

1 Piyasa beklentilerini yönlendirmek merkez bankacılığı mıdır?

1 1.5 senelik bir kayıp dönem mi?

2 Bütçe açığı bir anda %5'e çıkabilir

2 Banka rezervleri artışta

3 Yüksek faizin maliyeti ne kadar?

SAYI: 12/06

- Turkish Yatırım Araştırma Birimi tarafından her ay yayınlanır.
- Baskıya giriş tarihi: 18.12.2006
- 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

İKİ TİP MERKEZ BANKACILIĞI

ODTÜ'den dönem arkadaşım Michel Marto, meslek olarak merkez bankacıdır. Uzun yıllar Ürdün Maliye Bakanlığı görevinde de bulundu. Michel, merkez bankacılığını İngiliz Merkez Bankasında öğrendi. Sonra California Üniversitesinde çok parlak iktisat doktorası yaptı. Bir süre Dünya Bankası'nda Türkiye'den sorumlu iktisatçı olarak da çalıştı. Michel, Ürdün Merkez Bankası "naip muhafızı" (vice governor) iken, bana "ben merkez bankası başkanının, elini başkalarına göstermesine asla izin vermem, hiç kimse merkez bankasının faizler ve sair hususlarda nasıl davranacağını önceden bilip, spekülasyon pozisyon alamamalıdır" derdi. O zamanlar, ticari bankaların hazine bölümlerinin veya yatırım bankalarının "merkez bankası" üzerinden garantili kazanç sağlaması, merkez bankacıları için utanç kabul edilirdi.

Son zamanlarda Yeni Zelanda'da doğan "Enflasyon Hedeflemesi" diye ne olduğunu benim anlamakta zorlandığım yeni bir merkez bankacılığı stili oluştu. Buna göre merkez bankaları, ekonomideki diğer aktörlerin beklentilerini yöneterek, hedefledikleri enflasyonu tutturmaktadır. Bu stile göre, merkez bankası sık sık beyanat vererek, piyasa aktörlerine "ip uçları" sunmakta ve onların beklentilerini manipüle edip, para politikasıyla uyumlu bir çizgide hareket etmelerini sağlamaktadır. Bizim merkez bankası da

bu enflasyon hedeflemesi işini sevdi. Onun için durmadan konuşuyor. Bir yıl süreyle faizler yüksek kalacaktır deyip, sıcak paracılara davetiye çıkarıyor. Başbakan da "bir yıl sonrasını kim görebilir ki" deyip bozuk çalıyor. Hedef tutarsa mesele yok ...

Sui Generis

Tuğrul Belli

HAZİRAN 06-ARALIK 07: EKONOMİDE KAYIP DÖNEM?

Bilindiği gibi MB mayıs-haziran aylarındaki döviz talebini nötralize etmek için günlük faizleri toplamda 4.25 puan artırarak, %13.25 seviyesinden %17.5 seviyesine yükseltmişti. Açıkçası, bu kadar yüksek oranlı artışı oldukça aşırı bulmakla beraber, beklentileri kırmak ve o günlerde üzerinde fazla tartışılmı olan MB bağımsızlığını bir nevi "ispat etmek" anlamında böyle bir kararın kısa süreli olarak alınabileceğini vurgulamıştık. Ancak, bu yüksek faiz politikasının kalıcı hale getirilmesi ve hatta bizzat MB raporlarında 2008 yılının ilk çeyreğinde hedeflenen enflasyona ulaşmak için 2007 sonuna kadar faizlerin gevşetilmemesinin gerekliliğinin ortaya konması, makroekonomik dengeler açısından çok da tutarlı olmamıştır.

