

- 1 Ekonomiyi soğutmadan enflasyon düşürülebilir mi?
- 1 Enflasyon hedeflemesi doğru politikadır
- 2 Bütçedeki nisbi kötüleşme belirginleşiyor
- 2 İhracatta rekor artışlar
- 3 Büyümede duraklama
- 3 İlk 4 ayda yıllık enflasyon hedefine ulaştık

SAYI: 05/07

- Turkish Yatırım Araştırma Birimi tarafından her ay yayınlanır.
- Baskıya giriş tarihi: 18.05.2007
- 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

ENFLASYON DİRENİYOR

Son dört yıldır (2004, 2005, 2006, 2007) enflasyon % 10 dolayında geziniyor. Ondan önce gelen iki yılda (2002, 2003) ise, 2001 krizinde çıktığı % 68'den 2003'te % 18'e inmişti. Eğer 2000 yılında ulaşılan % 39 düzeyi esas alınır, Enflasyon 7 yılda % 39'dan, % 10'a gerilemiş. Görünen o ki; enflasyonun bu yıl için hedeflenen % 4 düzeyine inmesi adeta imkânsız. Bu da 2008'deki % 4 hedefinin de tutturulmasını tehlikeye sokuyor. Çünkü enflasyon denen fenomende, bir yıl önceki yüzdenin, ertesi yılın yüzdesini etkileme gibi bir özellik vardır. Enflasyon için bu bir "kendi kendini besleyen süreçtir" denir.

Böyle bir sürecin kırılmasının bir bedeli vardır. Enflasyonla mücadele ödenmesi gereken bedel, büyümeden fedakârlıktır. Genel kabul görmüş inanışa göre, bu bedel ödenmezse, hem enflasyondaki düşüş kesintiye uğrar, hem de ödenmeyen bedeli daha fazlasıyla ödemek mecburiyeti doğar. Türkiye, 2002'den bu yana bakarsak, hem yılda %7,3 büyümüş, hem de enflasyonu (ayrıntısı yukarıda) düşürmüştür. Yani genel kabul görmüş "trade off" (ödünleşme) ilkesi, Türkiye'nin enflasyonla mücadelesinde çalışmamıştır. Enflasyon, bir bedel ödemedi düşürülmüştür. Bunun sebebi kuşkusuz, ülkeye umulanın çok üstünde sermaye girmesidir.

Soru şu: Yabancı sermaye girişi, ödünleşmeyi ortadan mı kaldırmıştır, yoksa ertelemiş midir? Yani büyümeden fedakârlık etmeden, enflasyonla mücadele

kazanılabilecek midir? Önümüzdeki günlerde bunu izleyeceğiz.

Sui Generis

Tuğrul Belli

ENFLASYON HEDEFLERİNDEN VAZGEÇİLMEMELİ!

Son dönemde enflasyonda görülen yapışkanlık karşısında bazı yorumcular MB'nin "enflasyon hedeflemesi" politikasının başarısız olduğunu ve 2003 öncesinde olduğu gibi tekrar parasal büyüklüklere ve özellikle de MB bilançosunun büyüklüğüne odaklı bir para politikasına geri dönüş yapılması gerektiğini ifade etmekte.

"Enflasyon hedeflemesi" MB'nin bir hedef belirlemesi ve dış ve iç ekonomik konjonktüre bakarak hedef enflasyona ulaşmak için elindeki değişik imkan ve parametrelerle optimum bir strateji belirlemesi olarak tanımlanabilir. Eğer para tabanının veya MB parasının kontrolü bugünkü konjonktür içinde enflasyon konusunda etkili bir silah ise, MB bunları da tabii ki (nedenlerini şeffaflık ilkesi dahilinde piyasa ve kamuoyu ile paylaşarak) kullanabilir. Ancak bunları kullanması MB'nin enflasyon hedeflemesi politikasından vazgeçmesi gerektiği anlamına gelmez. Kaldı ki, bize benzer ekonomilerden Polonya ve Brezilya'nın tecrübelerine bakıldığında, enflasyon hedeflemesi stratejisinin tıpkı bizde olduğu gibi bazı seneler istenilen sonucu vermemiş olmasına karşın, uzun vadede başarılı sonuçlar almış oldukları görülüyor. Bugün için, Polonya ve Brezilya'nın enflasyon oranları sırasıyla %2.5 ve %3.0.

