

- 1 Yükselen akaryakıt fiyatları mal ve hizmet fiyatlarına yansiyacak
- 1 Gevşetilen maliye politikası enflasyon için en büyük tehdit
- 2 Bütçe şimdilik iyi gidiyor ama
- 3 İhracat üretimi ayakta tutmaya devam ediyor
- 3 Çekirdek enflasyonda da artış var

SAYI: 06/08

- Turkish Yatırım Araştırma Birimi tarafından her ay yayınlanır.
- Baskıya giriş tarihi: 08.06.2008
- 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

HAVAYOLLARINA ÜZÜLEMEM VALLAHI!

Dünya Havayolları Birliği (IATA) yıllık toplantısını İstanbul'da yaptı. İstanbul, gütgide bir "kongre şehri" oluyor. Buna "kongre turizmi" deniyor. Bu, ülkemiz için çok güzel bir gelişme. Bu kabil "ticari ve mesleki" toplantılara ev sahipliği yapmak bir şehri markalaştırıyor. Markalaşan şehirlerin emlak değeri arttırıyor. Bu da "varlık fiyatları enflasyonu" denen bir oluşuma yol açıyor. Varlık fiyatları enflasyonu, o ülkede yaşayan ve az veya çok gayrimenkul sahibi olanları nominal olarak zenginleştirdiği için, onların "harcama eğilimini" yükseltiyor. Durduk yerde zenginleşen kişilerin fiyat algılaması değişiyor. Zenginleştim duygusuyla artan harcamalar, hem lüks mallara olan talebi patlatıyor hem de genel enflasyonu kırbaçlıyor. Bu da işin kötü tarafıdır.

Gazeteler, reklâmverenlere yağcılık olsun diye bu toplantıyı çarşaf, çarşaf haber diye verdi. Zaten neyin reklâm, neyin haber olduğunu anlamak artık mümkün değil. Ticari mesajları haber olan iş adamları da meydana boş bulup attıkça atıyorlar. IATA kongresine gelen yabancı havayollarının genel müdürleri "petrol fiyatlarındaki artış, sektörü zora soktu" buyurmuş. Kime ne mesaj veriyor, kimden ne talep ediyor anlamak mümkün değil. Bilet fiyatlarına zam yapın, bit-sin gitsin. Petrol, her havayolu için aynı fiyat, hepsinin uçakları

da ya Airbus ya Boeing. Yani aynı miktar benzin yakıyor. Reket edemiyorsan, kendini sat veya bat. Aç insanlar dururken havayolu patronlarına, kârları düştü diye üzülemez vallahi.

Sui Generis

Tuğrul Belli

MB ENFLASYON HEDEFLERİNİ NEDEN ARTIRDI?

Mayıs ayı enflasyonu piyasa beklentilerinin oldukça üzerinde gerçekleşti. %1.49 oranında artan Mayıs TÜFE'si 12 aylık enflasyonu da iki haneli rakamlara, %10.74'e taşıdı. Hemen akabinde, Merkez Bankası Hazine'den sorumlu Devlet Bakanı'na bir mektup yazarak 2009, 2010 ve 2011 resmi hedeflerinin sırasıyla yüzde 7.5, 6.5 ve 5.5'e çekilmesi teklifinde bulundu. Enflasyonla savaşında net bir yenilgi anlamına gelen bu teklif de, Sn. Şimşek tarafından jet hızıyla kabul edildi. Halbuki, daha 1 ay önce yayınlanan Enflasyon Raporu'nda ve Hükümete yollanan mektupta, Merkez Bankası enflasyon tahmin aralığının orta noktası olarak 2009'da yüzde 6.7'i, 2010'da yüzde 4.9'u ve 2011'de yüzde 4'ü işaret ediyordu. Peki, bu bir aylık süre zarfında, Merkez Bankası hedeflerini tekrar artırmak ihtiyacını neden hissetti? TL'de bir zayıflama mı oldu? Hayır, aksine son 1 ayda TL sene başından beri verdiği kayıpları kısmen geri aldı, değerlendirildi. Enflasyon üzerindeki etkisini uzun vadelerde değil de, kısa sürede gösteren enerji, emtia ve gıda fiyatlarının ileriye dönük beklentilerinde bir sıçrama mı oldu? Hayır, aksine bu fiyatların pek çoğunun spekülatif olduğu, bu düzeylerde bir süre daha kalsalar bile son 1-2 senede

devamı sayfa 4'de

Bütçe ve Kamu Finansmanı

Bütçe iyi gidiyor ama.....

