



TÜRK SANAYİCİLERİ VE İŞADAMLARI DERNEĞİ

San. 11/10/18
14-98

TÜSİAD

KONJONKTÜR

Temmuz 1994



TÜRK SANAYİCİLERİ VE İŞADAMLARI DERNEĞİ

TÜSİAD KONJONKTÜR

İstanbul

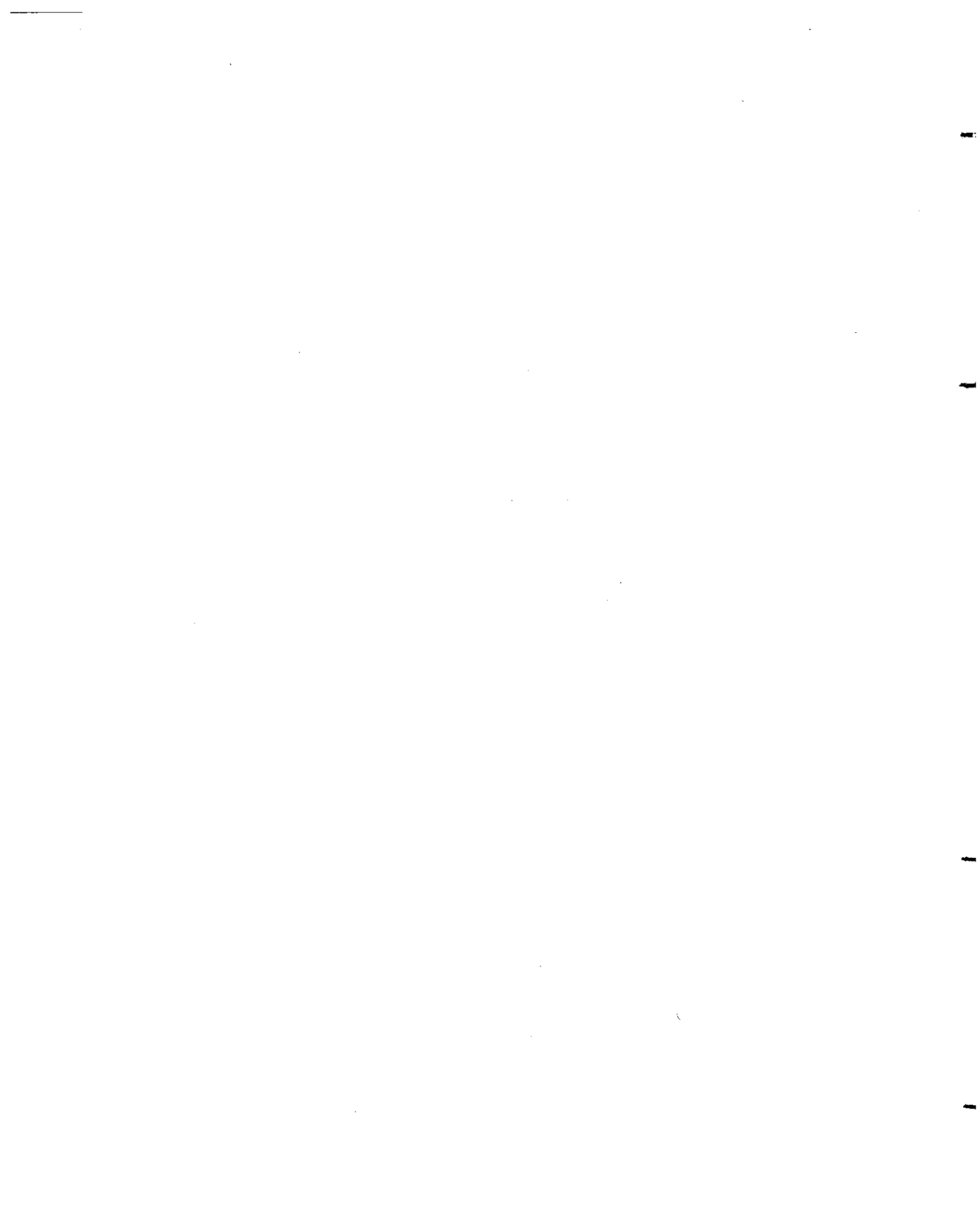
(25 Temmuz 1994)

