

İçindekiler

- 1 Fiyat istikrarı ile büyüme arasında ödünleşme var mı?
- 1 Enflasyon hedeflemesine geçiş önemli bir aşama
- 2 Özelleştirme gelirleri bütçeyi ihyâ etti
- 2 Cari açığı yakıt fiyatları artırıyor
- 3 3. Ç büyümesi %7.3

SAYI: 12/05

- Turkish Yatırım Araştırma Birimi tarafından her ay yayınlanır.
- Baskıya giriş tarihi: 12.12.2005
- 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.

Kilometre Taşları

Ege Cansen

UÇAK İNİŞE GEÇTİ

İktisatta "istikrar paketi", milli gelirden "büyüme"den fedakârlık ederek, "enflasyonu düşürmek" demektir. Bu, Batı ülkelerinin ekonomi laboratuvarlarında geliştirilen bir teoridir. Çünkü Batı'da enflasyon, açık bütçeyle finanse edilen büyümeyle yükselmiştir. Çaresi, bütçe açıklarını kapatıp, büyümeyi yavaşlatmaktır. Halbuki, Türkiye gibi parası "döviz" olmayan ülkelerde, hem enflasyon yüksek oluyor, hem de büyüme düşük cereyan ediyordu. Demek ki, bu ülkelerde enflasyonun kaynağı sadece bütçe açıkları değildi. Peki neydi? Anlaşıldı ki, bunun kaynağı "devalüasyon"du. Öyleyse, "devalüasyon-enflasyon" fâsit dairesine takılmış ülkelerde, enflasyonu düşürmek için, öncelikle döviz fiyatlarına hâkim olmak gerekiyordu. İşte bu gerekçeyle, parası döviz olmayan ülkeler için, IMF tarafından "kur çıpası" yöntemi geliştirildi. Kur çıpası, Türkiye'de bilinçsiz, yarı bilinçli ve programlı bir şekilde çok defa uygulandı. Her seferinde "hem enflasyon düştü-hem de büyüme arttı". Ama yumuşak iniş gerçekleşmedi, uçak çakıldı.

Günün sorusu şu: Acaba, fiyat istikrarı ile büyüme arasındaki ödünleşme (trade-off) Türkiye'nin ekonomi gündemine geldi mi? Geldiyse, bu sefer ekonomiyi yumuşak inişle kalıcı istikrara kavuşturabilecek miyiz? Asaf Savaş hocanın ikazı yerindedir. Eğer büyüme tehlikeye girdiyse, bunun bilincinde olmak gerekir. Unutulmasın; kendisi, uygulanan ekonomik programın en samimi destekçisidir. Kur-faiz konusunda söylediklerine dikkat.

Sui Generis

Tuğrul Belli

ENFLASYON HEDEFLEMESİ

Merkez Bankası 2006 yılında "enflasyon hedeflemesi"ne geçeceğini açıklayarak, bu politikanın temel parametrelerini bir bildiriyle duyurdu. Detayları incelemeden önce genel olarak enflasyon hedeflemesinin ne anlama geldiğini ortaya koymakta fayda var.

Enflasyon hedeflemesi politikasının 5 ana unsuru var:

1-Orta vadeli rakamsal bir enflasyon hedefinin kamuya açıklanması,

2-Hedefin gerçekleşmesi konusunda sorumluluğun merkez bankasında olması,

3-Para politikasının tamamen fiyat istikrarını temin etmek üzerine odaklanması,

4-Para politikası araçlarının kurgulanmasında sadece parasal büyüklükleri veya kur oranını değil pek çok diğer değişkeni de dikkate alan bir strateji izlenmesi,

5-Merkez bankasının planlarını, hedeflerini ve kararlarını kamu ve piyasalarla şeffaf bir şekilde paylaşması.

Tabii, enflasyon hedeflemesine geçişin önemli bir ön şartı da para otoritesinin enflasyonu modellemek ve tahmin etmek için yeterli teknik kapasitesinin olması ve enflasyonu kontrol altında tutmak için kullanacağı enstrümanların ekonomi üzerinde hangi sürede ve ne ölçüde etki yaptığı konusunda çok iyi fikir sahibi olmasıdır.

"Enflasyon hedeflemesi" ile ilgili belirtmemiz gereken önemli bir başka nokta da bunun bir enflasyon düşürme politikası değil, enflasyonu belirli bir düzeyde kontrol altında tutma politikası olduğudur.