◆ Mart'ta vergi gelirlerinde görülen azalmaya karşın Nisan'da %31 oranında bir artış söz konusu. İlk 4 aya kümülatif olarak baktığımızda ise vergi gelirlerindeki artış %21 ile beklenenin üstünde.

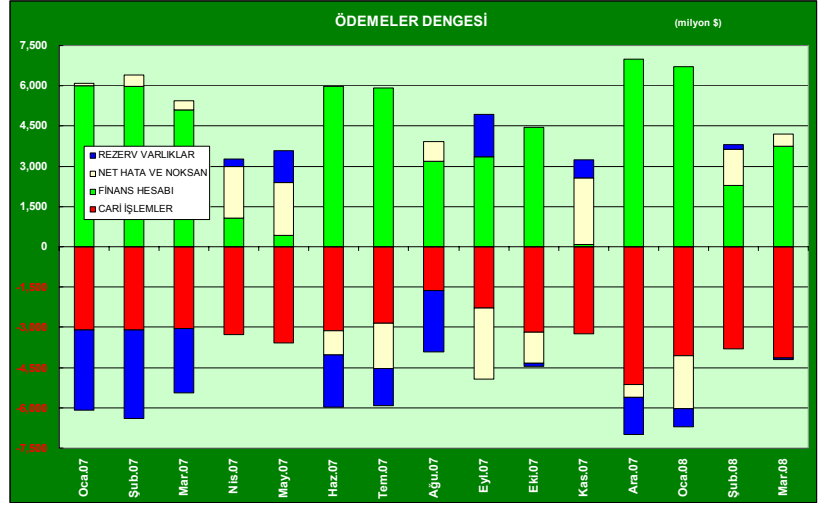
◆ Hazine Mayıs ayında ise TL 7.6 milyar kadar bir FDF bekliyordu. Gerçekleşme ise bunun da üzerinde, TL 9.5 milyar oldu.

◆ Ancak piyasadaki durgunlu-

MERKEZİ YÖNETİM BÜTÇESİ	2007 Nisan	2008 Nisan	Artış	Oca-Nis 07	Oca-Nis 08	Artış
Harcamalar	16,362,700	18,637,973	13.9%	65,804,597	70,199,846	6.7%
1-Faiz Harcı Harcama	13,282,377	14,472,353	9.0%	46,757,484	52,283,389	11.8%
Personel Giderleri	3,620,372	4,013,661	10.9%	14,812,758	16,526,289	11.6%
Sosyal Güv.Kur. Devlet Primi	440,374	488,486	10.9%	1,845,956	2,073,864	12.3%
Mal ve Hizmet Alımları	1,881,916	1,832,848	-2.6%	5,342,929	5,612,682	5.0%
Cari Transferler	5,751,921	6,531,372	13.6%	20,608,965	24,045,746	16.7%
Sermaye Giderleri	1,075,635	995,948	-7.4%	2,333,756	1,926,183	-17.5%
Sermaye Transferleri	276,745	140,464	-49.2%	714,891	686,463	-4.0%
Borç Verme	235,414	469,574	99.5%	1,098,229	1,412,162	28.6%
Yedek Ödenekler	0	0		0		
2-Faiz Harcamaları	3,080,323	4,165,620	35.2%	19,047,113	17,916,457	-5.9%
Gelirler	14,314,835	17,562,324	22.7%	60,424,276	64,750,629	7.2%
1-Genel Bütçe Gelirleri	13,397,716	17,116,016	27.8%	58,830,843	62,445,747	6.1%
Vergi Gelirleri	9,859,064	12,902,005	30.9%	43,800,420	53,157,833	21.4%
Teşebbüs ve Mülkiyet Gelirleri	1,635,351	2,771,142	69.5%	3,114,497	3,786,690	21.6%
Alınan Bağış ve Yardımlar	20,460	113,371	454.1%	219,328	341,413	55.7%
Faizler, Paylar ve Cezalar	1,848,215	1,310,671	-29.1%	5,780,467	5,102,887	-11.7%
Sermaye Gelirleri	34,626	18,827	-45.6%	5,916,131	56,924	AD
2-Özel Bütçeli İdarelerin Gelirleri	279,514	357,223	27.8%	923,357	1,283,213	39.0%
3-Düzen. ve Denet. Kurum. Geliri	637,605	89,085	-86.0%	670,076	1,021,669	52.5%
Bütçe Dengesi	-2,047,865	-1,075,649	-47.5%	-5,380,321	-5,449,217	1.3%
Faiz Dışı Denge	1,032,458	3,089,971	199.3%	13,666,792	12,467,240	-8.8%