(TÜSİAD-T/94, 7 - 170)

Meşrutiyet Cad No. 74 80050 Tepebaşı / İstanbul

Telefon: 212-249 19 29, 212-249 54 48, 212-249 08 95, 212- 249 07 23

Faks: 212-249 13 50



1993 yılında yaşanan hızlı ekonomik genişlemenin yaratmış olduğu makro ekonomik dengesizliklerin giderilmesi için bir dizi stabilizasyon kararlarının gerekeceği aynı yılın ortalarından itibaren iş dünyasında, akademik çevrelerde ve basında tartışılmaya başlandı. Nitekim, 1994 yılının ilk üç ayında gözlenen ve 1993 yılı dengesizliklerini taşınamaz hale getiren gelişmeler, Türk ekonomisini ciddi bir mali krizle karşı karşıya bırakınca, 5 Nisan 1994 kararlarının alınması gerekli hale geldi. Bu kararların en önemlisi olan, Türk lirasının yabancı paralar karşısındaki değer kaybı makro ekonomik dengesizliklerin tescili anlamını taşımaktadır.

TÜSİAD, 1993 yılında kaynak-harcama dengelerinin çok fazla bozulmuş olduğunu tesbit etmiş ve Ocak krizi gibi bir durumla karşılaşmadan gerekli önlemlerin alınmasını istemiştir. Örneğin, kamu kesiminin GSMH'nın % 16.3'ü kadar finansman gereği olması bir tarihsel rekordur. Bu oranın 4.2 puanı dış kaynaklardan, 12.1 puanı ise iç kaynaklardan sağlanmıştır. Yüzde 12.1 rakamı özel sektörden (şirketler ve hanehalkı olarak) kamuya aktarılan net kaynak transferini göstermektedir. Bu net kaynak transferi gönüllü tasarruflar için yüksek reel faiz, zorunlu tasarruflar için ise enflasyon mekanizmaları aracılığı ile gerçekleşmektedir. Bu durum, ayrıca, kamu kesiminin mali piyasalara yönelttiği fon talebindeki hakim konumuna işaret etmektedir.

Mali Kesimde Başlayan Kriz Reel Kesime de Yoğun Bir Şekilde Yansıdı !

Mali piyasalarda 1994 başlarında ortaya çıkan kriz yılın ikinci çeyreğinden itibaren reel kesimi de etkilemeye başladı. Sanayi sektöründe üretim ve kapasite kullanım oranı düşerken, stoklar arttı ve istihdamda da önemli düşüşler yaşandı.

Oniki aylık yüzde değişimler itibariyle Nisan ve Mayıs aylarında sanayi üretiminde sırasıyla % 8.1 ve % 13.6 gibi büyük çaplı düşüşler görüldü. Bir önceki yılın aynı ayı ile karşılaştırıldığında, Nisan ayından başlayarak düşme eğilimi gösteren kapasite kullanım oranı Mayıs ve Haziran aylarında % 60'lara indi.

GSMH büyüme hızı ilk dönemde 1993 yılının dinamiğinin sürüklemesi ile yüzde 3.5 gibi bir seviyede gerçekleşti. Ancak, ikinci çeyrekle birlikte büyüme hızının düşmesi beklenmektedir. Hükümet'in kur ve enflasyon hedefleri ile tutarlı olarak ve ekonomik büyümenin düzgün bir devresel hareket göstermesi varsayımı altında, TÜSİAD tarafından yapılan bir senaryoya göre, ikinci dönemde ekonomik durgunluğun etkisi ile büyüme hızının - % 6, üçüncü dönemde - % 4 ve son dönemde canlanma belirtilerinin görülmesiyle birlikte % 1 olarak gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Bu durumda, Türk ekonomisi 1994 yılında % 1.8 oranında daralacaktır. (Grafik 1) DPT tahminlerine göre ise 1994 büyüme hızı - % 1.6 olacaktır. Dolayısıyla, bu Kurumun da hesaplarını yılın son üç aylık döneminde gerçekleşmesi olası bir ekonomik canlanmaya dayandırdığı anlaşılmaktadır.

