

**1** Geliri yüksek kesimin enflasyonu da yüksek**1** 2008'de enflasyon %11 civarında gerçekleşecek**2** Stand-by gecikiyor**3** İmalat sanayinde daralma**SAYI: 08/08**

- Turkish Yatırım Araştırma Birimi tarafından her ay yayınlanır.
- Baskıya giriş tarihi: 11.08.2008
- 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

### ZENGİNLER İÇİN HAYAT ÇOK PAHALI!

Zenginin parası züğürdün çenesini yorar denir. Züğürdün hali de iktisatçıların çenesini yormaktadır. İktisatçılar, anket esaslı teknikler kullanarak milli gelirin nasıl dağıldığını hesaplar. Bu hesaplamalar hemen hemen her yıl yinelenir. "Gelir dağılımı bozuldu" veya "gelir dağılımı düzeldi" diye hüküm çıkartılır. Yapılan son hesaplara göre Türkiye'de gelir dağılımı düzelmektedir. Yani zenginlerin milli gelirden aldığı pay azalırken, fakirlerin aldığı pay oransal olarak artmaktadır. Burada "pay" denince para ile ifade edilen gelir kastedilir. Aslında ölçülmesi gereken şey "refah artışı" olmalıdır. Gözlemler onu göstermekte idir ki, gelir artışı ile refah artışı birbirine eşit değildir. Yani, geliri %10 artan bir kişinin refahı daha az, mesela %5 artmaktadır. Sebebi gelinen her gelir düzeyinde insanların tüketim kalıplarının değişmesidir. Eğer kişi, gelir artarken tüketim kalıbını hiç değiştirmese, refahı da aynı oranda artacaktır. Ama geliri artan kişi, mesela oturduğu semti ve kullandığı arabayı değiştirmekte, benzer, hatta tıpatıp aynı malların daha pahalı satıldığı dükkanlardan alışveriş etmektedir. Böylece faydası hemen hemen aynı olan mal ve hizmetler için daha fazla para ödemektedir. Bunlardan daha önemlisi, o güne kadar faydalanmadığı sağlık hizmetleri satın almakta, farklı seyahat harcamaları yapmakta ve çocukları için farklı eğitim hizmetleri istemektedir.

Denebilir ki bütün bunlar refahın artmasıdır. Zaten gelir artışının amacı da refah artışı elde etmektir. Bu da tamam. Soru şurada: Eğer üst gelir gruplarının tükettiği mal ve hizmetlerin fiyatları, genel tüketici enflasyon yüzdesinden hızlı artıyorsa, zenginler veya zenginleşenler zantetikleri kadar refahlarını artıramıyorlar demektir. Fakirler veya fakirleşenler de aslında zannedildiği kadar fakir yaşamıyor. Hesaplar bunu gösteriyor. Onun için açlık sınırının altında yaşayanlar hala acıdan ölmüyor.

## Sui Generis

Tuğrul Belli

### ENFLASYON ŞİMDİLİK KONTROL ALTINDA

Çok dalgalı ve aşırı oynaklık arz eden bugünkü küresel ekonomik ortamda ileriye dönük somut hedefler belirlemek ve bunlara uygun ekonomi politikaları oluşturmak oldukça zor bir iş. Nitekim, Merkez Bankası'nın ciddi uğraş vererek hazırladığı ve para politikasının piyasa aktörleri tarafından takibi açısından en önemli doküman niteliğindeki 3 ayda bir yayınlanan "Enflasyon Raporu"nun son sayısının yayınlanmasının üzerinden 1 hafta geçmeden içindeki analizlerin, varsayımların ve tahminlerin bir kısmı kadük kaldı.

Bir haftada hangi analizler güncelliğini yitirdi diye bakarsak:

•Merkez Bankası baz senaryosunda petrol fiyatlarının 140 dolar civarında seyredeceği ve bu durumun 2008 enflasyonunda 1.8 puan kadar bir artışa sebep olacağını belirtmişti. Halbuki petrol fiyatları bugünlerde 110 dolarlara gerilemiş durumda.