Öncelikle her zaman için "sıkı maliye politikası"nın ekonomik istikrar açısından en önemli unsur olduğunu vurgulamış biri olarak, faiz-dışı giderlerde %18 kadar bir artış öngörülen 2007 bütçesinin yeteri kadar "sıkı" bir bütçe olmadığını belirtmem gerekiyor. Her ne kadar 2006'nun ilk 11 ayında geçen seneye göre %32 artış göstermiş olan mal ve hizmet alımlarında %15'lik bir azalış öngörülmüş ise de, bir seçim yılı için bunun bir tahminden çok, bir

devamı sayfa 4'de

Bütçe ve Kamu Finansmanı

2007'de bütçe açığı %5'e çıkabilir

◆ Kasımda geçici kurumlar vergisi ve Telekom hisse satış geliri sayesinde Bütçe Dengesi TL 3.9 milyar gibi rekor bir miktarda fazla verdi. Böylece ilk 11 ayın kümülatif bütçesi TL 64 milyon fazlaya ulaştı. Bu durum TC tarihinde belki de bir ilk.

◆ Öte yandan her ne kadar bugüne kadarki performansı oldukça başarılıysa da, gene de bütçe konusunda bazı noktalara dikkat çekmek gerekiyor:

- Öncelikle bilindiği gibi IMF tanımlı bütçede hisse satışı gibi arızı gelirler dikkate alınmıyor.
- Gelirler büyük ölçüde iç tüketim ve ithalata (dolayısıyla ülkenin büyüme hızına) bağlı iken, giderler ise maaş ödemeleri ve sosyal güvenlik açıkları gibi daha kemikleşmiş kalemlerden oluşuyor.
- Faiz hariç harcamalarda görülen %17'lik artış ise %10 enflasyon olan bir ekonomide oldukça yüksek kalıyor.
- Eğer 2007'de millî gelir artış hızı ve dolayısıyla vergi tahsilatı düşerse, bütçe açığı bir anda %5 gibi çok yüksek bir orana çıkabilir.

◆ Kasım'daki olumlu şartlar neticesinde Hazine TL 2 milyar kadar net bir dış borç ödemesi yaparken, kasa hesabını da TL 3 milyar kadar artırdı. Aralıkta ise faiz dahil TL 5.6 milyar borç servisi yapacak olan Hazine TL 4.0 milyar kadar net borçlanma yapmayı hedefliyor. Yüksek çıkması beklenen bütçe nakit açığı ağırlıklı olarak Hazine'nin kasa hesabından karşılanacak.

MERKEZİ YÖNETİM BÜTÇESİ		2005	2006	2005-06	2006	Gerç./
(milyon YTL)	Kas.06	Oca-Kas	Oca-Kas	Artış	Hedefi	Hedef
Harcamalar	13.365	138.096	157.701	14,2%	174.321	90,5%
1-Faiz Hariç Harcama	10.097	96.664	113.633	17,6%	128.062	88,7%
Pers. Giderleri ve SGK Prim.	3.322	34.615	35.136	1,5%	40.996	85,7%
Mal ve Hizmet Alımları	1.575	10.776	14.199	31,8%	17.721	80,1%
Cari Transferler	3.598	41.235	46.121	11,8%	49.108	93,9%
Sermaye Giderleri	926	6.858	8.043	17,3%	12.452	64,6%
Sermaye Transferleri	68	1.020	2.293	124,8%	1.834	125,0%
Borç Verme	200	2.160	3.448	59,6%	4.256	81,0%
Yedek Ödenekler	0	0	0		1.695	0,0%
2-Faiz Harcamaları	3.267	41.432	44.068	6,4%	46.260	95,3%
Gelirler	17.215	121.259	157.764	30,1%	160.326	98,4%
1-Genel Bütçe Gelirleri	16.864	119.245	153.439	28,7%	156.214	98,2%
Vergi Gelirleri	13.422	96.687	125.952	30,3%	132.199	95,3%
Vergi Dışı Gel.	1.276	20.089	24.447	21,7%	21.372	114,4%
Sermaye Gelirleri	2.098	2.015	2.374	17,9%	2.269	104,6%
Alınan Bağış ve Yardımlar	68	454	665	46,4%	0	
2-Özel Bütçe Gelirleri	272	2.014	2.966	47,3%	2.962	100,1%
3-Düzen. ve Denet. Kurul.Gel.	79	-5.446	1.360		1.149	118,4%
Bütçe Dengesi	3.850	64	64		-13.996	-0,5%
Faiz Dışı Değe	7.118	35.985	44.131	22,6%	32.264	136,8%

Not: Düzenleyici ve Denetleyici kurumların 2005 gelirleri tabloda yer almamaktadır.

