

İçindekiler

- 1 MB ekonominin mutlak yöneticisi değildir
- 1 Ekonomi son 30 yılın en iyi durumunda
- 2 Artık FDF değil, mutlak Bütçe Açığına bakmak gerekiyor
- 2 Cari Açıkta miktar değil, kompozisyon önemli
- 3 Enflasyon endeksleri değişti

SAYI: 1-2-3/05

- Turkish Yatırım Araştırma Birimi tarafından her ay yayınlanır.
- Baskıya giriş tarihi: 04.03.2005
- 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 üye olmak isteyenler, e-mail adresine başvurabilirler.

Baskı: Doğan Can Ofset tel: (212) 5170482

Kilometre Taşları

Ege Cansen

MERKEZ BANKASINI ABARTMAYIN!

Para programını açıklayacak, enflasyon hedeflemesine geçilecek derken, son günlerde Merkez Bankası, iktisat yazarlarının sıcak konusu haline geldi. Merkez bankalarının ülke ekonomisinde önemli bir yeri vardır. Ancak, bu yer merkez bankası başkanlarının sandığı kadar önemli değildir. Sanki Merkez Bankası başkanı, ekonominin kaptanıymış, ağzından çıkan her cümle de bir hikmet gizliymiş gibi bir muhabbetir gidiyor. Yok böyle birşey. Amerika'nın durumu ortada. Greenspan süper başkansa, Amerikan doları niçin yüzde 40 devalüe oldu? En iyi merkez bankası başkanı, en çok iş yapan değil, en az hata yapandır. Merkez bankasından, ülkeyi kalkındırması, istihdamı artırması ve gelir dağılımı düzeltmesi gibi gerçek ekonomi ile ilgili sorunları çözmesi beklenmez. Zaten buna gücü de yetmez. Merkez Bankası denilen kurum icat edilmeden de adına şimdilerde "ekonomi" denilen zenginleşme veya fakirleşme süreci vardı. Halen de işin esası budur.

Merkez Bankası, kağıt para icat edildikten ve kendisine "para basma" imtiyazı verildikten sonra önem kazanmış bir üst yapı kurumudur. Merkez Bankası, ekonomiyle değil, parayla ilgilenir. Paranın miktarı ve faizi (fiyatı) da ekonominin işleyişinde çok önemli olduğu için, merkez bankaları önemli hale gelmiştir. Aman bu durumu abartmayın. Merkez Bankası edebiyatının, iktisatçılar arasında bu kadar revaç bulmasının sebebi, her

iktisatçının gönlünde, bir gün Merkez Bankası başkanı olma arzusu yatmasıdır. İkinci bir sebep de, bilhassa liberal solcu iktisatçıların "ideolojik" yani "fikirden ilim çıkarma" saplantıdır.

Sui Generis

Tuğrul Belli

BARDAK DOLU!

Nereden bakılırsa bakılsın, çok da parlak olmayan Dünya ekonomik konjonktürüne rağmen Türk ekonomisi son 30 yılın en iyi durumunda. Ancak, bu durum bazı piyasa ekonomistlerinin, eski tarz devlet destekli üretime alışmış sanayicinin, son 15 yılda yüksek reel faizle yaşamayı benimsemiş rantiyelerin ve ülkenin yabancılara peşkeş edildiğini düşünen milliyetçi kesimlerin pek hoşuna gitmemiş olacak ki, gidişatla ilgili (çoğu tutarsız da olsa) eleştiri dozları artmakta.

Lafı uzatmadan ekonomik verilerin kısaca üstünden geçsek:

Enflasyon: Büyük ihtimalle enflasyon 2005 yılında da beklenti değerinin altında kalacak. 2006'da ise %5'in altına ulaşmış olacağız. Düşük enflasyon ekonomide istikrarın en önemli göstergesi. Düşük enflasyon aynı zamanda finansal enstrümanların vadesinin uzaması, türev enstrümanların kullanıma girmesi, piyasadaki fiyatlamaların daha sağlıklı yapılması, reel faizlerin düşmesi, orta sınıfın gelir kaybının durdurulmasını da sağlayan bir olgu.