ğün önümüzdeki dönemin vergi gelirlerine etki yapması şartı olmayacaktır. Ayrıca, elektrik üreticisi ve dağıtıcısı şirketlerin son 4 yılda zam yapmayarak önemli zararlar biriktirdikleri biliniyor. Hazine'nin yayınlamakta olduğu KİT'lerin görev zararları tablosunda diğer bütün KİT'ler yer almasına karşın BOTAŞ ile birlikte söz konusu şirketlerin son 2 seneki zararlarının yer almaması da manidir.

◆ Öte yandan, geçen ay açıklanan mali çerçevede faiz-dışı fazla hedefinin %4.2'den %3.5'e düşürülmüş olması da gelecekle ilgili iyi bir işaret vermiyor. Türkiye Ekonomi Politikaları



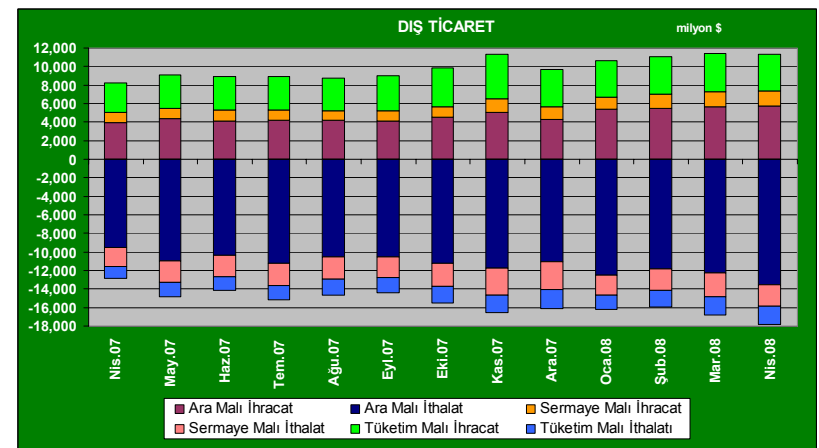
Araştırma Vakfı (TEPAV) önü-

çeye tahmini maliyetinin TL 40-45 milyar olabileceğini hesaplamış bulunuyor.

◆ Haziran'da TL 1.9 milyar kadar faiz-dışı açık verilmesi planlanıyor. TL 7 milyarlık iç ve dış borç servisi ile birlikte finans edilmesi gereken büyüklük TL 8.9 milyara ulaşıyor. Hazine'nin mayıs ayından kasalarının dolu olması ve 2. piyasa faizlerinin oldukça yükselmiş olması nedeniyle finansmanın TL 5.4 milyarını Hazine kasasından karşılanacak.

Ödemeler Dengesi ve Dış Ticaret

◆ Yukarıdaki tablodaki ödemeler dengesi bileşenlerine baktığımızda kırmızı ile gösterilen cari açığın istikrarlı bir şekilde artma



eğilimi içinde olduğu görülüyor. Tüm global dalgalanmaya rağmen yeşille gösterilen yabancı sermaye girişi ve borçlanmaların da Kasım ayı dışında kesintisiz devam ettiği görülüyor. Merkez Bankası rezervlerinde ise belirgin bir yön yok. Bazı aylar artış, bazı aylar azalış söz konusu. Keza (tanımı gereği) Net Hata ve Noksan kalemi de öyle.