Bu kısa açıklamalardan sonra enflasyon hedeflemesinin Türkiye

Bütçe ve Kamu Finansmanı

4 milyar YTL bütçe fazlası

◆ Kasım da bütçe açısından parlak bir ay oldu. 4 milyar YTL kadar fazla veren bütçe cumhuriyet tarihinin rekorunu kırdı. Bu parlak performansta özelleştirmeden gelen gelirler ve TMSF tarafından geri ödenen tahvillerin de payı var.

◆ Bilindiği gibi IMF programı

BÜTÇE DENGESİ	Oca	Şub	Mar	Nis	May	Haz	Tem	Ağu	Eyl	Eki	Kas	Toplam	Hedef	04.05
milyon YTL														Artış
Harcamalar	11,187	9,176	10,970	11,335	12,186	10,525	13,489	13,141	11,710	12,235	10,752	126,705	155,628	2.9%
1-Faiz Harıç Harcama	5,977	6,315	7,098	7,098	7,961	7,527	9,620	8,053	8,835	8,682	8,109	85,274	99,188	20.4%
Personel Giderleri	3,081	2,516	2,560	2,638	2,572	2,362	3,039	2,557	2,920	2,847	2,702	29,793	31,904	11.3%
Sosyal Güven, Devlet Primi	412	343	347	341	342	303	395	365	372	368	362	3,929	4,333	13.2%
Mal ve Hizmet Alımları	143	457	647	848	996	1,010	1,157	929	1,180	1,241	1,513	10,147	14,438	27.4%
Cari Transferler	2,173	2,815	3,013	2,528	3,211	2,642	3,650	3,025	3,318	3,205	2,603	32,183	32,499	25.1%
Sermaye Giderleri	0	27	370	598	659	773	1,050	794	734	743	741	6,490	10,071	29.1%
Sermaye Transferleri	0	52	39	34	117	248	176	238	159	195	96	1,354	1,088	399.1%
Borç Verme	168	104	98	110	64	188	153	155	152	93	93	1,378	2,805	-11.0%
Yedek Ödemeler	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2,050	-100.0%
2-Faiz Harcama	5,210	2,861	3,872	4,238	4,225	2,998	3,869	5,088	2,874	3,553	2,644	41,432	56,440	-20.8%
Gelirler	10,181	8,886	9,270	8,859	13,867	10,447	10,407	13,336	10,272	11,047	14,687	121,259	126,490	22.8%
1-Genel Bütçe Gelirleri	10,072	8,543	9,036	8,659	13,746	10,339	10,222	13,193	10,111	10,785	14,538	119,245	124,330	22.9%
Vergi Gelirleri	7,591	7,554	7,901	7,493	10,087	7,945	8,640	11,956	8,650	8,501	10,369	96,687	106,617	19.3%
Vergi Dışı Gelirler	2,121	884	1,061	1,079	3,623	2,332	1,532	980	1,386	2,740	2,352	20,089	17,238	33.1%
Sermaye Gelirleri	12	12	26	16	17	26	22	21	24	24	1,817	2,015	343	1350.3%
Alınan Bağış ve Yardımlar	349	94	49	70	19	36	29	237	51	-479	1	454	132	-40.3%
2-Katma Bütçe Öz Geliri	108	343	234	201	122	108	184	143	161	262	148	2,014	2,160	19.3%
Bütçe Dengesi	-1,006	-290	-1,700	-2,476	1,681	-77	-3,082	195	-1,438	-1,188	3,934	-5,446	-29,137	-77.7%
Faiz Dışı Denge	4,204	2,571	2,172	1,762	5,907	2,920	787	5,283	1,436	2,365	6,578	35,985	27,303	29.0%

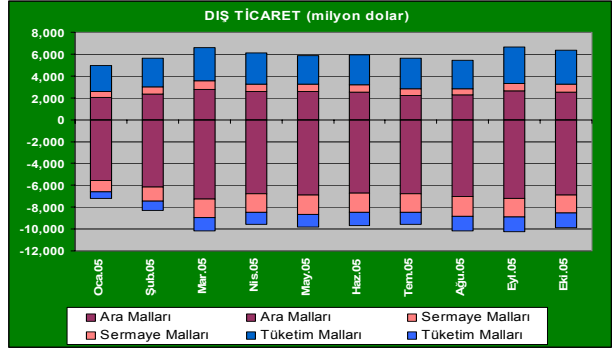
tanımlı faiz dışı denge hesabında özelleştirme ve faiz gelirleri hesaba katılmıyor. Kasımda ise Türk Telekom tarafından Hazine'ye, hisse devir sözleşmesi karşılığı olarak \$ 1.3 milyar tutarında kaynak aktarılmıştır. Ayrıca TMSF de 1.1 milyar YTL özel tertip DİBS faiz ödemesinde bulundu.