Peki, bugünkü ekonomik yapı ve konjonktür içerisinde MB bilançosunun kontrolü mümkün mü? Eğer mümkünse, örneğin çeyrekler ve senelik bazda nasıl bir bilanço

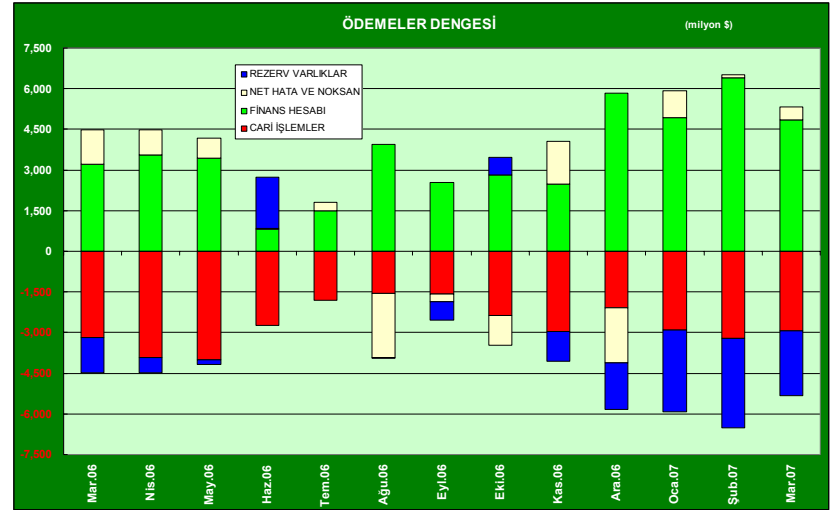
devamı sayfa 4'de

Bütçe ve Kamu Finansmanı

Bütçe başka bahara kaldı!

◆ Artık bu senenin maliye politikası açısından geçmiş senelere göre başarısız bir sene olacağı kesinleşmiş gibi. Her ne kadar sene içinde özelleştirme ve imtiyaz satışlarıyla sermaye gelirleri elde ederek, bütçenin nakit açığını kapamak mümkünse de, bütçenin yapısal açığının artmakta olduğu bir gerçek.

◆ Açıkçası hem personel sayısında hem de maaşlardaki artışa rağmen Nisan'da görülen personel giderlerindeki ufak oranlı azalma çok anlamlı değil. Öte yandan, diğer harcama kalemleri ise almış başlarını gidi-



son ayda ciddi azalışlar göze çarpmıyor.

◆ Sanayi üretimi ve iç tüketim rakamlarında çok büyük bir daralma olmamasına rağmen KDV gelirlerinin azalmış olması geçen

sek bir oranda azalmış olmasına anlam vermek mümkün değil. Keşke Türk insanının tütün kullanımını bu ölçüde azalmış olsaydı. Bu durum büyük ihtimalla Nisan'da tahakkuk eden gelirlerin bütçeye yansıtılmasının teknik bir sebepten gecikmesinden kaynaklanıyor. (Ya da Nisanda ülkeye çok büyük miktarda kaçak sigara girdi!)

◆ Akaryakıtta marker sisteminin devreye girmesinin etkilerini henüz göremiyoruz. Nisanda petrolden alınan KDV'de %5 kadar bir düşüş söz konusu. Tabii bu durum aynı zamanda petrol fiyatlarıyla ilgili. Ancak kaçağın boyutu dikkate alındığında, burada hasıl olacak olası bir iyileşmenin, petrolden alınan KDV gelirlerini önemli boyutta artırması beklenmeli.