Faizler: Enflasyondaki düşüş faizlerin her daim göreceli yüksek kalmasına sebep oluyor. Biz son 4 yıldır, MB'nin TL faizleri fazla sıkı olduğunu, daha çabuk indirimlere gidebileceğini söyledik. Böylece, borç stoğu daha az artabilir, TL daha az değerlenebilir ve istihdam

Devamı s.4'te

Bütçe ve Kamu Finansmanı

FDF TL hedefin üzerinde ancak %6.5 hedefin altında kalabilir.

◆ Aralık'ta her sene olduğu gibi sene içinde kullanılmayan ödeneklerin kullanıma girmesiyle harcamalarda diğer aylara göre yüksek bir artış gerçekleşti. Tablodan görüldüğü gibi artış satın almalar ve sermaye giderlerinde.

◆ Bu artışa rağmen Bütçe hedeflerinin tutturulmasında herhangi bir sorun yaşanmadı. Öyle

BÜTÇE DENGESİ														
(milyon TL)	Oca	Şub	Mar	Nis	May	Haz	Tem	Agu	Eyl	Eki	Kas	Ara	Toplam	Hedef
Harcamalar	12,075	8,500	10,265	11,345	11,802	10,405	12,196	12,283	11,988	11,242	11,017	17,083	140,200	149,945
Faiz Hariç Harcama	6,120	4,498	5,355	6,134	5,790	6,869	6,784	6,751	7,381	7,385	7,750	12,895	83,712	83,895
Personel Giderleri	3,028	2,265	2,227	2,354	2,388	2,339	2,489	2,237	2,626	2,434	2,389	2,172	28,948	28,559
Sos.Güv.Kur. Devlet Primi	305	300	302	311	324	306	322	314	345	322	321	551	4,023	3,628
Mal ve Hizmet Alımları	87	215	551	578	680	766	850	720	796	1,100	1,620	4,596	12,560	12,049
Faiz Harcamaları	5,955	4,002	4,909	5,211	6,012	3,536	5,412	5,532	4,606	3,857	3,268	4,188	56,488	66,050
Cari Transferler	2,518	1,624	2,108	2,396	1,943	2,759	2,191	2,701	2,749	2,536	2,195	1,938	27,659	27,464
Sermaye Giderleri	0	2	26	324	375	529	697	648	636	762	1,011	2,944	7,972	6,409
Sermaye Transferleri	0	0	3	7	13	22	89	14	25	37	62	166	437	404
Borç Verme	145	92	139	162	67	149	146	119	204	174	151	527	2,075	3,330
Yedek Ödenekler	37	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	37	2,052
Gelirler	6,796	7,243	9,815	8,085	10,615	7,252	10,853	10,211	8,907	7,510	11,435	11,164	109,887	104,109
Vergi Gelirleri	5,523	6,370	6,855	5,987	9,261	5,843	8,466	8,860	7,687	6,321	9,875	9,046	90,093	88,893
Vergi Dışı Gelirler	929	676	2,580	1,679	1,136	1,309	2,328	1,241	964	926	1,323	1,975	17,065	13,913
Sermaye Gelirleri	12	9	11	13	13	15	12	12	19	11	22	161	503	503
Alınan Başvı ve Yardımlar	89	93	58	268	82	-32	-71	90	71	57	57	-6	755	0
Alacaklardan Tahsilatlar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Katma Bütçe Geliri	244	96	311	139	123	116	117	9	175	188	169	126	1,813	800
Bütçe Dengesi	-5,278	-1,257	-450	-3,260	-1,187	-3,154	-1,343	-2,071	-3,080	-3,731	418	-5,919	-30,313	-45,836
Faiz Dışı Denge	677	2,745	4,459	1,951	4,825	382	4,069	3,460	1,526	126	3,685	-1,731	26,175	20,214

ki, YTL 20 milyar olarak hedeflenen faiz-dışı fazla YTL 26 milyar olarak gerçekleşti.

◆ FDF'de bu hedefin oldukça üzerindeki gerçekleşme sevindirici ancak bir noktayı da göz ardı etmemeliyiz. 2004 büyüme oranı hedefin üzerinde gerçekleşeceği için FDF'nin de %6.5 hedefini tutturabilmesi için TL değer olarak daha yüksek gerçekleşmesi zaten gerekli idi. 2004 resmi GSMH beklentisi YTL 424 milyar. Bu rakamın %6.5'i ise YTL 27.6 milyar. Yani, FDF rakamı aslında %6.5'in altında bile kalabilir. Burada bütçe dışı kamu kurumlarının performansı önem kazanıyor. Bu kurumlarla ilgili mali bilgilerin toplanması ise oldukça zaman alıyor. Ancak THY, Erdemir, TÜPRAŞ gibi kuruluşları da kapsayan bu kurumların 2004'de kar göstermeleri bile nakit akışı bazında bakıl-

duğunda zararda olmaları yüksek bir olasılık.