• Nisan'da TL'deki zayıflamanın

devamı sayfa 4'de

## Bütçe ve Kamu Finansmanı

### Stand-by gecikiyor

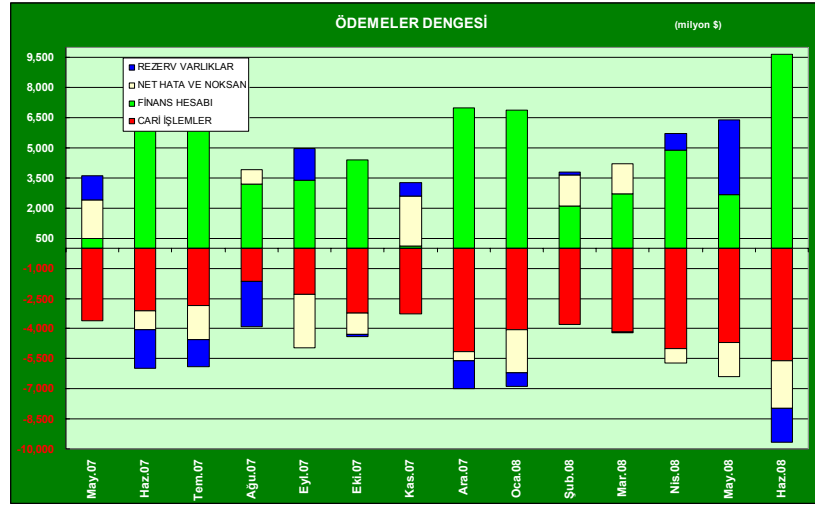
◆ Geçtiğimiz aylarda olduğu gibi Temmuz'da da bütçe iyi sonuçlar verdi. Nakit bazda gelirler geçen seneye göre %48 gibi oldukça yüksek bir artış gösterirken, faiz-dışı giderlerdeki artış sadece %4.4 oldu. Böylece, faiz-dışı denge TL 3.9 milyar fazla verirken, nakit dengesi de 3.4 milyar açık verdi.

◆ İlk 7 ayın kümülatif durumu na baktığımızda da geçen sene TL 13 milyar olan nakit açığının bu sene TL 6.3 milyara gerilemiş olduğu görülüyor.

BÜTÇE NAKİT GELİŞMELERİ	Tem.07	Tem.08	Artış	Oca-Tem 07	Oca-Tem 08	Artış
1. GELİRLER	11,219.4	16,630.6	48.2%	85,644.2	112,556.6	31.4%
2. GİDERLER	17,665.8	19,981.2	13.1%	98,615.0	118,841.1	20.5%
FAİZ DİŞİ GİDERLER	12,145.3	12,684.2	4.4%	72,691.2	91,723.6	26.2%
FAİZ ÖDEMELERİ	5,520.5	7,297.0	32.2%	25,923.8	27,117.5	4.6%
3. FAİZ DİŞİ DENGE	-925.9	3,946.4	-526.2%	12,953.0	20,833.0	60.8%
4. ÖZELLEŞTİRME GELİRİ	0.0	0.0	#DIV/0!	0.0	0.0	#DIV/0!
5. NAKİT DENGESİ	-6,446.4	-3,350.6		-12,970.8	-6,284.5	
6. FİNANSMAN	6,446.4	3,350.6	-48.0%	12,970.8	6,284.5	-51.5%
7. BORÇLANMA (NET)	2,358.8	-1,057.4	-144.8%	8,743.5	3,168.7	-63.8%
<b>DİŞ BORÇLANMA (NET)</b>	<b>-23.8</b>	<b>390.6</b>	<b>-1739.4%</b>	<b>-1,129.3</b>	<b>1,784.8</b>	<b>-258.0%</b>
Kullanım	696.0	520.4	-25.2%	7,330.2	8,515.1	16.2%
Ödeme	719.9	129.8	-82.0%	8,459.6	6,730.3	-20.4%
<b>İÇ BORÇLANMA (NET)</b>	<b>2,382.6</b>	<b>-1,448.0</b>	<b>-160.8%</b>	<b>9,872.9</b>	<b>1,383.9</b>	<b>-86.0%</b>
Kullanım	12,235.5	17,170.8	40.3%	64,453.7	49,721.9	-22.9%
Ödeme	9,852.9	18,618.8	89.0%	54,580.8	48,338.0	-11.4%
8. ÖZELLEŞTİRME GELİRİ	982.0	995.2		5,984.3	3,143.4	-47.5%
9. TMSF'DEN AKTARIMLAR	0.0	0.0		97.2	0.0	
10. DEVRİRLİ BORÇ DÖNÜŞLERİ	59.0	53.3	-9.7%	354.9	238.2	-32.9%
11. BANKA KULLANIMI	3,046.7	3,359.5	10.3%	-2,209.1	-265.7	-88.0%
12. KUR FARKLARI	-91.2	-519.1	469.0%	-1,108.0	595.5	-153.7%
13. KASA/BANKA NET	3,137.9	3,878.6	23.6%	-1,101.1	-861.2	-21.8%