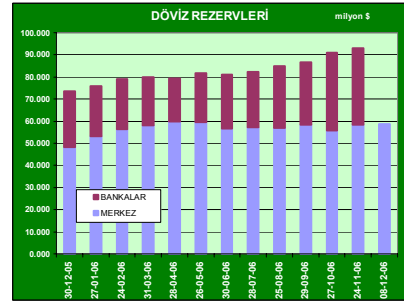
Ödemeler Dengesi ve Dış Ticaret

Banka rezervleri artarken MB rezervleri yerinde sayıyor.

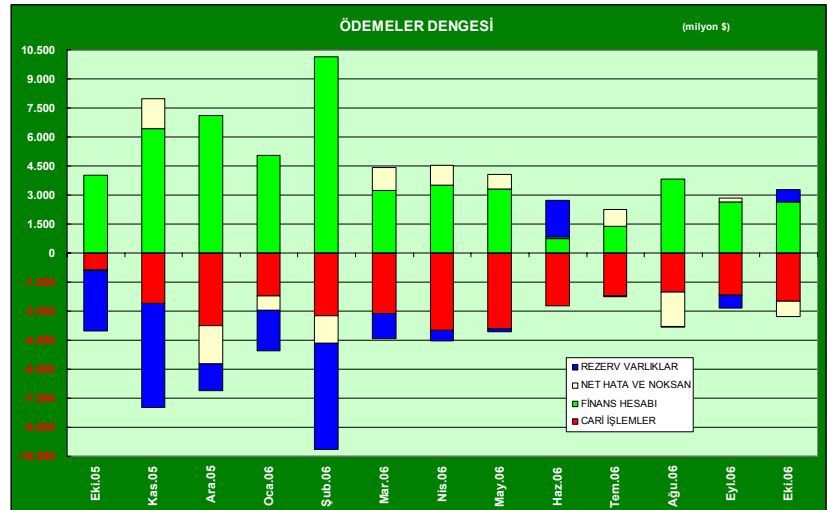
◆ Büyümedeki yavaşlamaya rağmen cari açık hız kesmiyor. Ekimde açık geçen senenin ekimine göre %180 oranında artarak \$ 2.5 milyara ulaştı.

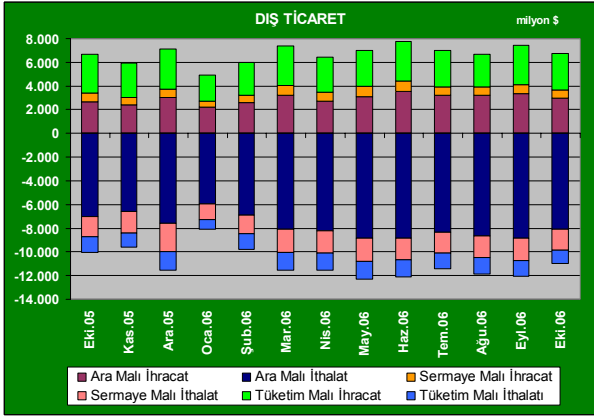
◆ Cari açığın bu neredeyse kemikleşmiş yapısına karşın finans hesabı girişlerinin ise pozitif ama geçen sene sonu ve bu sene başına göre gözle görülür şekilde azalan miktarlarda gerçekleştiği görülüyor. Bu hesaptan girişlerin biraz daha azalmasıyla

MB rezervlerinde bir azalma ve kur üzerinde doğal bir baskı oluşacaktır. Öte yandan MB'nin kasımda döviz alım ihalelerine başlamış olması henüz böyle bir



baskının oluşmadığını teyit eder gibi gözükse de gerek ihalede alınan miktarların azlığı gerekse de grafikten de görülen MB





rezerv miktarlarının aylardır artmamış olması bazı soru işaretlerini de beraberinde getiriyor.