◆ Ekonomi normale döndükçe bütçe açığı konusunda bakılması gereken rasyo artık faiz-dışı fazlanın GSMH'ye oranı değil, gerçek bütçe açığının GSMH'ye oranı olmalı. Bilindiği gibi AB kriterlerine göre bu oran %3'ü geçmemeli. (Ancak gene bilindiği gibi komşumuz Yunanistan başta olmak üzere bazı AB ülkeleri de bu oranı tutturmakta zorlanıyorlar).

◆ 2004'de %7.2 civarında gerçekleşmesi beklenen açıkla ilgili

◆ Aralık Cari İşlemler Açığı, 2003 Aralık'ındaki \$ 2.9 milyarlık rekor açığı da geçerek \$ 3.1 milyar olarak gerçekleşti. Böylece 2004'ün tamamında açık \$ 15.6 milyar oldu. (2003'de ise açık \$ 8 milyardı.) Bu açık düzeyi kritik seviye olarak görülen GSMH'nin %5'inin üzerinde kalıyor.

◆ Her ne kadar son ay açık mutlak olarak çok yüksek ise de, değer olarak 2003 Aralık'ının sadece %2 üzerinde. Halbuki, senelik cari açık geçen senenin %94 üzerinde gerçekleşti. Belki cari açığın artış hızının azaldığı konusunda net bir şey söylemek için erken, ancak böyle bir ihtimal göz ardı edilmemeli.

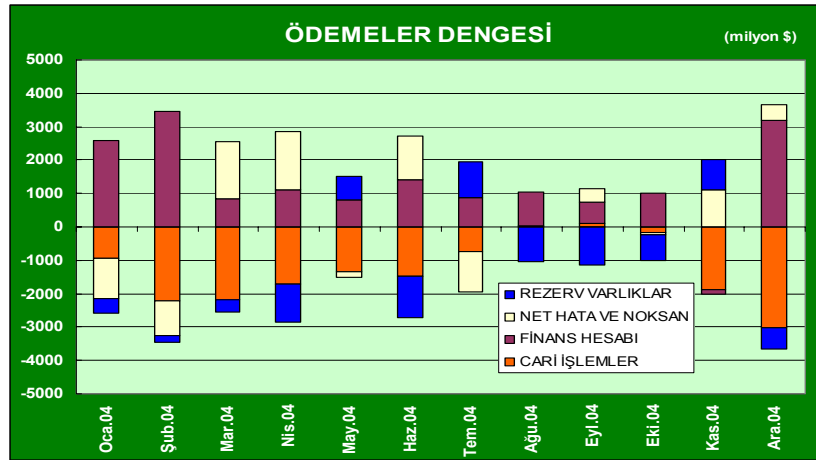
◆ Zaten 2005'de kurların seyrine baktığımızda da, cari açıktan kaynaklanan bir baskının varlığından bahsetmek imkansız gibi. Geleneksel olarak döviz girişlerinin azaldığı kış aylarında bile TL değerliliğini korumakta, hatta artırmakta. Tabii ki bu durumda hem doğrudan sermaye, hem de sıcak para girişlerindeki artışın etkisi söz konusu.

◆ 2003'de \$ 14 milyar olan dış ticaret açığı bu sene \$ 23.9 milyara çıktı. Son 12 aydaki dış ticaret miktarı endekslerindeki ortalama artışa göre, ihracat %16, ithalat ise %32 civarında artmış. Her ne kadar bu rakamlar dış tica-

Hükümetin 2005 hedefi %6.1. Her ne kadar bu oran yüksek gözükse de 90'lı yıllarda görülen %20'lere varan oranlara göre oldukça makul sayılabilir.

Ödemeler Dengesi ve Dış Ticaret

Cari Açık'ın miktarı değil, kompozisyonu önemli !



ret dengesinin sadece değer değil miktar olarak da açıldığını gösteriyorsa da, mal sınıflamalarına göre baktığımızda, ithalattaki artışın %59 ile ağırlıklı olarak sermaye malı ithalatından kaynaklandığı görülüyor. İhracat rnlerindeki yerli girdiyi düşürmesinden korkulan ara malındaki artış ise çok daha az: %23.