◆ Bu 2 önemli kaynağı gelirlerden düşsek bile bütçe dengesi gene de 1 milyar YTL kadar fazla vermektedir.

◆ IMF düzeltmesini tüm sene için yaptığımızda ise ilk 11 ayda 5.4 milyar YTL olarak gerçekleşen bütçe açığı 11 milyar YTL artış ile 16.4 milyar YTL'ye çıkıyor. Faiz-dışı fazla da aynı miktar azalışla 25 milyar YTL oluyor. Böylece yıl sonu FDF hedefi olan 27.3 milyar YTL İMF tanımına göre de tutturulmuş olacak.

◆ Kamu finansmanına baktığımızda Hazine aralıkta 14.7 milyar

YTL iç borç servisi, buna karşılık da 10.8 milyar YTL iç borçlanma gerçekleştireceğini görüyoruz. Aradaki farkın İMF'nin gözden geçirmeyi onaylaması sonucu gelen \$ 1.6 milyar ve kasa ödemeleriyle kapatılması planlanıyor. Aralıkta toplam ödenecek faiz 4.3



kadar bazı piyasa yorumcuları tüketim mallarında bir artış olduğu kaygısını gündeme getirdilerse de, grafikten de görüldüğü gibi bu mallarda oransal bir artış söz konusu değil.

◆ Ekimde cari denge beklentilerinin altında \$884 milyon dolar açık verdi. Bu tempoyla sene sonu açığının en az \$ 23 milyar olarak gerçekleşeceği kesin gibi.

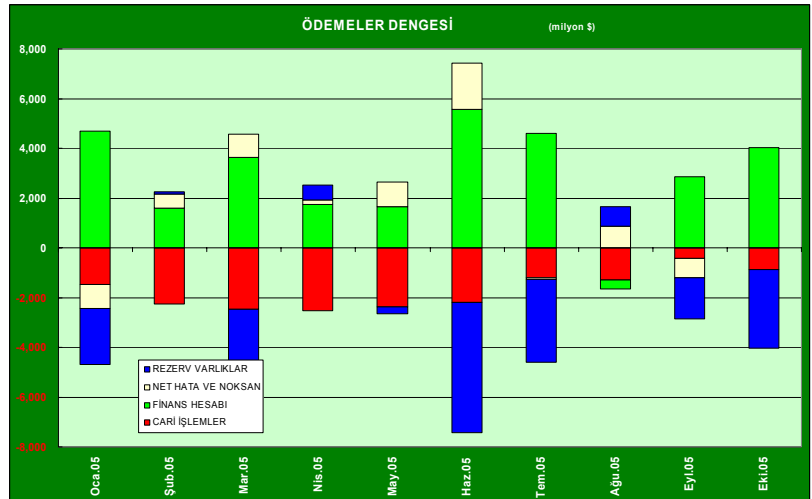
◆ Kasımda cari açık beklentisini ithalattan alınan vergilere bakarak tahmin edebiliriz. Ekime göre azalış gösteren vergiler ithalatın kasımda en az \$ 9.6 milyar olacağını gösteriyor. TİM'e göre kasım ihracatı ise \$ 6 milyar. Net hizmet gelirlerinden \$ 1 milyar artı, net yatırım gelirlerinden de net \$ 400 milyon eksi gelir bekliyoruz. Bütün bu hesapları topladığımızda \$ 3 milyar bir cari açık rakamına ulaşıyoruz.