◆ Her ne kadar KİT ve bütçe-dışı fonların dahil edildiği genel kamu dengesinin durumunun biraz daha farklı olması söz konusu ise de, ilk 7 ayın rakamları bütçe disiplinin şimdilik korunmakta olduğunu gösteriyor.

◆ Öte yandan, Hükümetin IMF ile yapacağı ihtiyari stand-by anlaşması konusunda bir türlü mutabakata varılamamış olması herşeyin güllük gülistanlık olmadığını da sinyalini veriyor. Sızan bilgiler IMF'nin Hükümetin önümüzdeki dönemler için taahhüt ettiği bazı harcamaların kısıtlanması ve/veya yeni gelir kaynaklarının yaratılması konu-

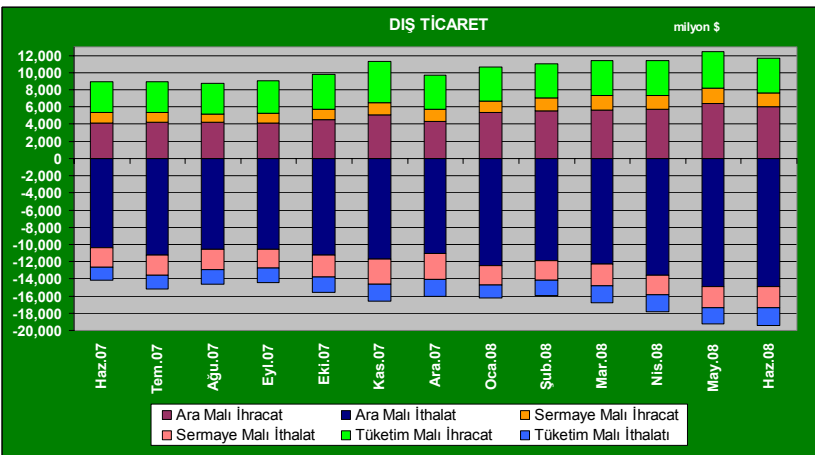


sunda ısrarcı olduğu yönünde. Kısıtlamaya gidilmesi konusunda baskı yapılan gider kalemleri arasında GAP'a yapılacak ek

## Ödemeler Dengesi ve Dış Ticaret

◆ Haziran ayında gene ilginç bir ödemeler dengesi resmiyle karşı karşıyayız. Geçen seneye göre %78 gibi rekor bir oranda artan cari açık \$5.6 milyara ulaşmış durumda. Öte yandan, grafikten de görüldüğü gibi bu ay içerisinde finans hesabından ülkeye giren paralar rekor boyutlara ulaşmış olan cari açığı kapatmakla kalmamış, ayrıca MB rezervlerinde \$ 1.7 milyar kadar artış meydana getirmiş. Bu döviz girişinin içte siyasi, dışta da ekonomik bakımdan oldukça çalkantılı geçen bir ayda gerçekleşmiş olması da oldukça ilginç.

