

Mayıs '08

1 Kapitalist sistemde devletin rolü artıyor**1** MB için her zaman en zayıf halka kurlar**2** FDF hedefinde zorunlu indirim**2** Petrol fiyatları cari açığı artırıyor**3** TÜFE'nin %11'e kadar yolu var

SAYI: 05/08

- Turkish Yatırım Araştırma Birimi tarafından her ay yayınlanır.
- Baskıya giriş tarihi: 08.05.2008
- 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

Kilometre Taşları

Ege Cansen

SERBEST PİYASANIN YARATTIĞI YENİ DEVLETÇİLİK

Parası döviz olan sanayileşmiş büyük ülkeler, mesela ABD, Almanya ve İngiltere prensip olarak cari işlemlerde fazla verirdi. Parası döviz olmayan bizim gibi ülkeler de cari işlem açığı. Cari işlem fazlası veren ülkeler ithalat ve ihracatını kendi parasıyla yapar. Yani bu ülkelerde cari açık olsa bile "döviz sıkıntısı" diye bir dert olmaz. Dolayısıyla, bu ülkelerin merkez bankalarının "kötü günler için" yabancı para cinsinden rezerv tutma gibi bir kaygıları hiç olmamıştır. Cari işlem açığı veren ve parası döviz olmayan gariban ülkelerin merkez bankalarının "şu kadar aylık ithalatı karşılayacak kadar dövizimiz var" şeklinde zavallı bir övünmeleri olur. Bu güç değil, güçsüzlük beyanıdır. Biz, halen bu geleneği sürdürüyoruz.

Ancak bu yukarıda anlattığım tablo artık bir çok ülke için geçerli değil. Japonya ve onu izleyen diğer Asya Kaplanları, "cari işlem fazlası vererek kalkınma" politikası izlediler. Güzel yurdumuzun normal iktisatçıları bunu bir türlü anlayamadığı için hâlâ "büyüdüğümüz için cari açık veriyoruz" diye TV'lere çıkıp saçmalamayı sürdürüyor. Neyse. Değişen dünya dengelerinin bir başka tezahürü, ABD'nin dev cari işlem açıklarıdır. Bu, Çin, Japonya, Tayvan, Kore gibi ülkelerin merkez bankalarında çok büyük "rezerv birikmesine" sebep olmuştur. Şimdi buna bir de petrol çıkartan ülkelerin döviz

rezervleri eklenmiş bulunuyor. Anlayacağımız bu değişimler, becerikli veya şanslı ülkelerin merkez bankalarında veya Hazine'lerinde müthiş "döviz birikimleri" yaratmıştır. Kapitalizm, kapitalist kişiler yarattıktan sonra şimdi de kapitalist devletler de yaratmış bulunuyor.

Bağımsız ülkelerin bu "birikmiş paralarını" yöneten kuruluşlara da "Ülke Varlık Fonları" (Sovereign Wealth Funds) deniyor. (Refah Fonu diye yapılan tercüme yanlış. Refahın İngilizce karşılığı "welfare"dir.) Fon yöneticileri, bu birikimi nasıl en yüksek getiriyle değerlendirebilir diye kafa yoruyor. Bazan salt iktisadi kaygılarla, bazan da siyasi kaygılarla, ülke dışında menkul veya gayrimenkul her türlü yatırımı yapıp duruyorlar. Bu yağmurdan biz de nasibimizi alıyoruz.

Sui Generis

Tuğrul Belli

YÜKSEK FAİZ-DÜŞÜK KUR'LA YAŞAMAYA DEVAM!

MB 30 Nisan'da açıkladığı Enflasyon Raporu'nda 2008 sene sonu beklentisini %9.3'e çıkararak beklenti ortalaması %8.4 olan piyasaya soğuk bir duş aldırdı. Bu açıklamadan sonra 2. piyasa faizlerinde gözlemlenen artış ise herhalde kimse için bir sürpriz değil. .