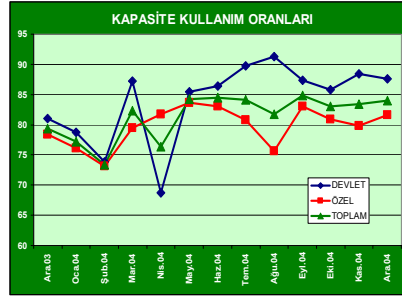
◆ Cari açığın kısa vadeli borçlanmayla finansmanı en çok korkulan konulardan biri. Ancak burada da durumun o kadar endiŐe verici olmadığı görülüyor. MB verilerine göre kısa vadeli borçlarımız geçen sene \$ 9 milyar artarak \$ 32 milyara ulaşmış. Bu artışın \$ 4 milyar kadarı bankaların yurtdıŐı borçlanmalarından kaynaklanıyor ki, bu paraların hepsi belirli vadede alınan fonlar. Yani, aynı anda çıkmaları söz konusu değil. Kaldı ki, bankacılık kesiminin bilanço yapısının düzelmesiyle böyle bir riskin olduğu azaldığını söyleyebiliriz.

◆ Kısa vadeli borçlardaki artışın \$ 4.5 milyarlık diğer unsuru ise Őirketlerin aldıkları ithalat kredileri ki, bu da büyüyen ithalat hacmi içerisinde gayet normal.

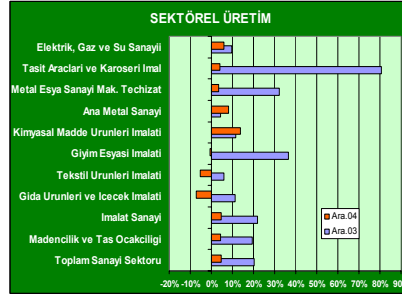
◆ TİM Ocak ihracatını \$5 milyar olarak açıkladı. 2004 Ocak'ına göre % 7.6 bir artış söz konusu. Her ne kadar artış piyasa beklentilerinin altındaysa da bu sene Ocak'ta gerçekleşen bayram tatilinin geçen sene Őubat'ta olması nedeniyle ihracat rakamlarında iŐgünü eksikliğinden dolayı bir azalma olduğunu da dikkate almak gerekiyor. (Aynı Şekilde retim istatistiklerine de yansıyan bu nokta nedense her sene unutulur!)

Üretim ve Büyüme

◆ zel sektör KKO'sunda Aralık'ta bir artış göze çarpıyor.



◆ üretim endeksinin Ekim'de tekrar yükseleceğini, geri kalan aylarda ise daha düşük seyredeceğini tahmin ediyoruz. Ancak, tüm sene GSMH büyümesinin %10'un üstünde gerçekleşeceği kesin gibi.



Enflasyon

TÜFE ve TEF E endeksi değişti!

◆ Uzun zamandır bizim de sık dile getirdiğimiz enflasyon endekslerinin ve bunların hesabında kullanılan sepetlerin eskimiŐ olduğu eleŐtirisi DİE'nin yeni açıkladığı 2003 bazlı yeni endekslerle kısmen çözümlenmiŐ oldu.

◆ Yeni TÜFE, DİE'nin 2003'de yaptığı hanehalkı bütçe anketine dayanıyor. Endeksin mal ve hizmet sınıflamasında 12 ana grup kullanılıyor ve yaŐ meyve-sebze ve giyim grubu deęiŐken ağırlıklı olarak değerlendirilmekte. 10 ana grubu olan 94 endeksinde "haberleŐme" ve "alkollü içkiler ve sigara" grubu eklenmiŐ durumda. 423 maddeden oluŐan yeni endekse cep telefonu, internet ve bilgisayar gibi artık zaruri sayılabilecek harcamalar da nihayet eklenmiŐ durumda.