◆ Finansman kaynaklarına



baktığımız zaman ağırlıklı olarak ithalat kredilerinden oluşan kısa vadeli ticari kredilerin nette \$ 1.4 milyar artış gösterdiğini, ayrıca gene özel sektörün kullandığı uzun vadeli kredilerin de nette \$ 3.5 milyar artış gösterdiğini görüyoruz. Bu iki kalemden son 12 ayda görülen net artış \$36.5 milyar. Son 12 ayın kümülatif cari açığı ise \$ 45.5 milyar. Kısaca cari açık büyük ölçüde özel sektörün aldığı kısa ve uzun vadeli borçlarla dengeleniyor.

◆ Haziran'da ihracat %31 artışla \$ 11.8 milyar olarak gerçekleşti. İthalat ise her ay rekor kırmaya devam ediyor: Haziran'da geçen seneye göre %36 artışla \$ 19.5 milyar oldu.

◆ Bazı yorumcular dış ticaret açığının ithal etmek zorunda olduğumuz petrol ve emtia fiyatlarındaki artışlar nedeniyle büyümekte olduğunu iddia ediyorlar. Bu savda bir doğruluk payı olmakla birlikte dış ticaret miktar endekslerine baktığımızda ithalatın miktarsal bazda da ihracat kadar büyümekte olduğunu görüyoruz. Mayıs ayı itibarıyla 2003 yılı bazlı miktar endeksleri ihracatta 182.2 olurken, ithalatta da 181.2 değerine ulaşmış durumda.

◆ TİM kayıtlarına göre temmuzda ihracatımız %39 artışla \$ 12.3 milyar oldu. Miktar ve oran olarak en yüksek artış gösteren sektörler demir-çelik ve otomotiv oldu. Özellikle demir-çelikteki %112'ye varan artış oldukça dikkat çekici.

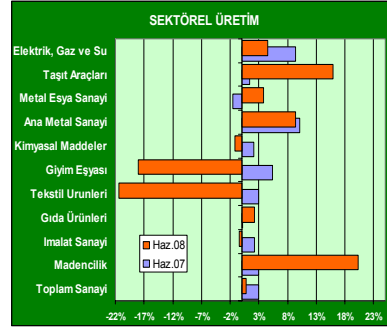
◆ Merkez Bankası haftalık bülteninde yayınlamakta olduğu bankaların yabancı varlıklarının da dahil olduğu uluslararası rezervler rakamlarını yayınlamaktan vazgeçmiş durumda. Onun yerine sadece kendi rezervlerini yayınlıyor. Biz de her zaman ya-

yınladığımız rezerv grafiğini kaldırdık. Aylık bazdaki MB rezerv gelişimi ise ödemeler dengesi tablosundaki mavi çubuklardan takip edilebilir. (Eksi rakamlar rezerv artışını ifade ediyor.)

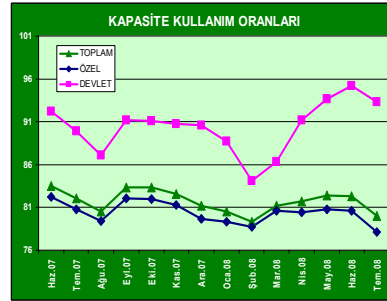
## Üretim ve Büyüme

### İmalat sanayinde daralma!

◆ Haziran'da toplam sanayi üretimi sadece %0.8 büyüme gösterdi. İmalat sanayi ise %0.4 oranında küçüldü.



◆ Sanayide aylık bazda daralma en son Aralık 2007'de görülmüştü. Ancak bu bayram nedeniyle çalışılan gün sayısındaki azalmadan kaynaklanan bir daralmaydı. Bu ayki daralma ise daha reel sebeplerden kaynaklanıyor.



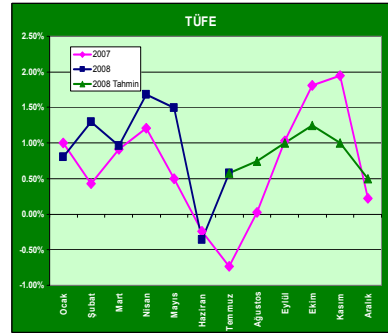
Sektörlere baktığımızda tekstil ve giyimde büyük oranlı üretim düşüşleri göze çarpıyor. Otomotiv sektörü iyi gitmesine rağmen AB ekonomisinin durgunluğa girmesi ağırlıklı olarak bu ülkelere ihracat yapan bu sektörün performansını önümüzdeki dönemlerde etkileyebilir.