◆ Cari açıktaki kimilerinin iddia

Ödemeler Dengesi ve Dış Ticaret

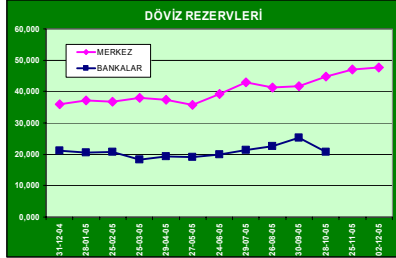
Cari açığı artıran yakıt fiyatları

◆ Ekim dış ticaret rakamlarında fazla bir sürpriz yok. Her ne



ettiği gibi yapısal bir değişiklik söz konusu mu? Türkiye hızla ithalata dayalı sürdürülemez bir ekonomi politikasına mı yöneldi, yoksa durum sadece konjonktürel mi? Bizce konjonktürel ve ana neden enerji fiyatlarındaki global artış. Şöyle ki bu sene Türkiye mineral yakıtlara ve organik kimyasallara geçen seneye göre en az \$ 7 milyar daha fazla ödeme yapacak (ki bu rakama plastik gibi petrol türevleri dahil değil). Eğer cari açık \$ 23 milyar olursa, demek ki enerji fiyat artışları olmadan açık sadece \$ 16 milyar olacaktır. Bu da geçen seneki açık olan \$ 15.6 milyara çok yakın.

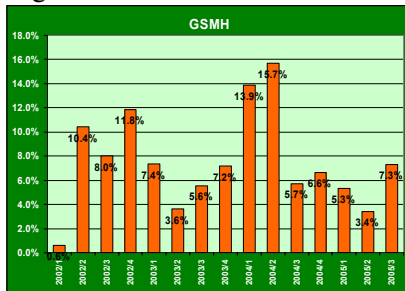
◆ Döviz rezervlerindeki hızlı artış sürüyor. Sene başından beri \$ 11.7 milyar artan rezervler \$ 47.7 milyara ulaştı.



Üretim ve Büyüme

Büyüme beklenenin üzerinde

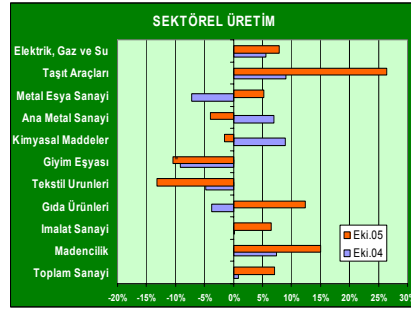
◆ Bazı piyasa yorumcularının aksine 3. çeyrekte büyümenin yeniden artış trendine gireceğini daha önceki raporlarımızda belirtmiştik. Ancak %7.3 oranındaki büyümeyi biz de beklemiyorduk doğrusu.



◆ Alt kalemlere baktığımızda tarım (%6.4), ticaret (%8.2), sana-

yi (%5.4), ulaştırma (%7.4) gibi 4 ana sektörün hepsinde yüksek büyüme hızları elde edildiğini görüyoruz. Ayrıca toplam milli gelir içindeki payı daha düşük olmasına rağmen inşaat sektörü de pek şaşırtıcı olmayan bir şekilde %19.7'lik bir büyüme sağladı. Tabii, bu sektörün dolaylı olarak diğer pek çok sektörü de etkilediği muhakkak.

◆ Sonuçta bu rakamlar iç talebin son derece canlı olduğunu ve 2005 toplam büyüme hızının %5' in üzerinde olacağını gösteriyor.

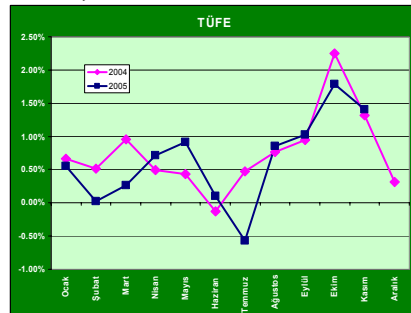


◆ Ekimde sanayi üretimi %7 artış gösterdi. Ana metal sanayi ise krizden beri ilk defa negatif bir büyüme sergiliyor.

◆ Sanayi üretimi istatistikî nedenlerden kasımda oldukça azalacak (%2 gibi), aralıkta ise %5'ler civarına çıkacaktır.

Enflasyon

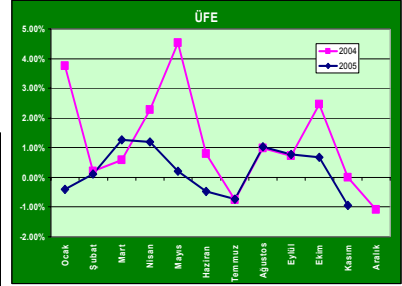
◆ Kasımda TÜFE %1.40 ve ÜFE %-0.95 olarak gerçekleşti. Son 12 ayın enflasyonu TÜFE'de %7.61, ÜFE'de ise %1.60 oldu.



