kalıcı bir azalış olup olmadığını ise zaman gösterecek.

◆ Gelirler tarafında da %26.6 oranında bir artış göze çarpıyor. Her ne kadar ilk 6 aylık kümülatif gelir artışı %8.1 ile enflasyonun altında kalmış ise de, aynı dönemde harcamaların nominal olarak yerinde saymış olması nedeniyle geçen sene 5.9 milyar YTL açık veren bütçe bu sene 1.9 milyar YTL fazla vermekte.

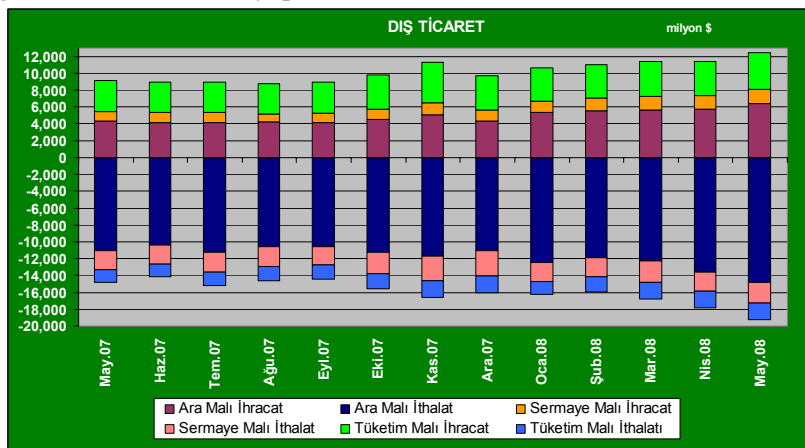
◆ Hazinenin Temmuz-Ağustos finansman programına göre bu aylarda toplamda 10.6 milyar YTL kadar bir faiz-dışı fazla beklenmekte. Geçen sene bu aylarda FDF 7.5 milyar YTL olmuştu.

MERKEZİ YÖNETİM BÜTÇESİ	2007 Haz.	2008 Haz.	Artış	Oca-Haz 07	Oca-Haz 08	Artış
Harcamalar	17,186,056	14,565,859	-15.2%	100,679,443	100,588,532	-0.1%
1-Faiz Hariç Harcama	13,957,711	13,423,909	-3.8%	73,785,977	79,848,723	8.2%
Personel Giderleri	3,585,479	3,983,843	11.1%	21,973,698	24,506,018	11.5%
Sosyal Güv.Kur. Devlet Primi	434,824	485,143	11.6%	2,725,467	3,052,826	12.0%
Mal ve Hizmet Alımları	1,328,126	1,735,273	30.7%	8,349,462	9,160,912	9.7%
Cari Transferler	6,424,299	4,936,464	-23.2%	32,775,646	35,225,506	7.5%
Sermaye Giderleri	1,273,274	1,718,594	35.0%	4,466,456	4,678,999	4.8%
Sermaye Transferleri	640,162	330,365	-48.4%	1,877,314	1,126,196	-40.0%
Borç Verme	271,547	234,227	-13.7%	1,617,934	2,098,266	29.7%
Yedek Ödenekler		0		0	0	
2-Faiz Harcamaları	3,228,345	1,141,950	-64.6%	26,893,466	20,739,809	-22.9%
Gelirler	14,645,139	18,543,541	26.6%	94,794,653	102,505,969	8.1%
1-Genel Bütçe Gelirleri	14,409,202	18,157,277	26.0%	92,372,210	99,456,251	7.7%
Vergi Gelirleri	11,363,950	12,691,402	11.7%	70,587,563	82,751,678	17.2%
Teşebbüs ve Mülkiyet Gelirleri	468,252	595,955	27.3%	5,700,097	5,035,370	-11.7%
Alınan Bağış ve Yardımlar	1,129,344	-63,264	-105.6%	1,377,374	355,694	-74.2%
Faizler, Paylar ve Cezalar	1,430,916	2,874,783	100.9%	8,753,657	9,171,151	4.8%
Sermaye Gelirleri	16,740	1,945,829	11523.8%	5,953,519	2,029,786	AD
Alacaklardan Tahsilat		112,572			112,572	
2-Özel Bütçelerin Gelirleri	212,313	289,483	36.3%	1,564,043	1,846,926	18.1%
3-Düz.v. Den. Kurum Gelirleri	23,624	96,781	309.7%	858,400	1,202,792	40.1%
Bütçe Dengesi	-2,540,917	3,977,682	-256.5%	-5,884,790	1,917,437	-132.6%
Faiz Dışı Denge	687,428	5,119,632	644.8%	21,008,676	22,657,246	7.8%

fiyatlarına yapılan gecikmiş ve zorunlu zamlar da bu durumu teyit eder nitelikte.