◆ Temmuz'da kapasite kullanımını da Haziran'a göre 2.3 puan,

geçen senenin aynı ayına göre de 2.1 puan gerileyerek %80 oldu. Bu veriler Temmuz'da sanayi üretimi endeksinde gerileme olacağını gösteriyor. Genel olarak da sorunlu bir büyüme dönemi içine girdiğimiz söylenebilir.

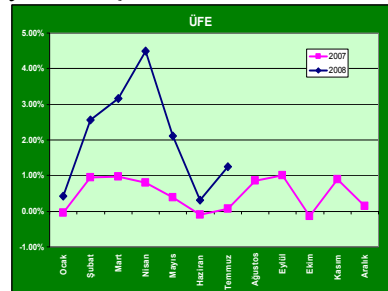
## Enflasyon

◆ Temmuzda TÜFE %0.58, ÜFE ise %1.25 artış gösterdi. 12 aylık enflasyon TÜFE'de %12.06, ÜFE'de ise %18.41 oldu.



◆ Bu ay TÜFE alt kalemleri arasında en yüksek oranlı artış %5.34 ile konutta oldu.

◆ MB'nin çekirdek enflasyon göstergesi olarak önem verdiği enerji, işlenmemiş gıda ürünleri, alkollü içecekler ve tütün ürünleri ile altını dışlayan H endeksinin yıllık artış oranı %10.63; bu endeksten işlenmiş gıdanın dışlanması ile elde edilen I endeksinin yıllık artış oranı ise %6.54 oldu.



◆ Eylül ayından sonra genel TÜFE'de gerileme görülmeye başlanacaktır. O noktada çekirdek enflasyonu ölçen H ve I endekslerinin yönü para politikası açısından önem arzedecektir.

## Faizler



◆ MB 18 Temmuz'da beklentiler dahilinde gecelik faizleri 50 baz puan daha artırarak %16.75'e çekti. Akabinde tahvil faizleri de gevşeme eğilimini sürdürdü.

### SUI GENERIS—s1'den devam

enflasyona geçiş etkisinin (pass-through) 2 puan kadar olması tahmin edilmişti. Temmuz raporunda ise bu etki %1.2'ye geri çekildi. Ancak, son 1 haftada TL'de görülen değerleme 2008'in tümünde kur etkisinin negatif bile olabileceğini (ie. TL'nin nette değer kazanacağını) gösteriyor.

• Raporla kredi koşullarındaki sıkılaştırmanın yurt içi talebi sınırlamaya devam edeceği ve toplam talep koşullarının enflasyona düşüş yönünde katkı yapacağından bahsedilmekte. Açıkçası, bankacılık verileri kredi koşullarında fazla bir sıkılaştırmaya işaret etmiyor. Toplam krediler sene başından beri %20'nin üzerinde artmış vaziyette. Bu orana sıkılaştırma denilemez herhalde.

• Nisan raporunda %1.3 olarak tahmin edilen AB büyüme hızı bu raporda yüzde 1.6'ya çıkarılmış. Açıkçası Nisan'da genel olarak AB büyüme hızı daha yüksek tahmin ediliyordu. Son veriler ise bu durumu tersine çevirdi. Beklenti yüzde 1.7 civarında. Yani önceki raporda fazla düşük tutulan tahmin istenmeden de olsa bu raporda daha doğru bir noktaya çekilmiş.