2007'nin 2. yarısında MB kendince bir kumar oynamış ve kaybetmişti. 2006'da yaptığı hatalı faiz artırımından sonra uzun süre MB'nin eline faizleri eski seviyesine düşürecek bir fırsat geçmemişti. Seçimlerden sonra 2. piyasa faizlerinin hızla gerilemesiyle böyle bir fırsatı eline geçirdiğini düşündü. Oyna-

devamı sayfa 4'de

Bütçe ve Kamu Finansmanı

Finansmanda zor bir ay

◆ Mart ayı bütçe dengesi iyi sinyaller vermedi. Vergi gelirlerinde nominal bazda bile bir azalış söz konusu. 2007 mart'ında TL 4.8 milyar fazla vermiş olan bütçe dengesi bu mart'ta aynı miktarda açık verdi. Genelde fazla veren faiz-dışı denge bile bu ay açık vermiş durumda.

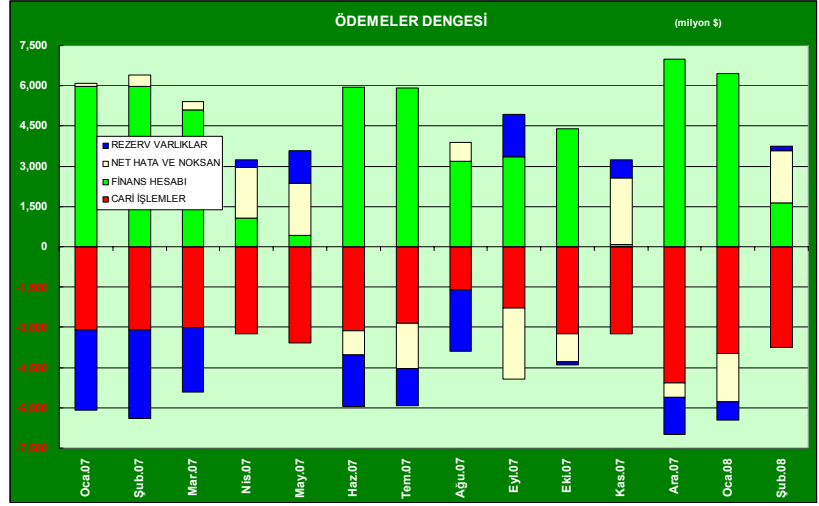
◆ Mayıs finansman programında ise Nisan'da ödenecek bazı vergi gelirlerinin bu ay kasalara girecek olmasından dolayı faiz-dışı dengenin TL 7.6 milyar kadar

MERKEZİ YÖNETİM BÜTÇESİ	2007 Mart	2008 Mart	Artış	Oca-Mart07	Oca-Mart08	Artış
Harcamalar	15,640,534	18,648,608	19.2%	49,441,897	51,561,873	4.3%
1-Faiz Hariç Harcama	11,661,529	13,895,276	19.2%	33,475,107	37,811,036	13.0%
Personel Giderleri	3,404,677	3,815,917	12.1%	11,192,386	12,512,628	11.8%
Sosyal Güv.Kur. Devlet Primi	429,403	480,375	11.9%	1,405,582	1,585,378	12.8%
Mal ve Hizmet Alımları	1,396,979	1,528,206	9.4%	3,461,013	3,779,834	9.2%
Cari Transferler	5,415,417	6,734,851	24.4%	14,857,044	17,514,374	17.9%
Sermaye Giderleri	628,454	797,179	26.8%	1,258,121	930,235	-26.1%
Sermaye Transferleri	53,158	235,962	343.9%	438,146	545,999	24.6%
Borç Verme	333,441	302,786	-9.2%	862,815	942,588	9.2%
Yedek Odenekler	0	0		0	13,750,837	
2-Faiz Harcamaları	3,979,005	4,753,332	19.5%	15,966,790	13,750,837	-13.9%
Gelirler	20,481,266	13,778,697	-32.7%	46,109,441	47,188,305	2.3%
1-Genel Bütçe Gelirleri	20,112,534	13,000,250	-35.4%	45,433,127	45,329,731	-0.2%
Vergi Gelirleri	11,324,450	10,920,292	-3.6%	33,941,356	40,255,828	18.6%
Teşebbüs ve Mülkiyet Gelirleri	798,078	293,222	-63.3%	1,479,146	1,015,548	-31.3%
Alınan Bağış ve Yardımlar	59,594	50,108	-15.9%	198,868	228,042	14.7%
Faizler, Paylar ve Cezalar	2,065,489	1,722,360	-16.6%	3,932,252	3,792,216	-3.6%
Sermaye Gelirleri	5,864,923	14,268	-99.8%	5,881,505	38,097	AD
2-Özel Bütçeli İdarelerin Gelirleri	365,561	651,717	50.9%	643,843	925,990	43.8%
3-Düzen. ve Denet. Kurum. Geliri	3,171	226,730	7050.1%	32,471	932,584	2772.1%
Bütçe Dengesi	4,840,732	-4,869,911	-200.6%	-3,332,456	-4,373,568	31.2%
Faiz Dışı Denge	8,819,737	-116,579	-101.3%	12,634,334	9,377,269	-25.8%