◆ Banka rezervleri ise mayıs başında \$ 17.5 milyar iken bugün \$ 35 milyara ulaşmış durumda. Banka döviz rezervleri ya bankalardaki mevduatın dolara dönmesi nedeniyle, ya da yurtdışından alınan krediler nedeniyle artış gösterebilir. Sadece 1. şık geçerli olsaydı, döviz kuru üzerinde önemli bir baskı oluşurdu. Bu nedenle biz daha çok bankalara gelen taze döviz kaynaklarının bankaların rezervlerini artırdığını düşünüyoruz.

◆ Ekimde ihracat \$ 6.8 milyar ile yerinde sayarken, ithalat %11 artışla \$ 11.2 milyar olarak gerçekleşti. TİM verilerine göre kasım ayı ihracatı ise %43 gibi çok yüksek bir artış göstererek \$ 8.6 milyara ulaştı. Bu artış bir ölçüde ekim ayının son haftasının bayram tatili olması nedeniyle bir kısım ihracatın kasıma sarkmasından kaynaklanıyor.

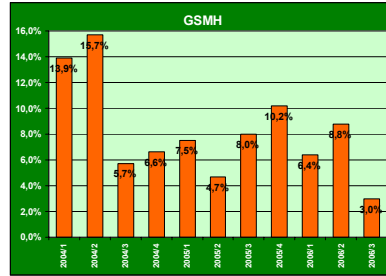
◆ İlk 11 aya baktığımızda taşıt araçları ihracatının giyim ve konfeksiyon ihracatımızı net bir şekilde geçerek \$ 15 milyarla en yüksek ihracat kalemi olduğu görülüyor.

Üretim ve Büyüme

Büyüme hızı beklentilerin altında

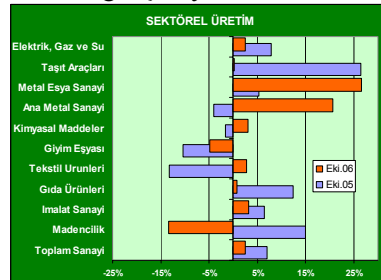
◆ 2005 yılının 3. çeyreğinde

◆ Büyüme hızının azalmasında en büyük etkiyi %2 küçülen tarım sektörü yaptı. Geçtiğimiz dönemlerde çok daha yüksek büyüme hızları gösteren ticaretin artış oranının %3.3'de kalmış olması da büyüme hızını azaltan bir etken olarak göze çarpıyor.



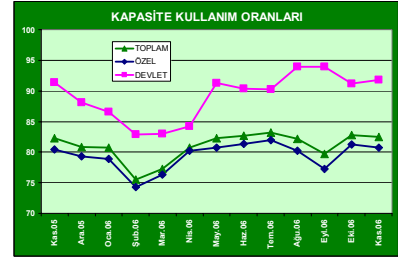
◆ Yıl sonu hedefi olan %5 büyüme hızına ulaşmak için son çeyrekte en az % 2.5'lik bir büyüme gerçekleştirmek gerekiyor.

◆ Ekimde sanayi üretimi sadece %2.5 arttı. Ancak, bir bayram ayı olduğu için (geçen sene bayram kasımdaydı) üretim rakamlarının düşük olması beklenen bir gelişmeydi.



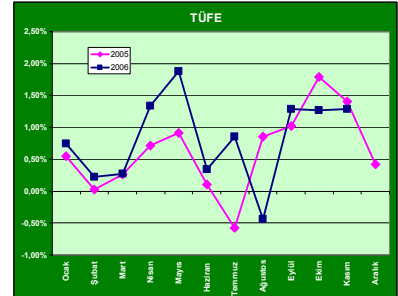
◆ Kasımda kapasite kullanımının ekime göre artmış olması ve geçen sene kasımın bayram ayı

%8 gibi yüksek bir orana erişmiş olan milli hasıla büyüme hızının hem baz etkisiyle, hem de yüksek faizler nedeniyle yavaşlaması bekleniyordu. Ancak, %3 olarak açıklanan 3Ç büyüme hızı beklentilerin de altında kaldı.