Döviz Kuru ve Enflasyonda Çifte İstikrar mı?

Hükümetin IMF ile yaptığı Stand-by anlaşması çerçevesinde yıl sonu itibariyle, dolar kuru, zımni olarak 38,000 TL düzeyinde hedeflenmiş bulunmaktadır. Bu hedef yılın geri kalan altı aylık dönemi için % 19.5'lik bir kur artışını göstermektedir. Hükümet çevrelerinde telaffuz edilen ikinci altı aylık enflasyon rakamı da aynı orandadır. Yıl sonuna kadar fiyat ve kur artışlarının öngörülen düzeylerde seyretmesi, fiyatların ve TL'nin değerinin istikrara kavuşacağı anlamına gelmektedir. Bilindiği gibi 5 Nisan kararlarının ertesinde enflasyon ve devalüasyon oranlarında büyük sıçramalar ve dalgalanmalar ortaya çıktı ve TL, Dolar karşısında Nisan ayında % 51 değer kaybetti. Ancak, vadeli TL mevduat faizlerinin yükseltilmesi ve spekülasyon talebinin durmasıyla TL, Mayıs ve Haziran aylarında Dolar karşısında sırasıyla % 5 ve % 1.8 oranlarında değer kazandı. Benzer biçimde, Toptan Eşya Fiyat Endeksi'ndeki aylık artış oranları da, Nisan ayında % 33'e yükseldikten sonra Mayıs ayında % 9'a ve Haziran ayında % 1.9'a indi. Fiyat ve kurlardaki hareketin Hükümet hedeflerine paralel seyretmesi durumunda 1994 yıl sonu itibariyle enflasyon oranı % 126, dolar kuru artış hızı ise % 162 olacaktır. (Grafik 2)

Reel Devalüasyon Etkisinin Güç Kaybederek Sürmesi Olasılığı

Dolar kuru artış hızının enflasyon oranının üzerinde seyretmesi TL'nin dolar karşısında reel olarak değer kaybetmesi anlamına gelmektedir. Türk Lirası 1993 ortalarından itibaren Dolar karşısında reel olarak değer kaybetmeye başlamış, Ocak ayında başlayan krizle birlikte bu kayıp daha da hızlanmıştır. 1993'ün Nisan ayından 1994'ün aynı ayına kadar geçen dönemde, reel olarak yaklaşık % 33 değer kaybeden Türk Lirası Mayıs ve Haziran aylarında reel olarak yaklaşık % 19 değer kazanmıştır. Yıl sonuna kadar enflasyon ve devalüasyon oranlarının paralel gitmesi durumunda, yılın ilk dört ayında ortaya çıkan reel devalüasyon etkisi sürecektir. (Grafik 3)

Para ve Döviz Piyasalarında Göreli İstikrar

5 Nisan kararlarının ertesinde çeşitli mali göstergelerdeki kötüye gidişin durduğu dikkati çekmektedir. Faiz ve kurların yukarı çekilmesi ve ekonomik faaliyetlerin yavaşlamasıyla kamu kesimi açığı ve dış açıkta da düzelmeler sağlandı.

TCMB net dış varlıkları ve net döviz pozisyonundaki bozulma durdu. Net dış varlıklar Şubat ayından itibaren negatife geçtikten sonra dış yükümlülüklerdeki azalmayla birlikte Nisan ayından bu yana yükselmeye başladı.

TCMB'nın kamuya açılan nakit kredilerinde yıl başında başlayan yükselme Mart ortalarından itibaren 200 trilyon civarında stabilize olduktan sonra Haziran'da göreceli bir azalma gösterdi.