artıya geçmesi bekleniyor.

◆ Bu FDF miktarı aslında Hazine'nin kurtarıcısı oldu. MB'nin talihsiz enflasyon beklentisi açıklamalarından sonra yükselen faizler nedeniyle Hazine Mayıs ihalelerinde programda öngördüğü TL 4.7 milyarlık borçlanmanın sadece TL 2 milyar kadarını gerçekleştirebildi. 20 aylık iskontolu devlet tahvilinde bileşik faiz %19.6 oldu.

◆ Ayrıca Mayıs'ta IMF ile yürütülmekte olan Stand-By Düzenlenmesi'ne ilişkin gözden geçirmenin İcra Direktörleri Kurulu'na onaylanması ve 2,2 milyar SDR (TL 4.7 milyar) tutarındaki kaynağın serbest bırakıl-



ması bekleniyor.

◆ IMF ile stand-by'nin devam etmeyecek olması nedeniyle yeni bir çapa olarak

2012 yılına kadar %21.5'den %20.2'ye kadar azaltılması öngörülmüş. Hiç bir ülke böyle açıklanan "Orta Vadeli Mali Çerçeve" programı hayal kırıklığı yarattı.

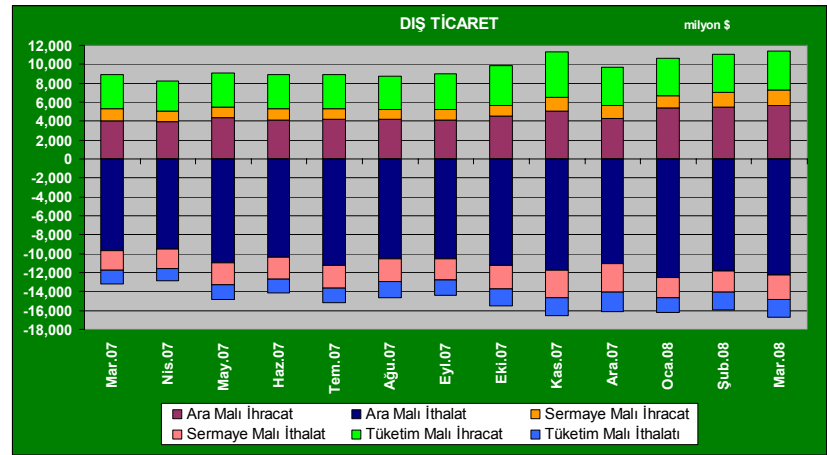
◆ Son derece afaki rakamlarla doldurulmuş olan programdan aklı kalan tek şey (sıkı maliye politikası izlenmesinin önemli olduğu bugünlerde) faiz-dışı fazlanın 0.7 puan daha indirilerek %3.5'e düşürülmesi oldu.

◆ Mali çerçevede özelleştirme gelirleri dahil toplam bütçe gelirlerinin milli gelire oranının 2012 yılına kadar %21.5'den %20.2'ye kadar azaltılması öngörülmüş. Hiç bir ülke böyle "zavallı" bir gelir beklentisiyle kalıcı bir kalkınma hamlesi gerçekleştiremez.