◆ Haziranda bütçenin harcamalar kaleminde geçen seneye göre %15 gibi önemli bir oranda düşüş var. Bunun önemli bir kısmı faiz harcamalarındaki azalmadan kaynaklanıyor. Bu tamamen devlet tahvillerinin itfasının hangi döneme geldiği ile ilgili bir durum. Nitekim çok yüklü itfaların olduğu Temmuz ve Ağustos dönemlerinde tam tersi bir etkiyi, yani, faiz giderlerinde geçen seneye göre ciddi bir artış olduğunu

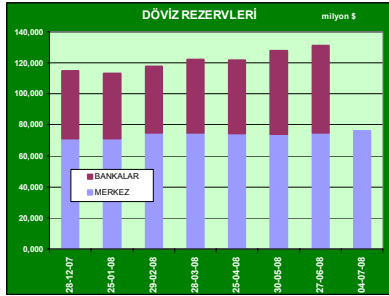
durumun ağırlıklı olarak sosyal güvenlik kurumlarına yapılan cari



Ödemeler Dengesi ve Dış Ticaret

◆ Artık her ay geçen seneye göre %30'lar mertebesinde yüksek çıkan cari açık rakamlarına alıştık. Bu açıdan Mayıs ayı da farklı değil. Cari açık geçen senenin aynı ayına göre %29 oranında artarak \$ 4.6 milyar oldu. Son 12 aylık açık da \$ 43.1 milyar olarak gerçekleşti. Petrol fiyatlarının her ay artan açık üzerindeki etkisi yadsınamaz. Ancak, sebebi bilmek çözümü bulmak anlamına gelmiyor. Türkiye'nin mutlaka pahalı enerji bağımlılığına kalıcı çözümler üretmesi gerekiyor. Dış dünyanın cari açığımızı ilelebet fonlayacağı gibi bir hayale kapılmamalıyız.

◆ Mayıs ödemeler dengesi ile ilgili dikkat çekici bir gelişme de MB rezervlerinde görülen \$ 3.7 milyarlık azalıştı. Bu azalış aynı zamanda 2001 Şubat krizinden beri rezervlerde bir ay içinde görülen en büyük azalış. Ancak ilginç bir şekilde rezervlerdeki bu azalış aşağıda yer alan grafikte görülüyor. Hatta, 4 Temmuz itibarıyla rezervlerde bir kısım artış bile söz konusu.



◆ Mayıs'ta ihracatımız %37 artarak \$ 12.5 milyar oldu. Öte yandan geçen ay \$ 17.9 milyar ile tüm zamanların rekorunu kıran ithalatımız bu ay bu rekoru iyileştirerek (!) geçen seneye göre %29 artışla \$ 19.3 milyara taşıdı.

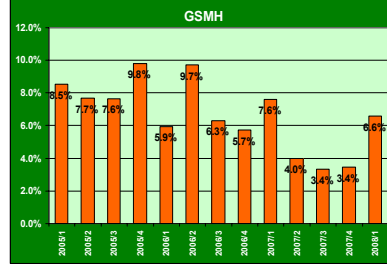
◆ TİM kayıtlarına göre ise ha-

ziranda ihracatımız %34.9 artışla \$ 12.1 milyar oldu. Otomotiv, demir-çelik ve kimya sanayi yüksek artış gösteren en önemli sektörler oldu.

Üretim ve Büyüme

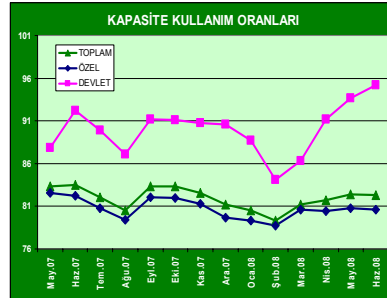
Büyümede pozitif sürpriz!

◆ 1.çeyrek GSMH artışı beklentilerin üstünde %6.6 olarak gerçekleşti. Halbuki, büyüme hızı önceki 3 dönemde oldukça zayıflamıştı.