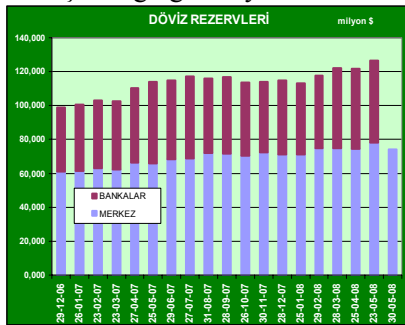
◆ Nisan'da ihracatımız %37 artarak \$ 11.4 milyar oldu. Öte yandan ithalatımız da %38 oranında artarak \$ 17.9 milyar ile tüm zamanların rekorunu kırdı.

◆ Petrol fiyatlarının geldiği seviye de dikkate alındığında, dış ticaret açığımızın bu sene \$ 80 milyarı geçmesi işten bile değil.

◆ TİM kayıtlarına göre mayısta ihracatımız %34.5 artışla \$ 12.3 milyar oldu. Özellikle %54 artışla \$ 2 milyara yaklaşan demir-çelik ürünleri ihracatı bu ay dikkat çeken kalemlerden.

◆ Avrupa'nın fazla bir durgunluk göstermemesi ve euro'nun da değerli konumunu sürdürmesi ihracatımızı ayakta tutuyor.

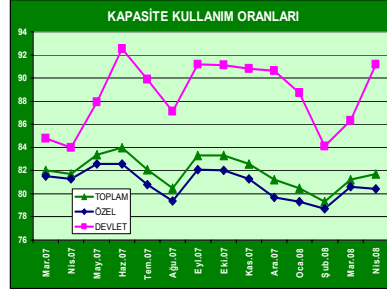
◆ Dış ticaret endekslerine baktığımızda 2003 yılı ortalamasına göre Mart itibarıyla yatırım ve tüketim mallarındaki ihracat birim değerinin ithalata göre arttığı görülüyor. Hammaddelerde ise petroldeki yüksek artış nedeniyle ithalat birim değerinin daha fazla artmış olduğu görülüyor.



Üretim ve Büyüme

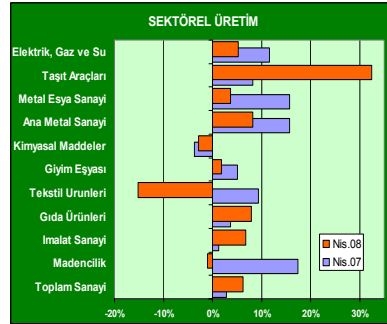
İhracat üretimi ayakta tutuyor

◆ Nisan'da kapasite kullanım oranı bir önceki aya göre %0.5 artarak %81.7 oldu. Ancak, bu artış tamamen kamu üretimindeki artıştan kaynaklanıyor. Özel sektör KKO'su ise geriledi.



◆ Öte yandan Nisan'da toplam sanayi üretiminde %6.3'lük bir artış söz konusu. Her zaman olduğu gibi en yüksek oranlı artış %32.4 ile otomotiv sektöründe.

◆ Geçen ay rekor düşük değerlere gerilemiş olan CNBC-e Tüketici Güven Endeksi Mayıs ayında %15.6 artarak 62.98 düzeyine yükseldi.



Enflasyon

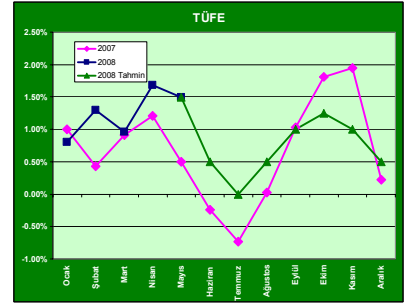
Çekirdek enflasyon da artıyor

◆ Merkez Bankası açıkladığı yeni enflasyon hedefleri ile enflasyonla savaşta havlu attı. 2002 yılında örtük enflasyon hedeflemesi ile başlayan ve 2006'da açık enflasyon hedeflemesine çevrilen programın 2011 hedefi bile %5.5. Böylece 10 sene gibi Dünya iktisat tarihinde görülme-