Çeşitli para arzı göstergelerindeki dalgalanmalar stabilize oldu. Emisyondaki stabilizasyona bağlı olarak Merkez Bankası parası ve M1 para arzında istikrar sağlandı. M2Y'de de DTH'lardaki

azalışa bağılı olarak stabilizasyon sağılandı. Buna karşılık vadeli TL mevduat faizlerinin yükseltilmesi ve mudilere sağılanan yüzde 100 mevduat sigorta imkanının da etkisi ile para ikamesinin tersine dönmesi sonucu DTH'lar azalırken, vadeli TL mevduatlarındaki artış M2'yi artırdı. (Grafik 4, 5)

Dış ticaret dengesinde, ithalatın azalmasından kaynaklanan kısmi bir düzelme görüldü. Ocak-Mayıs döneminde, 1993'ün aynı dönemi ile karşılaştırıldığında ihracat aynı düzeyde kalırken ithalatın % 20 gerilemesi dış ticaret açığını % 45 azalttı. (Grafik 6) Dış ticaret açığındaki daralma ödemeler dengesini de olumlu etkiledi. 1993 yılı Ocak - Nisan döneminde ödemeler dengesi açığı 1,879 milyon \$ iken, 1994 yılının aynı döneminde açık 778 milyon \$ olarak gerçekleşti. (Grafik 7) Önümüzdeki dönemde TL'nin reel değer kaybının ithalatı caydırıcı etkisinin devam etmesi ve dış ticaret açığındaki düzelmenin sürmesi beklenmektedir.

Hükümetin yıl başındaki spekülâtif ve ticari bankaların döviz pozisyonlarını kapatmaya yönelik döviz talebine Merkez Bankası'ndan döviz satarak müdahale etmesi, TCMB döviz rezervlerinde 3 milyar dolarlık bir erimeye yol açtı. Devalüasyon sonrası döviz kurlarının stabilize olmasının ardından rezervlerdeki erime durdu ve daha sonra yeniden yükselmeye başladı. Böylece Merkez Bankası döviz rezervleri yaklaşık son üç aylık dönemde 1 milyar dolar civarında artış gösterdi. (Grafik 8)

5 Nisan kararlarının en önemli hedeflerinden biri olan bütçe açığının azaltılması hedefi gerçekleştirildi. Nisan ve Mayıs aylarında sağılanan gelişmelerle bütçe dengesi için öngörülen üç aylık hedefin gerçekleştirilebilmesi olanaklı hale geldi. Konsolide Bütçe açığı Nisan ayında önemli ölçüde azaldıktan sonra Mayıs ayında fazla verdi. Ancak bu bütçe fazlası tarihsel ve mevsimsel olarak daha önceki yıllarda da görülmüştü. (Grafik 9)

Bütçe performansı, Net Aktif ve Ekonomik Denge vergilerinin bir defaya mahsus olarak getirdiği ek gelirlerden ve büyük ölçüde kamu ödemelerinin durdurulmasına bağılı olarak daralan harcamalardan kaynaklanmaktadır. Bu durum bütçenin gelir ve harcama kalemlerinde yapısal bir uyarlanmadan ziyade konjonktürel bir iyileşmeyi ifade etmektedir.

Yüksek Pozitif Reel Faiz ve Negatif Büyüme Dayalı Kararsız Denge

Yukarda söz edilen gelişmeler bir yandan milli gelirden geçmiş yıllarda görülmemiş boyutta azalma, diğer yandan gerek Hazine'nin gerek özel ticari bankaların uyguladıkları çok yüksek nominal ve reel faizler ile sağılanabildi.

Vade tercihlerini kısa tutan özel ticari bankaların 3 ve 6 aylık vadeler için uyguladıkları faiz oranlarını nominal olarak % 150'lere çıkarması reel faizleri yeniden pozitif hale getirdi. 12.5.94 tarihli ihalede % 224 faiz veren ve bu tarihten sonra 1 yıllık borçlanma yapmayan Hazine, fon ihtiyacını 3 aylık ihalelerle karşılamaya çalışarak nominal bazda bileşik yıllık % 406'lık rekor faiz oranları ile yeniden iç piyasalardan borçlanmaya başladı.