Gelelim Temmuz ayı enflasyon

PARASAL GÖSTERGELER (milyon YTL)	1 01.08.2008	2 27.06.2008	3 28.12.2007	4 1/2	5 1/3
Dolaşımdaki Para	28,120	27,863	26,164	0.9%	7.5%
Vadesiz Mevduatlar	25,299	27,423	26,654	-7.7%	-5.1%
M1	53,419	55,286	52,818	-3.4%	1.1%
Vadeli Mevduatlar	191,845	188,915	171,072	1.6%	12.1%
M2	245,264	244,201	223,889	0.4%	9.5%
DTH	115,435	118,008	104,196	-2.2%	10.8%
DTH (milyar\$)	99.8	97.6	89.0	2.3%	12.2%
M2Y	360,699	362,209	328,086	-0.4%	9.9%
Mevduat Bankaları Kredileri	258,080	254,937	214,830	1.2%	20.1%
Açık Piyasa İşlemleri	-2,790	-5,250	4,369	-46.8%	AD
Kamu Menkul Kıymetleri	152,048	152,231	145,831	-0.1%	4.3%
Dolarizasyon (DTH/M2Y)	32.0%	32.6%	31.8%	-1.8%	0.8%

AKP'nin kapatılmama kararı da bileşiklerin %19'ların altına gerilemesini sağlamış gözüküyor.

◆ Genel beklenti MB'nın sene sonuna kadar faizleri bu seviyede bırakması, 2009'un ilk çeyreğinde ise kademeli indirimlere başlaması yönünde.

## Parasal Gelişmeler

◆ Son ay bir yavaşlama eğilimi görülse de krediler sene başından beri %20 gibi yüksek bir oranda arttı. Düşen kurlar ise dolarizasyon oranını eritti.

verilerine. Her ne kadar TÜFE % 0.58 ile piyasa beklentilerinin biraz üzerinde gerçekleşmiş ise de ilk bakışta enflasyonda fazla bir sürpriz görülüyor. Beklendiği gibi elektriğe yapılan zam sonucunda enerji fiyatları %5.8 oranında artmış vaziyette. Bu artışın enflasyona katkısı ise 0.5 puan kadar oldu. MB, doğalgaz fiyatlarına yapılan zammın ise ağustos enflasyonuna 0.15 puan kadar etki yapmasını beklemekte. Ancak, elektrikte otomatik fiyatlandırma mekanizmasına geçilmesi doğalgaz fiyatındaki artış nedeniyle elektrik fiyatlarında da ikinci tur bir artış beklenebilir.

TL'deki gerileme dayanaklı malların fiyatlarını da %1 oranında gerilemiş bulunuyor. Bu kalemdenki yıllık değişim ise yüzde 0.44 ile eksiye. Giyim ve ayakkabı fiyatları da bu ürünlerde indirim dönemine girilmiş olması nedeniyle %8 gerilemiş durumda. Öte yandan, alt kalemlerle ilgili dikkat çekici bir başka nokta da kira artışlarının önlenemez yükselişi. Temmuz ayında %1.1 artış gösteren kiraların yıllık artışı da %13.7 ile enflasyonun üzerinde. Elektrik, su ve gazın da dahil edildiği toplam konut giderlerindeki aylık artış ise %5.34.

TÜFE endeksindeki oranı %16.6 bu kalemlerin aylık artış oranına etkisi ise %0.89.

Peki bütün bu gelişmeler 2008 enflasyonunu hangi yönde etkileyecek? Düşük giden petrol fiyatları ve değerlenen TL kuru enflasyonu olumlu yönde etkileyecektir. Dış finansman koşullarında ciddi bir daralma olmaması (ki TL faizlerinin yüksekliği de dikkate alındığında şahsen beklentim bu yönde) enflasyon üzerinde birtan TL kurunun değerli kalmasına imkan vererek düşürücü bir etki, öte yandan da ekonomik aktiviteyi göreceli olarak canlı tutarak artırıcı bir etki yaratabilir. Elektrik zamlarının ikincil etkileri ve doğalgaz fiyat artışları ise enflasyonu artırıcı bir etki yapacaktır. Neticede, eğer Temmuz enflasyon raporundaki öngörüler gerçekleşmekte olsaydı, sene sonu enflasyonunun MB tahmini olan yüzde 10.6'nın oldukça üzerinde yüzde 13'e yakın gerçekleşmesi beklenebilirdi. Ancak son gelişmelerle birlikte bu sene enflasyonun beklentiler doğrultusunda yüzde 11 civarında gerçekleşmesi mümkün gözüküyor.