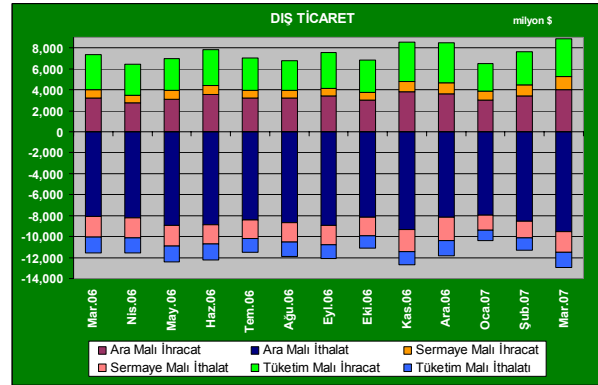
MERKEZİ YÖNETİM BÜTÇESİ	Nis.07	Nis.06	Artış	Oca-Nis07	Oca-Nis06	Artış
Harcamalar	16,049,820	15,142,070	6.0%	65,011,328	54,516,982	19.2%
1-Faiz Hariç Harcama	12,969,497	11,031,167	17.6%	45,964,215	39,124,091	17.5%
Personel Giderleri	3,232,005	3,249,198	-0.5%	13,330,892	12,188,992	9.4%
Sosyal Güv.Kur. Devlet Primi	392,444	383,276	2.4%	1,647,647	1,597,558	3.1%
Mal ve Hizmet Alımları	1,641,020	1,239,848	32.4%	4,833,663	3,878,463	24.6%
Cari Transferler	6,257,907	4,819,523	29.8%	22,431,389	17,958,768	24.9%
Sermaye Giderleri	839,315	507,611	65.3%	2,002,130	1,506,177	32.9%
Sermaye Transferleri	406,391	82,264	394.0%	1,003,175	402,175	149.4%
Borç Verme	200,415	749,447	-73.3%	715,319	1,591,958	-55.1%
2-Faiz Harcamaları	3,080,323	4,110,903	-25.1%	19,047,113	15,392,891	23.7%
Gelirler	13,854,599	12,164,486	13.9%	59,287,726	50,489,709	17.4%
Vergi Gelirleri	9,859,064	9,604,407	2.7%	43,800,420	40,860,030	7.2%
Teşebbüs ve Mülkiyet Gelirleri	1,635,351	966,428	69.2%	3,114,497	2,971,832	4.8%
Bağış, Yardımlar, Özel Gelirler	20,460	89,114	-77.0%	219,328	322,263	-31.9%
Faizler, Paylar ve Cezalar	2,305,098	1,476,606	56.1%	6,237,350	6,211,978	0.4%
Sermaye Gelirleri	34,626	27,931	AD	5,916,131	123,606	AD
Bütçe Dengesi	-2,195,221	-2,977,584	-26.3%	-5,723,602	-4,027,273	42.1%
Faiz Dışı Denge	885,102	1,133,319	-21.9%	13,323,511	11,365,618	17.2%

yorlar. Mal alımları, cari transferler, sermaye giderleri ve sermaye transferleri kalemlerinde çok yüksek oranlı artışlar göze çarpmıyor.

◆ Gelirlerde de durum parlak değil. Vergi gelirlerindeki aylık artış sadece %2.7. Detaya indigimizde kurumlar vergisindeki azalmanın vergi oranının düşürülmüş olması nedeniyle normal olduğu, yükselen faiz ve borsa nedeniyle gelir vergisi tevkifatlarının da artmış olduğu gözlemleniyor. Öte yandan ekonomik aktivitenin de önemli bir göstergesi olan KDV ve ÖTV'de özellikle

ay da dikkat çekmiş olduğumuz gibi kısmen KDV iadelerinin kaldırılmasından kaynaklanıyor. Araba satışlarındaki düşüşü

dikkate aldığımızda motorlu taşıtlardan alınan ÖTV'nin %20 kadar düşmüş olması da normal. Öte yandan tütün mamullerindeki KDV'nin Nisan'da %60 gibi çok yük-



Ödemeler Dengesi ve Dış Ticaret

İhracatta rekorlar devam ediyor

◆ Son dönemde cari açıkla ilgili endişeler azalmış görünüyor. Nitekim, Kasımdan beri cari açık miktarı önceki yılın aynı ayına göre azalma eğilimi içerisinde. Mart açığı da geçen sene Martına göre \$ 231 milyon daha düşük bir düzeyde gerçekleşti.