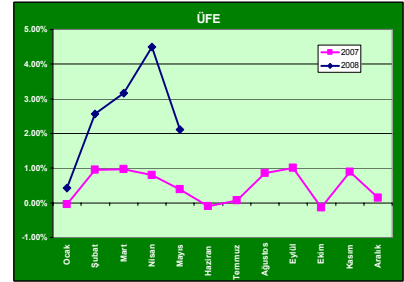
miş uzunluktaki bir anti-enflasyon programına rağmen enflasyon "medenî" ülkeler seviyesine düşemeyecek.

◆ Mayısta TÜFE %1.49, ÜFE ise %2.12 arttı. 12 aylık enflasyon TÜFE'de %10.74, ÜFE'de ise %16.53 oldu.

◆ Bu ay TÜFE alt kalemleri arasında en yüksek oranlı artış %11.99 ile giyim ve ayakkabı sektöründe oldu. Ancak geçen seneki rakamlara göre en çok artış gösteren ve bu nedenle TÜFE'ye en çok etki yapan sektörler ise %1.57 artışla ulaştırma ve %0.25 artışla gıda sektörü oldu.



◆ MB'nin çekirdek enflasyon göstergesi olarak önem verdiği enerji, işlenmemiş gıda ürünleri, alkollü içecekler ve tütün ürünleri ile altını dışlayan ÖKTG-H endeksinin yıllık artış oranı %8.61'den %9.84'e; bu endeksten işlenmiş gıdanın dışlanması ile elde edilen ÖKTG-I göstergesinin yıllık artış oranı ise %5.39'dan %6.30'a yükseldi. Bu artışta temel olarak enerji ve gıda fiyatlarının ikincil etkileri ile döviz kurunun gecikmeli yansımaları belirleyici oldu.



◆ TÜFE grafiğinde görülen

enflasyonun seyri ile ilgili tahminlerimize göre sene sonu enflasyonu %11.5'i de aşabilir.

Faizler

◆ Beklendiği gibi MB 16 Mayıs'ta faizleri 50 baz puan artırdı.



SUI GENERIS—s1'den devam

yaşanan ivmeyi kaybedecekleri ve orta vadede bu fiyatlarda artıştan çok, azalış beklenmesi gerektiği kanısı yaygınlaştı. Son 1 ayda Merkez Bankası'nın ileriye dönük enflasyon hedeflerini artırmasının gerçek nedeni Hükümetin maliye politikasında bariz ve kalıcı bir gevşeme olduğunu görmesidir.

Kim ne derse desin, Türkiye'nin enflasyonla savaşımında en önemli çıpa yüksek tutulan faiz-dışı fazla hedefi olmuştur. Her ne kadar, özellikle milli gelir rakamlarında yapılan revizyon sonrasında, gerçekleşmenin 2003-2006 yılları arasında hedeflenen yüzde 6.5 oranının altında, ortalamada yüzde 5 civarında olduğu ortaya çıkmışsa da, bu oran dahi önemli bir başarıdır. FDF hedefi IMF ile yapılan stand-by anlaşmasının bir yükümlülüğü ise de, IMF'nin bu anlaşma çerçevesinde yapılmasını istediği diğer uygulamaların bir kısmının tâli olduğu, bir kısmının ise doğruluğu tartışılabilir politikalar olduğu bile iddia edilebilir. Ancak faiz-dışı fazla için aynı şey söylenemez. FDF gerçekten de gerekli ve önemli bir çıpaydı. AB çıpası gibi "sanal" bir çıpa da değildi. FDF hedefi sayesinde kamu borç stoğunun