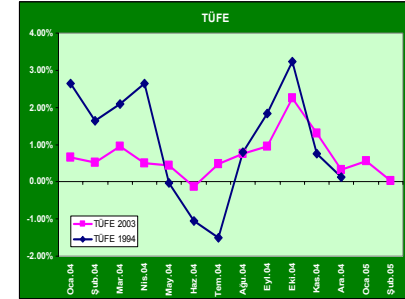
◆ Yeni endeksleri değerlendirmek için erken. Ancak, üstünkörü

bir bakıŐta bile bazı hatalar göze çarpıyor. Örneğin "haberleŐme" grubunun altında mantıken telefon ücretlerinin olması beklenir. Hayır, bu kategorinin altında kargo ve nakliye gibi olsa olsa taŐımacılık grubu altında yer alacak 2 madde var. Telefon cretleri ise "mobilya, ev aletleri ve bakımı" grubunda yer alıyor.

◆ Taksitli satıŐlar üzerinden fiyatlandırmalar ve özel indirimlerin dikkate alınmaması da önemli bir eksiklik çünkü özellikle kredi kartlarının yaygın kullanımıyla birlikte peŐin fiyatına taksitli satıŐlarda aslında liste fiyatı üzerinden ciddi Şekilde iskontolar söz konusu olmaktadır.

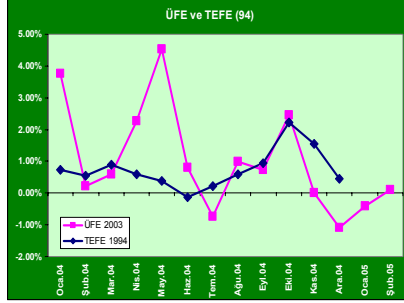
◆ önemli bir diğer yenilik de, özellikle MB'nin politikalarına yardımcı olması amacıyla 7 adet zel Kapsamlı TÜFE göstergesi oluŐturulmuŐ olması. Önümüzdeki dönemde bu TÜFE'ler çekirdek enflasyon için önemli birer gösterge olacaktır.

◆ Őubat'ta yeni TÜFE %0.02, FE ise %0.11 artış gösterdi. Senelik enflasyon TÜFE'de % 8.69, FE'de ise %10.58 oldu.



◆ Yeni endekslerin eskisiyle farkını göstermek amacıyla grafiklere her 2 endeks değerlerini de koyduk. Grldği gibi TÜFE'de yeni endeks mevsimselliği ciddi ölçüde azaltılmıŐ. Yaz aylarındaki düŐüŐler ve Sonbahar aylarındaki ıkıŐlar daha düşük seviyelerde. Net enflasyon rakamında ise büyük bir deęiŐiklik yok.

◆ ÜFE’de ise tam tersi bir durum söz konusu. Endekste ciddi bir volatilité artışı var. Bu nedenle bu endeksi değerlendirirken oldukça dikkatli olunmalı.



Faizler

◆ Faizlerde yavaş ancak kararlı bir azalma, aynı zamanda da vadelerde de artış gözlemleniyor. Bu ekonomideki düzelmeye doğru bir yansıması.

SUI GENERIS—s1’den devam

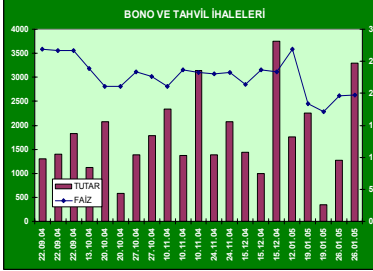
artışı daha çabuk sağlanabilirdi. Karşılığında da zaten son 3 yıldır resmi hedefin altında gerçekleşen enflasyon resmi hedeflere daha uygun bir şekilde daha yüksek oluşabilirdi. Ancak MB biraz da hükümetlerin geçmişte maliye politikasındaki gevşeme eğilimlerini göz önüne alarak, daha sağlamcı gitmeyi ve daha konservatif bir para politikası izlemeyi tercih etti. Olabilir, sağlık olsun.

Dış Ticaret: Artık her ay TİM’in sızlamalarına rağmen ihracatta rekor kırılması rutin bir olgu haline geldi. Dış ticaretin kompozisyonuna baktığımızda da ağırlığın sağlıklı bir şekilde ara mallar ve yatırım mallarında olduğunu görüyoruz.

Ödemeler Dengesi: Raporun içindeki yazıda da belirtildiği gibi ÖD zannedildiği kadar kısa vadeli para girişiyle finanse edilmiyor. Tam tersine dış borçlanmada vadelerin ciddi şekilde uzaması söz konusu.