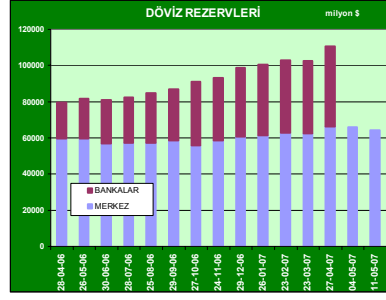
◆ Düzeltme ağırlıklı olarak ticaret açığındaki daralma ve geçen seneye göre artış gösteren turizm gelirlerinden kaynaklanıyor.

◆ Dış ticaret endekslerine baktığımızda, Martta petrol ve doğalgazda endeksin geçen seneye göre yükselmiş olduğu göze çarpıyor. Ancak geçen sene Nisan-Eylül ayları arasında söz konusu endeksin çok yükselmiş olduğunu dikkate aldığımızda, bu sene bu kalemlerin cari açıkta baskı yapma ihtimalinin oldukça düşük olduğunu söyleyebiliriz.

◆ Genel ihracat ve ithalat birim endekslerine baktığımızda neredeyse bir yıldan beri ithalat birim fiyatlarının ihracat birim fiyatlarının üzerinde bir artış içinde olduğunu görüyoruz. Diğer bir ifadeyle ihracatta fiyat avantajı sağlayamıyoruz. Ancak buna rağmen ihracatımızın miktar bazında artıyor olması global rekabetçi ortama uyum sağlıyor olmamızı göstermesi açısından önemli.

◆ Son 4 ayda yabancı sermaye girişlerinin ve dolayısıyla MB rezervlerinin de ciddi boyutlarda artmış olduğunu görüyoruz.

◆ Döviz rezervlerinde özellikle bankacılık sektörünün rezerv artışı oldukça dikkat çekici. 2006 Nisanında \$ 20 milyarın altında olan banka rezervleri, bu Nisan sonunda \$ 44 milyarı aşmış durumda.



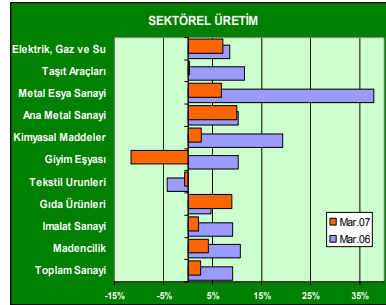
◆ TİM verilerine göre Nisan ihracatı da geçen yılın aynı ayına göre %28.1 artış kaydederek \$ 8.2 milyara ulaşmış bulunuyor. Önümüzdeki aylarda bu yüksek artış oranlarında göreceli bir azalma beklemekle birlikte 2007 toplam ihracatımızın \$ 100 milyarın üstüne çıkacağını şimdiden rahatlıkla söyleyebiliriz.

Üretim ve Büyüme

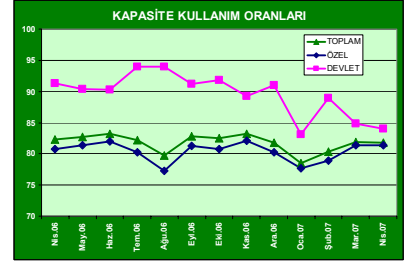
Büyümede duraklama sinyalleri

◆ Martta toplam sanayi üretimi %2.6 ile son 14 ayın en düşük artışını gerçekleştirmiş bulunuyor. Martta henüz siyasi kriz ve seçim konularının gündeme gelmemiş olması dikkate alındığında artış hızındaki bu azalmanın önemli olduğunu söyleyebiliriz.

◆ Sektörlere baktığımızda, giyim ve tekstilde gerileme, gıda ve ana metal sektörlerinde de artış dikkati çekiyor.



◆ Nitekim Nisan ayı özel sektör kapasite kullanım oranının önceki aya göre yerinde saymış olduğunu görüyoruz. Bu şartlar altında Mayıs KKO'sunun gerilemesi şaşırtıcı olmayacaktır.