◆ Açıkçası TÜFE, iç tüketimdeki canlılığa paralel olarak, hedeflenen üzerinde seyrediyor.

Aralıkta %1'in üzerinde çıkması durumunda, hem 2005 enflasyon hedefi az da olsa aşılmış olacak, hem de 2006'da 2005 başındaki çok düşük oranların yakalanma ihtimali azalacaktır.

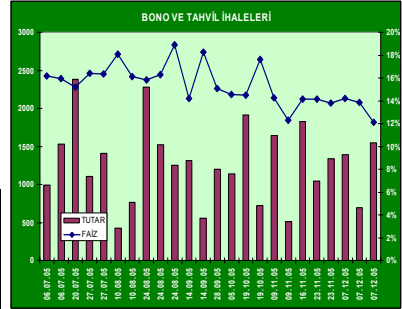
◆ Öte yandan ÜFE ise oldukça düşük seyrediyor. Bu durum da asıl enflasyonun (yani TÜFE) arz değil talep kaynaklı olduğunu bir kere daha teyit ediyor.



◆ TÜFE alt kalemlerine baktığımızda artışın gıda, giyim ve kiradan kaynaklandığı gözüküyor.

Faizler

◆ Her ne kadar biz geçen ay belirttiğimiz gibi MB'den %0.25'lik bir indirim bekliyor idiysek de, gelen enflasyon ve büyüme verileri ile MB'nin bu şekilde davranması sürpriz oldu. Gerek milli hasıla büyümesinde, gerekse de enflasyon rakamla-



rında çok net olarak gözüken iç talep artışına rağmen MB'nin 2. kere günlük faizleri 0.25 puan azaltması enteresan. Bugüne kadar aşırı temkinli bir para politikası izleyen Merkez'in özellikle 2006'nın ilk aylarında enflasyon hedefini tutturmanın da bilincinde olması gerekirken faiz-

lerde azaltmaya gitmesi entere- san. Tabii, bu kararda bugüne ka- dar diğer indirimlerde kuşkulan- dığımız gibi İMF'nin gözden geçirmeye onay vermesinin önemli bir etkisi olduğu açık.

◆ Bugünden sonra MB'nin en az 4 ay kadar faiz indirimine gitmeyeceğini düşünüyoruz.

Parasal Göstergeler

◆ TL mevduatlardaki yüksek hızlı artış TL'nin yatırımcı gözünde de güven kazanmaya başladığını gösteriyor. Sene başında toplam mevduatlar içindeki payı %56 olan TL

SUI GENERIS—s'1'den devam

uygulamasını mercek altına alalım. Bilindiği gibi 2002-2005 yıllarında MB sene sonu enflasyon hedeflerini açıklayarak bir "örtük enflasyon hedeflemesi" uygulamıştı. Enflasyon her yıl hedeflenenin altında gerçekleşti. (2005'de de hedeflenen %8'in az altında gerçekleşecek gibi gözüküyor.) Her ne kadar hedefin altında kalmak olumsuz olarak nitelendirilebilirse de, bu yıllarda enflasyonun kronik olarak çok yüksek seviyelerde olması dolayısıyla aslında verilen hedefler MB tarafından üst limit olarak algılanmıştı. Bu nedenle de enflasyon hedefin altına gelmesine rağmen sıkı para politikasından ödün verilmemişti.

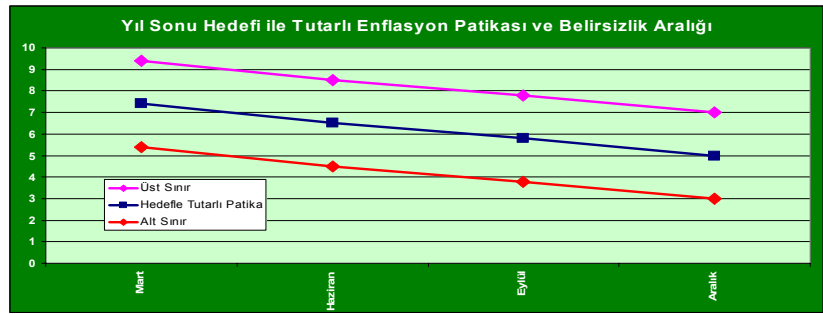
MB Aralık başında yaptığı açıklama- mayla 2006 yılından itibaren açık enflasyon hedeflemesine geçeceğini açıklamış bulunuyor. Önümüzdeki 3 yıl için hedeflenen enflasyon (TÜFE) sırasıyla %5, %4 ve %4'tür. Bu hedefler nokta hedefler değil, zaten olamaz da. Mühim olan bu hedeflere mümkün olduğunca yaklaşmak. Ayrıca MB 2006'da olası ters global gelişmelerde (petrol fiyatlarının anormal yükselmesi, global likiditenin çok daralması vs.), hedefin o sene için sapa- masına göz yumacağını, ancak son- raki sene hedefinden taviz verme- yeceğini de açıklamış bulunuyor.