Ödemeler Dengesi ve Dış Ticaret

Petrol faturası yükseliyor

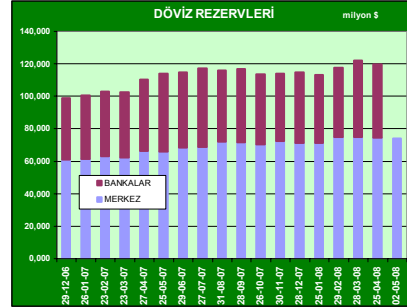
◆ Geçtiğimiz günlerde ekonomiden sorumlu bakan Şimşek'in bu seneki cari açığın \$ 50 milyara ulaşmasını beklediği yönündeki açıklaması piyasalar tarafından abartılı bulundu. Gerçekten de, ilk 2 ayda geçen senenin aynı



dönemine göre %25 kadar yüksek çıkan artışı geçen senenin toplam açığı olan \$ 37.4 milyarla çarpığımızda \$ 46.7 milyarlık bir açık buluyoruz. Tabii, \$ 46.7 milyar da az-buz bir rakam değil.

◆ Aslında ihracat performansımız şaşırtıcı derecede iyi gidiyor. Mart'ta artış %28 oldu. Nisan'da ise ihracatçılar meclisi verilerine göre %39 artış gösteren ihracat \$ 11.4 milyar olarak gerçekleşti. Bu ay gene %50 gibi çok yüksek bir artış gösteren taşıt araçları sektörünün toplam ihracat içindeki payı da %22 ile tekstil-giyim sektörlerinin toplamını oldukça geçmiş bulunuyor.

◆ Açıkçası bizi yakan yüksek petrol fiyatları. Geçen sene Türkiye petrol, akaryakıt ve doğalgaza toplam \$34 milyar ödedi. 2007'de ortalama 72 dolar olan petrol fiyatları ise bugünlerde 120 dolarları geçmiş durumda. Kaba bir hesapla petrolün bu sene ortalaması 110 dolar olursa, toplam enerji ithalat faturası bize \$ 22 milyar kadar ek bir maliyet getirecek.

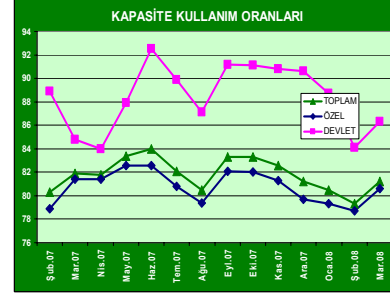


Üretim ve Büyüme

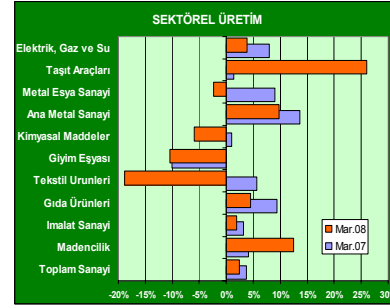
Stagflasyona hoş geldin diyoruz!

◆ Stagflasyon (durgunlukla beraber enflasyon) beklenen bir sene olan 2008'de büyüme ile ilgili veriler dikkatle izleniyor. Mart'ta KKO geçen senenin aynı ayına göre %0.8 azalış gösterdi. Toplam sanayi üretimindeki büyüme de sadece %2.4 oldu. Aynı ay ihracatta görülen yüksek

oranlı artış dikkate alındığında iç piyasanın son derece durgun olduğu söylenebilir.



◆ CNBC-e Tüketici Güven Endeksi de Nisan'da bir önceki aya göre %21.2 düşerek 54.46 düzeyine geriledi. Bu veri hem düşüş oranı açısından hem de gerçekleştiği mutlak değer açısından endeksin başlangıç dönemi olan 2002 Ocak ayından bu yana rekor düşük değer oldu.



Enflasyon

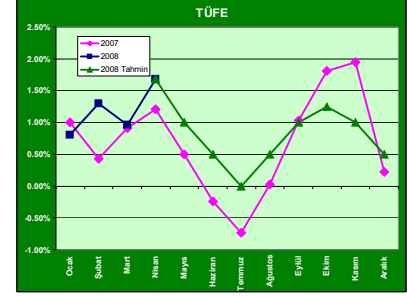
Enflasyon %11'e kadar çıkabilir

◆ Geçen ay bu sene enflasyonu tek haneli rakamlarda tutmanın bile başarı olacağını ifade etmiştik. Nitekim, MB'nın Nisan sonu yayınlanan enflasyon raporu'nda bu seneki TÜFE beklentisini %9.3'e çıkardığı görüldü. Bunun neticesinde de Mayıs ayı 1. enflasyon beklenti anketinde de sene sonu TÜFE beklentisi %9.55'e çıktı.