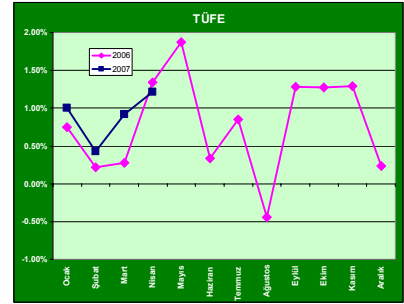


Enflasyon

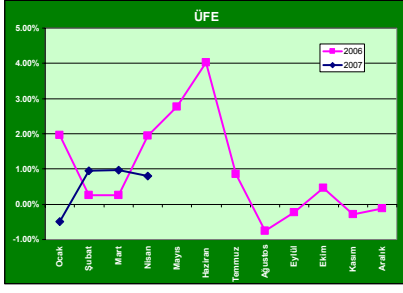
%4 hedefi hayal oldu

◆ Nisanda TÜFE %1.21, ÜFE ise %0.80 arttı. Son 12 aylık enflasyon TÜFE'de % 10.72, ÜFE'de ise %9.68 olarak gerçekleşti.

◆ Bilindiği gibi MB'nin 2007 enflasyon hedefi %4 idi. Ancak ilk 4 aydaki toplam enflasyon oranı %3.6'ya ulaşmış durumda. Bu şartlar altında 2006 enflasyonunun MB hedefinin oldukça üzerinde gerçekleşeceğini söyleyebiliriz.



◆ 2003 bazlı yeni endekse bakarak, bundan sonra her ay enflasyonun son 4 senenin o ayının en düşük oranı olacağını varsayan pek de bilimsel olmayan bir yöntem kullansak dahi, 2007 TÜFE'sinin gerileyebileceği en düşük oranın %7.1 olduğu görülüyor. Bu şartlar altında bazı piyasa yorumcularının hala %6 civarında bir enflasyon oranı bekliyor olması oldukça enteresandır. Bu şartlar altında MB'nin beklenti anketinde %7.8 olan yılsonu TÜFE tahmini bile oldukça iyimser kalmakta.



Faizler

◆ Grafikten de görüldüğü gibi 2. piyasa faizleri belirgin bir gevşeme trendi içerisinde.



◆ Özellikle siyasi ortamdaki gerilime ve enflasyondaki yapısal SUI GENERIS–s1’den devam

hedefi verilmeli, bu hedef ile enflasyon arasında nasıl bir ilişki oluşabilir, piyasa oyuncuları enflasyon beklentilerini bu hedef doğrultusunda nasıl şekillendirebilirler gibi cevap çok zor olan sorular ortaya çıkıyor. Örneklesek, Haziran’dan beri MB bilançosu %7 kadar daralmış durumda. Ama bunun enflasyon üzerinde olumlu bir etkisini göremedik. O zaman daha ne kadar daha daralması gerekiyor?

MB bilançosu ile enflasyon arasında net bir ilişki olmadığını göz ardı etsek bile, asıl problem Türkiye’nin hala yüksek oranda dolarize bir ekonomi olmasından kaynaklanıyor. “Parasal Göstergeler” tablosundan da görüldüğü gibi toplam mevduatın %36’sı döviz bazında. Bunu “varlık dolarizasyonu” olarak görebiliriz. “Yükümlülük dolarizasyonu”, yani ekonomideki döviz cinsinden borçların toplam borçlara oranı da çok yüksek seviyelerde. Şöyle ki yerel bankalar tarafın-