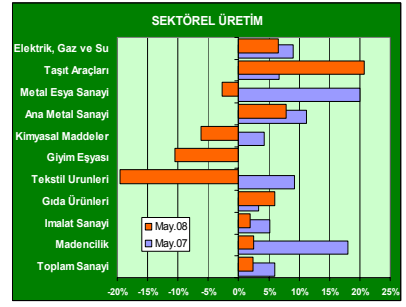
◆ Geçen sene kuraklık nedeniyle gerileyen tarımsal üretimin bu sene artıya geçmesi ve üretim endeksinin de teyit ettiği şekilde imalat sanayinde %7'lik bir büyüme görülmesi şaşırtıcı olmadı. Ancak ticari faaliyetlerin %9.9 oranında artmış olması pek beklenmeyen bir gelişmeydi.

◆ Hazırda kapasite kullanımını toplamda %82.3 oldu. Grafikten de görüldüğü gibi son aylarda kamunun KKO'su artarken özel sektör KKO'su durağan bir seyir izlemekte.



◆ Mayıs'ta sanayi üretim endeksi %2.4 gibi oldukça düşük bir oranda artış gösterdi. Otomotiv sektörü %20.7 büyürken tekstil, giyim eşyası ve kimya sektörleri

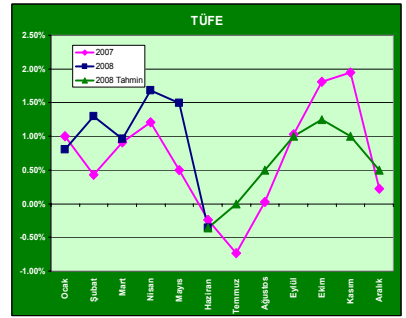
daralma yaşadı.



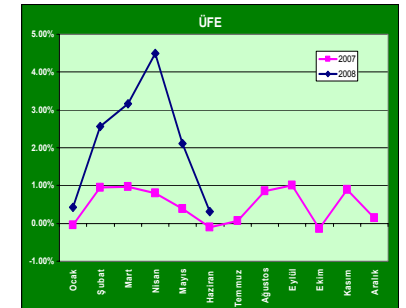
Enflasyon

Domates enflasyonu düşürdü!

◆ Hazırda TÜFE %0.36 oranında azalırken, ÜFE %0.32 artış gösterdi. 12 aylık enflasyon TÜFE'de %10.61, ÜFE'de ise %17.03 oldu.



◆ Bu ay TÜFE alt kalemleri arasında en yüksek oranlı artış %2.39 ile eğitim ve %1.62 ile konutta oldu. TÜFE'nin eksi çıkmasında etkili olan ise endekste %28.6 oranında en yüksek ağırlığa sahip olan gıda fiyatlarının bu ay %3.4 düşmesiydi. Gıdadaki düşüşte de Rusya'nın yasak getirmesiyle ihraç edilemeyen domatesin iç piyasa fiyatlarının aşırı miktarda düşmesi etkili oldu.



◆ Öte yandan, MB'nin çekir-

dek enflasyon göstergesi olarak önem verdiği enerji, işlenmemiş gıda ürünleri, alkollü içecekler ve tütün ürünleri ile altını dışlayan H endeksinin yıllık artış oranı %10.42; bu endeksten işlenmiş gıdanın dışlanması ile elde edilen I endeksinin yıllık artış oranı ise %6.37 oldu.

◆ MB yayınladığı fiyat gelişmeleri raporunda 1 Temmuzda yapılan elektrik zamlarının önümüzdeki dönem enflasyonuna %0.5 kadar etki yapacağını açıkladı. Geçen sene yaz aylarında enflasyonun düşük seyretmesinin yaratacağı baz etkisiyle de en az önümüzdeki 2 ay daha enflasyonun artması kesin gibi.

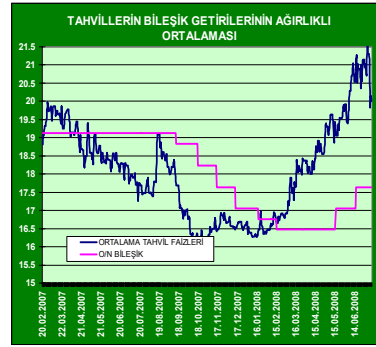
Faizler

◆ 17 Haziran'da gecelik faizlerde 50 baz puan artış daha yapan MB'nin Temmuz'da da aynı miktarda bir artış yapmasına kesin gözüyle bakılıyor.