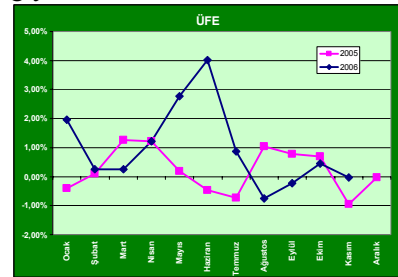


Enflasyon

◆ Kasımda TÜFE %1.29 artarken, ÜFE %0.29 azaldı. Yıllık enflasyon TÜFE'de % 9.86, ÜFE'de ise %11.67 olarak gerçekleşti.



◆ Trendin üzerinde artış gösteren harcama grupları %4.8 ile giyim ve %1.3 ile kira oldu.



◆ 2006 enflasyonunun %10'un altında kalması için TÜFE'nin aralıkta %0.5'i geçmemesi gerekiyor. Havaların sıcak gitmesi nedeniyle giyimde indirimlerin erken başlamış olması aralık enflasyonunun düşük çıkmasında etkili olacaktır.

Faizler

Yüksek faizin maliyeti 4 milyar

◆ Ana yazımızda incelediğimiz gibi MB'nin sene ortasındaki faiz

kararlarında aceleci ve aşırı davrandığı faiz tablosunda net bir şekilde görülüyor. Özellikle 2. ve 3. faiz artırımlarında 2. piyasa faizlerini de sıçrattığı çok



bariz.

◆ MB sık sık belirttiği gibi beklentilerle hareket ediyorsa, o zaman mayısta %5.5 olan enflasyon beklentisi temmuzda %8'e çı-

SUI GENERIS—s1'den devam temenni olma ihtimali daha kuvvetlidir. Son dönemde pek çok KİT ve devlet kurumu ile ilgili borç ve ödeme konularında çıkan haberlerde bu konudaki iyimserliği azaltmaktadır. Ayrıca yüksek TL faizlerinin de faiz-dışı fazlaya değil ama genel bütçe açığına ciddi tesiri olacağı aşıkardır.

Gelirler tarafında ise, sene boyunca son derece yüksek bir reel faizin hüküm süreceği bilgisi ile ekonominin büyüme oranında belirgin bir daralma olacağı ve bunun da vergi gelirlerine menfi tesir edeceğini görmezden gelmeye imkan yok. Ayrıca, son 2 sene içerisinde Telekom ve Erdemir gibi son derece karlı KİT'lerin elden çıkarılması ile devlet önemli gelir kalemlerinin bir kısmından feragat etmiştir. (Yanlış anlaşılmasın, özelleştirme yapılmamasın demiyorum, sadece bütçe aritmatikini sorguluyorum). Bu şartlar altında 2007 bütçe açığının hedefin oldukça üzerine çıkması veya daha kötüsü açıkların KİT'ler ve belediyelerde gizlenmesi olgusunun yaşanma ihtimali oldukça yüksektir. Maliye politikası gevşerken para politikasının sıkı tutulması prensipte

PARASAL GÖSTERGELER (milyon YTL)	1 01.12.2006	2 27.10.2006	3 30.12.2005	4 1/2	5 1/3
Dolaşımdaki Para	21.538	23.189	18.276	-7,1%	17,8%
Vadesiz Mevduatlar	21.388	20.575	23.483	4,0%	-8,9%
M1	42.926	43.764	41.759	-1,9%	2,8%
Vadeli Mevduatlar	137.676	134.209	111.387	2,6%	23,6%
M2	180.603	177.973	153.146	1,5%	17,9%
DTH	99.136	95.424	76.440	3,9%	29,7%
DTH (milyar\$)	68,6	66,1	56,9	3,8%	20,5%
M2Y	279.739	273.397	229.587	2,3%	21,8%
Mevduat Bankaları Kredileri	166.160	162.969	120.994	2,0%	37,3%
Açık Piyasa İşlemleri	1.306	3.477	4.983	-62,4%	-73,8%
Kamu Menkul Kıymetleri	140.568	136.797	128.679	2,8%	9,2%

kınca faizleri de 2.5 puan artırması gerekiyordu. Halbuki, MB'nin faizlerindeki artış ise bunun tam bir katı, yani 5 puan oldu.