PARASAL GÖSTERGELER (milyon YTL)	1 04.05.2007	2 06.04.2007	3 29.12.2006	4 1/2	5 1/3
Dolaşımdaki Para	22,265	22,008	24,676	1.2%	-9.8%
Vadesiz Mevduatlar	19,417	19,499	22,814	-0.4%	-14.9%
M1	41,682	41,506	47,491	0.4%	-12.2%
Vadeli Mevduatlar	147,090	146,470	137,654	0.4%	6.9%
M2	188,772	187,976	185,145	0.4%	2.0%
DTH	106,056	104,573	101,399	1.4%	4.6%
DTH (milyar\$)	78.8	76.8	71.8	2.6%	9.7%
M2Y	294,828	292,549	286,544	0.8%	2.9%
Mevduat Bankaları Kredileri	180,694	177,237	170,578	2.0%	5.9%
Açık Piyasa İşlemleri	3,783	6,608	-1,098	-42.7%	AD
Kamu Menkul Kıymetleri	142,988	146,998	138,046	-2.7%	3.6%
Dolarizasyon (DTH/M2Y)	36.0%	35.7%	35.4%	0.6%	1.7%

kanlığa rağmen böyle bir gerilemenin olması ilginç. Tabii ki, bu olgu önemli ölçüde dış piyasalarda devam eden bahar havasının yerel piyasamıza yansımalarının bir sonucu.

◆ Bu ay da günlük faizlerde indirim gitmeyen MB’nin bu duruşunu senenin son aylarına kadar sürdürmesi bekleniyor.

Parasal Göstergeler

◆ Dar para tanımı olan M1’de sene başına göre bir daralma söz konusu iken, geniş para tanımı olan M2Y sene başına göre az da

dan özel sektöre verilen döviz kredileri \$ 45 milyar, özel sektörün yurtdışından aldığı kredilerin toplamı ise \$ 75 milyar civarındadır.

MB bilançosunu daraltmanın ise tek bir yolu vardır: Piyasadan döviz almak yerine, piyasaya döviz satmak. Böylece hem MB’nin döviz varlıkları azalacak, hem de kurların daha da düşmesiyle birlikte, elindeki döviz rezervlerinin TL karşılıkları azalacaktır. Kurların daha da düşmesi (=TL’nin değerlenmesi) ilk aşamada enflasyon üzerinde azaltıcı bir etki yapacaktır. Ancak burada asimetrik bir etkinin olduğunu, yani kurların artışının enflasyona yansımalarının (her %10 artış için 3 puan kadar) kurların azalışının enflasyona yansımından çok daha hızlı ve yüksek oranlı olduğunu dikkate almak gerekir. Ayrıca, daha da önemlisi, TL’nin bugünden daha da değerli hale gelmesi, Türkiye’nin dış ticaretteki rekabetçi konumunu

olsa bir artış gösteriyor.

◆ Yüksek sayılabilecek bir TL faiz ortamına ve siyasi gerilim ortamına rağmen kurlarda herhangi bir hareketlenme olmamasına rağmen, döviz hesaplarında artış devam ediyor. Son durumda dolarizasyon oranı %36’ya çıkmış durumda.

◆ Son yıllarda kurların düşmesinin DTH’ları artırdığı gözlemleniyor. Bu olgu vatandaşın döviz ucuz bulmasından ve sanayicinin de kendini döviz riskine karşı “hedge” etme dürtüsünden kaynaklanıyor.

iyice zedeleyerek cari açığı artıracağı gibi, global akımların kesilmesi durumunda daha sert bir devaluasyon olacağı beklentisini de körükleyeceği için, aslında uzun vadeli enflasyon beklentilerinin düşmesine de yardımcı olmayacaktır.

Ayrıca, Türkiye gibi dolarize olmuş bir ekonomide, kurların değerlenmesi döviz bazında işleyen paralel bir ekonomik yapı olması nedeniyle, ekonomik aktiviteyi azaltmayacak, aksine artıracaktır. Bu son yıllarda net olarak müşahade ettiğimiz bir olgudur. Ekonomik aktivitenin artması da enflasyonla savaşım bakımından tercih edilebilir bir oluşum değildir.

Neticede, 35 yılın enflasyonunu 4 senede tamamen silmek mümkün değildir. Yapılması gereken sebatla sıkı maliye politikasını devam ettirerek, zaman içinde kamu borçlarını azaltmak ve yapısal reformlarla da ekonomiyi daha rekabetçi ve dışa açık hale getirmektir.