◆ Grafikten de görüldüğü gibi

PARASAL GÖSTERGELER (milyon YTL)	1 27.06.2008	2 30.05.2008	3 28.12.2007	4 1/2	5 1/3
Dolaşımdaki Para	27,863	27,080	26,164	2.9%	6.5%
Vadesiz Mevduatlar	27,423	24,681	26,654	11.1%	2.9%
M1	55,286	51,761	52,818	6.8%	4.7%
Vadeli Mevduatlar	188,915	184,601	171,072	2.3%	10.4%
M2	244,201	236,362	223,889	3.3%	9.1%
DTH	118,008	116,058	104,196	1.7%	13.3%
DTH (milyar\$)	97.6	95.5	89.0	2.2%	9.6%
M2Y	362,209	352,420	328,086	2.8%	10.4%
Mevduat Bankaları Kredileri	254,937	246,841	214,830	3.3%	18.7%
Açık Piyasa İşlemleri	-5,250	-5,101	4,369	2.9%	AD
Kamu Menkul Kıymetleri	152,231	151,108	145,831	0.7%	4.4%
Dolarizasyon (DTH/M2Y)	32.6%	32.9%	31.8%	-1.1%	2.6%

MB'nin faiz artışından sonra da bir süre artmaya devam eden 2. piyasa faizleri %21.5 seviyelerinde durulmuş gibi gözüküyor.



Parasal Göstergeler

◆ Dar para tanımı olan M1 sene

görüşüne pek katılmıyorum doğrusu. Birincisi, artan enflasyon oranına baktığımızda, faiz artışlarının reel bazda fazla bir sıkılaştırma ifade etmediğini söyleyebiliriz. İkincisi ise, artık herkesin bildiği gibi, esasen kur seviyesini korumaya yönelik olan MB'nin faiz artırımları ekonomiyi soğutmak bir yana, sıcak para akımını desteklediği için ters bir etki bile yapıyor. Her ne kadar biraz fal açmak gibi olacaksa da, 2. ve 3. çeyreklerde büyüme hızının %4'ler seviyesinde gerçekleşerek, 2008 toplam büyüme hızının da 2007'e benzer bir şekilde %4.5 civarında gerçekleşmesi muhtemel gözüküyor.

Bu büyüme hızları maalesef ki Türkiye'nin işsizlik başta olmak üzere ekonomik problemlerini çözecek ve tabiri yerindeyse Türkiye'ye lig atlattırarak büyüme

başından beri %4.7 artarak %6 olan enflasyon artışının altında kaldı. Geniş para tanımı olan M2Y'deki artış %10.4 ile enflasyonun üzerinde.

◆ Öte yandan, son aylarda MB'nin açık piyasa işlemleri yoluyla piyasayı fonlamaya başladığı gözlemleniyor. Bu para tabanını kontrol açısından olumlu bir gelişme.

◆ Piyasalardaki olumsuz gelişmelere ve artan faiz oranlarına rağmen kredilerin ilk 6 ayda %18.7 gibi oldukça yüksek oranda genişlemesi ise herhalde ancak Türkiye'de görülebilecek bir olgu.

hızları değil. Ayrıca, Hükümetin her fırsatta iddia ettiği gibi siyasi belirsizliklerin ekonomik performansını bozarak büyüme hızını düşürdüğü savı da gerçekçi değil. Türkiye ekonomisi kur kısıta altında rekabetçi konumunu kaybederken kronikleşmiş olan cari açıklar Türkiye'yi riskli ülke kategorisinde tutmaya devam ediyor. Bu faktörlerin ise siyasi gelişmelerle hiç bir ilgisi yok.

SUI GENERIS—s1'den devam devam etmesi ve tüketici kredilerindeki artış hızının bir miktar düşmüş olması da iç tüketim artış hızını sınırlandıracaktır. Öte yandan, özel sektörün borçlanmasında ise yüksek cari açığa rağmen döviz kurları üzerinde henüz kalıcı bir baskı görülmemesi nedeniyle şimdilik fazla bir sorun yaşanmadığını söyleyebiliriz. Bütün bu gelişmelerin bileşkesi 2. çeyrekte bize %4.5 civarında bir büyüme hızını işaret ediyor.

Senenin geri kalanı için ise şimdiden net olarak bir şey söylemek zor. Tarımsal üretim, dış finansman imkanlarındaki gelişmeler, ihracat piyasalarının durumu ve tüketici güveninin gelişimi belirsizliğini koruyan faktörler. Öte yandan, pek çok analistin 2008'in son çeyreklerinde Merkez Bankası'nın parasal sıkılaştırmasının etkilerinin görüleceği şeklindeki