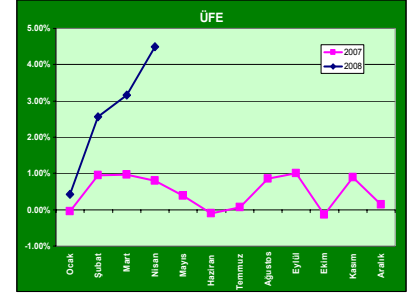
◆ Nisanda TÜFE %1.68, ÜFE ise %4.5 arttı. 12 aylık enflasyon TÜFE'de %9.66, ÜFE'de ise %14.56 oldu.

◆ Bu ay TÜFE alt kalemleri arasında en yüksek oranlı artış

%11.7 ile giyim ve ayakkabı sektöründe oldu. Ancak geçen seneki rakamlara göre en çok artış gösteren ve bu nedenle TÜFE'ye en çok etki yapan sektör %2.38 artışla ulaştırma sektörü oldu.



◆ Çekirdek enflasyon göstergelerinde de önemli artışlar yaşandı. Enerji, işlenmemiş gıda, alkollü içecekler ve tütün ürünleri ile altını dışlayan özel kapsamlı TÜFE göstergesinin (H) yıllık artışı %8.61'e yükselirken, bu endeksten işlenmiş gıdayı dışlayan (I) göstergesinin yıllık artışı %4.80'den %5,38'e yükseldi.



◆ Yukarıdaki grafikte sene sonuna kadar aylık TÜFE rakamları için yaptığımız basit bir tahmin çizgisi görülüyor. Emtia fiyatlarında bugünden sonra aşırı bir artış görülmeceğine dayanan bu tahminde bile sene sonu TÜFE'si %11'e yaklaşıyor.

Faizler

◆ Piyasa faizleri enflasyon beklentilerindeki kötüleşmeye paralel olarak artmaya devam ediyor. Sene başında %6.4 olan 2008 TÜFE beklentisi 3.1 puan artışla %9.5'e yükseldi. Bileşik

faizlerdeki artış da tam aynı miktarda oldu.



SUI GENERIS—s1'den devam

dığı kumar ise enerji ve emtia fiyatlarında sonraki dönemlerde bir gevşeme olacağı beklentisiydi. Ancak bu gerçekleşmedi. Hatta, bu artış kervanına tarım ürünleri de katıldı. Bugün itibarıyla, petrol ve pek çok emtialarda fiyatlar rekor seviyelerde. Bu olumsuz duruma bir de sene başından beri döviz kurlarında meydana gelen %20'ye yakın artış eklenince, başta üretici fiyatları olmak üzere tüm enflasyon verilerinde artış kaçınılmaz oldu.

Açıkçası önümüzdeki dönemde enerji, tarım ve gıda fiyatlarında çok hızlı bir gerileme olması ihtimali oldukça düşük. Özellikle ABD ekonomisinden krizin durulmakta olduğu yönünde sinyaller geldikçe, emtia fiyatlarının gevşeme ihtimali de azalıyor. Mortgage krizinde en kötü dönem geride kalmış gibi. Daha önce kuyunun dibini gözükmüyordu, ve bu da piyasalardaki oynaklığın ve dolaşımıyla riskin yüksek kalmasına yol açıyordu. Artık kuyunun dibinin gözükmüyor. Ancak, ABD'de finans ve inşaat piyasalarındaki kayıpların gecikmeli etkileri daha uzun bir süre devam edecektir. Teknik olarak bir resesyon (2 çeyrek arka arkaya negatif büyüme hızı görülmesi) yaşanma ihtimali yüksektir. Ama bu durum piyasaları çok rahatsız etmeyecektir. Hatta, yaratılan likidite bolluğunun enflasyonda aşırı bir artış yaratmaması için, senenin 2. yarısında ABD gecelik faizlerinde artışa gidilmeye