Bütçe: Geçmiş iktidar dönemlerinde ne kadar hesapsızca, fütursuzca, arsızca Bütçe idare edildiğini şimdi daha iyi görebiliyoruz. Çok ciddi bir reform yapmadan biraz işi sıkı

PARASAL GÖSTERGELER	1	2	3	4	5
(milyon YTL)	18.02.05	21.01.05	31.12.04	1/2	1/3
Dolaşımdaki Para	12,988	15,515	12,446	-16.3%	4.4%
Vadesiz Mevduatlar	15,596	15,735	17,023	-0.9%	-8.4%
M1	28,585	31,249	29,469	-8.5%	-3.0%
Vadeli Mevduatlar	80,131	79,443	79,875	0.9%	0.3%
M2	108,715	110,692	109,344	-1.8%	-0.6%
DTH	71,381	73,758	76,074	-3.2%	-6.2%
DTH (milyon\$)	55	55	57	-0.9%	-3.5%
M2Y	180,096	184,449	185,419	-2.4%	-2.9%
Mevduat Bankaları Kredileri	78,365	76,668	77,628	2.2%	0.9%
Açık Piyasa İşlemleri	1,120	721	3,622	55.2%	-69.1%
Kamu Menkul Kıymetleri	114,493	113,823	112,632	0.6%	1.7%



Parasal Gelişmeler

Tüm parasal göstergeler iyi!

◆ TL’nin güçlenmesi devam ediyor. M2/DTH oranı 1.52’ye kadar çıkmış durumda.

tutmak bile Bütçe rakamlarında bir düzelmeye yarattı. 3 yıl arka arkaya %6.5 FDF yaratmak ise önemli bir başarı. Ancak Hükümetin artık sosyal güvenlik açıklarıyla ilgili alınması gereken kararları daha fazla sürümcemede bırakmak gibi bir lüksü de kalmadı.

Döviz Kuru: Dalgalı kur sisteminde kurların gelişimi bir sebep değil, sonuç olduğu için bu konuyu irdelemek anlamsız. Para değer kazandığı gibi, değer de kaybedebilir. Ama, sonuçta ne bir kriz çıkar, ne de eski dönemlerde olduğu gibi kur aşırı yükselme (over-shoot) gösterir.

Borç Stoğu: Borç stoğunun artmakta olduğu konusunda iddialar var. Ancak hangi para cinsinden ve hangi başlangıç noktasından stoğa bakıldığı önemli. Örneğin TL’nin değerlendirildiği bir dönemde TL borçlar dolar bazında tabii ki artmış gözükcektir. MB’nin yüksek faiz politikası da borcun azalmasına pek yardımcı bir unsur değil. Ancak %6.5 FDF verilen ve vadelerin uzamakta olduğu bir ortamda borç stoğu riskinden söz etmek de biraz abes.

İstihdam: En keskin eleştiriler istih-

dam üzerindeki vergisel yükleri azaltmakla eş zamanlı olarak işgücü piyasasını daha esnek hale getirmek istihdamı canlandırabilir. Ayrıca özellikle turizm gibi işgücü ağırlıklı sektörlerde önem vermek ve meslek okulları vasıtasıyla bu sektörlerde işgücü yetiştirmek de istihdam açısından faydalı olacaktır.

Kapitalizmle kalkınma bir mucize falan değildir. Kurumlarını ve sistemini iyi oturtan, kanun hükmünü her şart altında uygulayabilen ve piyasaların denetim ve düzenleme fonksiyonlarını bağımsız bir şekilde yerine getirebilen istisnasız her ülke kalkınır. (Bu noktalara eğilen yapıcı eleştiriler maalesef tüm içinde çok az.) Türkiye de menfaati bozulan kesimlerin bütün muhalefetine rağmen artık geri dönülmez bir şekilde kalkınma yoluna girmiştir.

◆ Kredilerdeki artış yavaşlamış gözüküyor. Sene başından beri artış oranı sadece %2.2.

◆ Açık piyasa işlemlerinde belirgin bir daralma var. Geçen sene piyasadan zaman zaman YTL 9.5 milyar para çeken MB’nin çektiği miktar YTL 1 milyara düşmüş durumda.

◆ Kamu menkul kıymetleri de bazılarının abarttığı kadar artmış değil. Geçen senenin aynı dönemine göre artış oranı sadece %6.6.