◆ Eğer MB'nin kabaca 2.5 puan kadar "overshoot" ettiğini ve TL 250 milyarlık borç stoğunun üçte ikisinin faiz artışından etkilemeyeceğini tahmin edersek, yüksek faizlerin Hazine'ye maliyeti en az TL 4 milyar olacaktır.

doğru bir yaklaşımdır. Ancak, %4'lük enflasyon hedefine göre bileşik %19.1 faiz oranı ekonomik olarak anlam ifade etmeyecek kadar yüksek bir faiz oranıdır. Orta vadede kimse %15'lik bir reel faiz oranıyla kredi kullanamaz, kullanıyorsa da, açık söylüyorum, batar. Bu durumda, MB başkanı da dahil, kimse kredi kullananların TL'den dövize geçmesine itiraz etmemelidir. Ancak, paradoksal olarak, özellikle geliri TL üzerinden olan gerçek ve tüzel kişilerin döviz borçluluğunun artmasının ekonomideki kırılma eğilimi artırdığı da bir gerçektir.

Ekonomistlerin fikir birliği (liksiz)liği pek çok fikrara konu olmuşsa da, 2007 yılında dışarıda global konjonktür, içeride ise seçimler nedeniyle sermaye hareketlerinde dalgalanmaların görüleceği konusunda neredeyse bütün ekonomistler hemfikir durumdadır. Hal böyle iken, bu tür dalgalanmalara aşırı yüksek faiz ortamında girmek ve dalgalanmalar süresince faizlerin belki de %25-30'lar seviyelerine yükselmesine seyirci kalmak pek hoş bir tecrübe olmayacaktır. AB çapısının da zayıfladığı bir dönemde yüksek reel faizler altında reel

Parasal Göstergeler

◆ TL mevduatlarda bir azalma yaşanmamasına karşın döviz mevduatlarında artış görülmeye devam ediyor. Sene başından beri DTH'lardaki artış %20.5'e ulaşmış durumda. (Bu artışın az bir kısmının euro'nun değerlenmesinden kaynaklandığını da belirtelim.)

sektörde ciddi problemler yaşanma potansiyeli oldukça artacaktır. Halbuki MB, global piyasaları daha iyi okuyarak, ifrata kaçmadan faiz oranını %15'de sabitleyebilirdi (Son 3 aydaki olumlu global gelişmeler de faizleri indirme fırsatı yaratabilirdi ama AB müzakereleri ve seçim tartışmaları bu fırsatı kullandırma imkanı vermedi.) Keza, Maliye 2007 risklerini öngörerek çok daha sağlam ve inandırıcı bir bütçe hazırlayabilirdi. (Unutmamak lazım ki bir noktadan sonra sıkı para politikası gevşeyen maliye politikasını ikame edemez, sadece ekonomideki gelir dağılımını zayıflatır, yurtdışına kar aktarımına sebebiyet verir, büyüme oranını düşürür, maliyet enflasyonuna yol açar ve kırılma eğilimi artırır.)

Herşeye rağmen, dalgalı kur politikası izleyen, bütçesini (iyi-kötü) sağlam tutan ve bankacılık sektörü risklerini azaltmış bir ekonomide 94 veya 2001 benzeri bir kriz yaşanması ihtimali yoktur. Ancak risklerin artmış olduğunun ve ondan da öte vakit kaybetmekte olduğumuzun da altını çizmemiz gerekiyor.