PARASAL GÖSTERGELER	1	2	3	4	5
(milyon YTL)	25.04.2008	21.03.2008	28.12.2007	1/2	1/3
Dolaşımdaki Para	27,697	26,636	26,164	4.0%	5.9%
Vadesiz Mevduatlar	25,702	25,100	26,654	2.4%	-3.6%
M1	53,399	51,735	52,818	3.2%	1.1%
Vadeli Mevduatlar	189,493	183,107	171,072	3.5%	10.8%
M2	242,891	234,843	223,889	3.4%	8.5%
DTH	116,936	109,278	104,196	7.0%	12.2%
DTH (milyar\$)	90.6	88.4	89.0	2.4%	1.7%
M2Y	359,828	344,121	328,086	4.6%	9.7%
Mevduat Bankaları Kredileri	238,792	229,794	214,830	3.9%	11.2%
Açık Piyasa İşlemleri	6,860	3,090	4,369	122.0%	AD
Kamu Menkul Kıymetleri	159,128	155,066	145,831	2.6%	9.1%
Dolarizasyon (DTH/M2Y)	32.5%	31.8%	31.8%	2.3%	2.3%

◆ Kısacası nominal faizlerdeki artışa rağmen reel faizlerde bir değişiklik olmadı.

◆ Artan faizler paralelinde Mayıs'ta MB de bir miktar parasal sıkılaştırmaya gidecektir.

başlanması şaşırtıcı olmayacaktır. Her ne kadar sene başından beri yabancı portföy yatırımlarında bir miktar çekilme olmuş ise de, senenin devamında ciddi bir kriz yaşanma ihtimali halen düşük. Hatta, FED'in para musluklarını sonuna kadar açması nedeniyle, Çin ve petrol ihracatçısı ülkelerde biriken fonlara bir de ABD kaynaklı likiditenin eklenmesiyle, global likiditedeki aşırı bolluk durumu devam edecektir. Türkiye tabii ki, diğer gelişmekte olan ülkelere göre daha "kolay incinir" (vulnerable) bir durumdadır. Ancak bu durum (hele beklendiği gibi MB gecelik faizlerde ölçülü bir artışa giderse) cari açık finansmanında bir darboğaza ve dolayısıyla kurlarda bir artışa sebep olmayacaktır. Zaten kurlarda yeniden bir gevşeme trendi görülmektedir. Nisan ortasında sene başına göre sepet bazında %20'ye yakın bir artış göstermiş olan kurlardaki hareket bugünlerde %10'un altına gerilemiş durumdadır. (Esasen Nisan ayı üretici fiyatlarında görülen yüksek boyutlu artış da kurlardaki artışın bir yansıması idi.)

MB açıklamalarında ne derse desin, asıl hassas olduğu nokta kur artışlarıdır. 2006 ortasındaki reaksiyonu da tamamen kur artışlarına yönelik idi. Böyle bakıldığında, Mayıs toplantısında belki de gecelik faizleri artırmasına gerek bile olmayacaktır. Ancak, MB'nin piyasa beklentilerini tat-

min etme ve Enflasyon Raporu'ndaki görüşlerine sadık kalma pahasına, 25-50 baz puan kadar bir artışa gitmesi kuvvetle muhtemeldir. Ayrıca pozisyonlarını azaltmış bulunan bir kısım yabancı spekülör böyle bir hareketi dört gözle beklemekte ve hatta yayınladıkları raporlarla bunun çığırkanlığını yapmaktadırlar. Halbuki, herkes gibi onlar da yüksek oranda dolarize olan Türkiye ekonomisinde parasal aktarım mekanizmalarının sağlıklı çalışmadığını bilmektedirler. Borç veren değil de, sürekli olarak borç alan bir merkez bankasının gecelik faizlerdeki küçük değişiklikler ile ekonomik aktiviteye fazla bir etki yapması beklenmemelidir. Ayrıca, normal şartlarda ekonomik aktiviteyi kısıtlayarak talep kaynaklı fiyat artışlarını azaltması beklenen faiz artırımları Türkiye'ye sıcak para girişine neden olarak ekonomi içindeki toplam para arzını artırmakta ve iç talebi canlı tutmakta, yani neredeyse istenenin tersi bir etki yaratmaktadır. Bu sakat politika sonucunda ise kaybedenler yurtiçine üretim yapan ve dövizle borçlanma imkanı kısıtlı olan üreticiler ve rekabetçi konumu sürdürebilmek adına reel ücretleri sürekli baskılanan çalışanlar, kazananlar ise ithalatçılar olmaktadır.