PARASAL GÖSTERGELER	1	2	3	4	5
(milyon YTL)	23.05.2008	25.04.2008	28.12.2007	1/2	1/3
Dolaşımdaki Para	27,467	27,697	26,164	-0.8%	5.0%
Vadesiz Mevduatlar	24,729	25,702	26,654	-3.8%	-7.2%
M1	52,196	53,399	52,818	-2.3%	-1.2%
Vadeli Mevduatlar	186,281	189,493	171,072	-1.7%	8.9%
M2	238,477	242,891	223,889	-1.8%	6.5%
DTH	117,764	116,936	104,196	0.7%	13.0%
DTH (milyar\$)	94.6	90.6	89.0	4.5%	6.3%
M2Y	356,241	359,828	328,086	-1.0%	8.6%
Mevduat Bankaları Kredileri	243,529	238,792	214,830	2.0%	13.4%
Açık Piyasa İşlemleri	454	6,860	4,369	-93.4%	AD
Kamu Menkul Kıymetleri	156,471	159,128	145,831	-1.7%	7.3%
Dolarizasyon (DTH/M2Y)	33.1%	32.5%	31.8%	1.7%	4.1%

Ancak beklentileri yönetmek adına yapılan bu sıkılaştırmanın dünya enerji, emtia ve gıda fiyatlarında meydana gelen artışlar sonunda yükselen enflasyona karşı pek etkili olmasının beklediği söylenemez. Nitekim, grafikten de görüldüğü gibi 2. piyasa faizleri

yükselişini sürdürdü. MB'nin düzenlediği Haziran ayı 1. enflasyon beklenti anketinde de sene sonu enflasyon beklentileri artarak %10.5'e yükseldi.

milli gelire oranı hızlı bir şekilde gerileme gösterdi, borcun vadesi arttı, kamunun baskınlaşma etkisi azaldı, bütçe hesaplarına belirli bir disiplin ve şeffaflık getirildi, ileriki yıllara yönelik projeksiyonlar yapılmaya başlandı, özelleştirmelere hız kazandırıldı, gelir idaresinde önemli reformlar yapıldı, vs, vs. Aynı zamanda, faiz-dışı fazla hedefi sayesinde ki, yerli ve özellikle yabancı yatırımcıların Türkiye piyasalarına güvenleri arttı ve vadeler uzarken piyasa faizlerinde de önemli gerilemeler yaşandı. Herşeyden önemlisi, 90'lı yıllarda tanık olduğumuz aşırı yüksek bütçe açığı ve bu açığın para basılarak kapatılmasından kaynaklanan spiral şeklinde artan enflasyon ve makroekonomik istikrarsızlık ortamından Türkiye'nin kalıcı bir şekilde uzaklaşmış olduğu kanısı yerleşti. Tekrar altını çizmek gerekirse bu önemli bir başarıydı.

Ancak, 2007 yılında bütçe disiplininden belirgin bir kopma görüldük. Faiz-dışı fazla % 3.5 olarak gerçekleşti. Bu sene ise, sanki her şey güllük gülistanlıkmiş gibi, açıklanan mali çerçeve ile başta %4.2 olarak hedeflenen fazlanın %3.5'e düşürülmesi gündeme geldi. 2009 ve 2010'da ise

hedeflerin %3.0 ve %2.7'e düşürülmesi söz konusu. Ortaya çıkan ek ödeneklerin GAP gibi total fizibilitesi çok da net olmayan bir projeye ve belediyelerin seçim öncesi yapacakları harcamalara kanalize edileceği öngörülmüyor. Bu seneki gidişata baktığımızda ise faiz-dışı fazlanın %3.5'in de altına sarkma ihtimalinin oldukça yüksek olduğunu görüyoruz. Açıkçası bugünkü makroekonomik şartlar altında Hükümetin maliye politikasında bu şekilde bir gevşemeye gitmiş olması ciddi bir hatadır.

Maliye politikasındaki gevşemenin, Merkez Bankasının faizleri gereğinden daha fazla artırmasına, enflasyonun daha yüksek seviyelerde oluşmasına, artan bütçe açığı ve enflasyon nedeniyle 2. piyasadaki nominal ve reel faizlerin artmasına, kronikleşmiş olan cari açık sorununun artarak devam etmesine, bütün bunlara karşın da büyüme hızımızın düşük kalmasına sebep olacağı aşikardır.