PARASAL GÖSTERGELER	1	2	3	4	5
(milyon YTL)	25.11.05	29.10.05	31.12.04	1/2	1/3
Dolaşımdaki Para	18,014	19,073	12,446	-5.6%	44.7%
Vadesiz Mevduatlar	18,729	19,254	17,023	-2.7%	10.0%
M1	36,742	38,326	29,469	-4.1%	24.7%
Vadeli Mevduatlar	109,677	105,637	79,875	3.8%	37.3%
M2	146,419	143,963	109,344	1.7%	33.9%
DTH	74,269	75,010	76,074	-1.0%	-2.4%
DTH (milyar\$)	54.9	55.7	56.7	-1.3%	-3.1%
M2Y	220,688	218,973	185,419	0.8%	19.0%
Mevduat Bankaları Kredileri	111,725	109,398	77,628	2.1%	43.9%
Açık Piyasa İşlemleri	8,962	4,223	3,622	112.2%	147.4%
Kamu Menkul Kıymetleri	130,743	129,041	112,632	1.3%	16.1%

mevduatların payı kasım sonunda %63.3'e çıkmış durumda.

◆ APİ'de bir artış görünüyor. Bu durum biraz da MB rezervlerindeki hızlı artışın sonunda piyasaya çıkmış olan TL likiditenin bir sonucu olabilir.

◆ Kamu menkul kıymetlerinin piyasalar üzerindeki baskısı azalı- yor. Sene başında kredilerin %45 üzerinde olan tahvil stoğu, son durumda sadece %17 fazla. 2006'da bu oran mutlaka eksiye düşecek.



2006 yılı için çeyrekler itibarıyla (+) veya (-) 2 puanlık ara hedefler de konulmuş bulunuyor. "Belirsizlik aralığı" olarak nitelendirilen bu bantın dışına çıkılması durumunda MB bunun nedenlerini ve alınması gereken önlemleri ayrı bir raporla Hükümete sunacak ve bu raporu kamuoyu ile paylaşacak. Açıkçası bant biraz fazla geniş tutulmuş bulunuyor. 2007'de aralığın daha daraltılması beklenebilir.

Sonuçta enflasyon hedeflemesine geçerek MB kendisini çok ciddi bir taahhüt altına sokmuştur. Ben bu kararı her ne kadar yerinde bulsam da, bazı çekincelerim de yok değil:

-Bugüne kadar anti-enflasyonist politika olarak yüksek reel faizlerle kurların baskı altına alınması gibi basit bir mekanizma kullanılmıştır. Ancak Türk ekonomisi ve özellikle finans sektörü hızlı bir değişim içerisindedir. Böyle bir ortamda para politikası araçlarının aktarma mekanizmalarının işleyişine MB ne

kadar hakim olabilir? (Örneğin, faizi belli bir puan artırma veya azaltmanın enflasyona etkisi ne kadar olur?)

-Enflasyon hedeflemesi bir enflasyon düşürme değil, enflasyonu belirli bir düzeyde tutma programıdır. Türkiye'de bu programa geçişte enflasyon %8, ilk sene sonunda hedeflenen enflasyon ise %5'dir, yani bir enflasyon düşüşü hedeflenmektedir.

-2005'in ilk 3 ayında enflasyon son derece düşük seyretmişti. Halbuki, son aylarda enflasyonda bir rezistans görülüyor. Bu durumun 2006'da devam etmesi durumunda, MB'nin koyduğu ara hedefler çok çabuk aşılabilir ve program daha ilk aylarda güvenilirliğini kaybedebilir. (Şöyle ki önümüzdeki 4 ay enflasyon ortalama %0.7'nin üzerinde gerçekleşirse Mart'ta üst sınır geçilmiş olacak. Hedefle tutarlı patikada kalmak için ise aylık enflasyonun ortalamada %0.25'in altında kalması gerekiyor.)