Uygulanan yüksek faizler aynı zamanda döviz kurlarında istikrara da yol açmıştır. Dolar kurunda oynaklık azalırken, alış-satış arasındaki marj gitgide kapanmıştır. (Grafik 10)

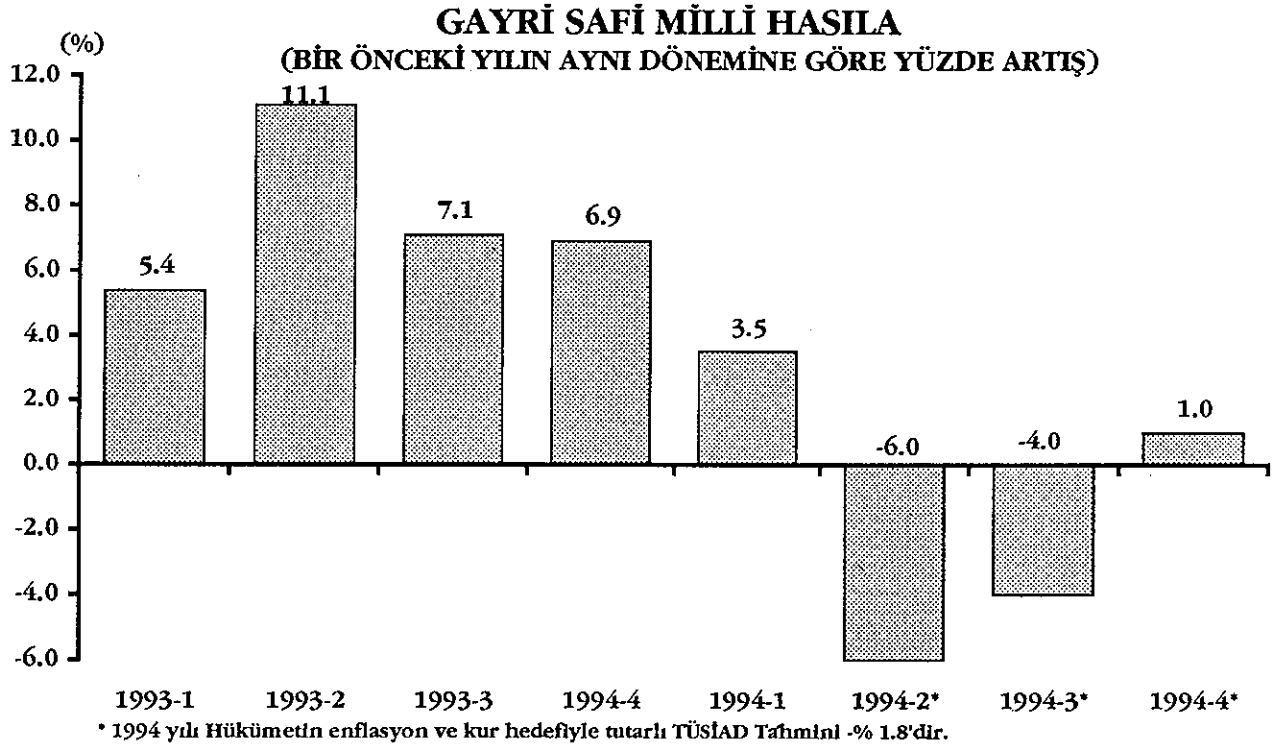
Mali piyasalarda sağlanan kısmi stabilizasyon ortamından yararlanarak 3 aylık ihalelerde uyguladığı faiz oranını düşürmeye çalışan Hazine, bileşik yıllık % 406 şok faizli borçlanmasının ardından, gelen tekliflerin sadece küçük bir bölümünü (% 25'ini) karşılayarak faiz oranını % 100'lere kadar çekti. (Grafik 11)

Hazine önümüzdeki Ağustos ve Eylül aylarında yüklü iç borç geri ödemesi yapacaktır. Hazine ve bankaların dış borç geri ödeme yükümlülükleri birleştiğinde bu durumun piyasadaki fon talebini ciddi biçimde arttıracığı düşünülmektedir. Özellikle Eylül ayında arka arkaya gelen iç borç itfalarının gerçekleşebilmesi için Hazine'nin yeniden yüksek faiz vererek yurtiçi piyasalardan borçlanması bir olasılıktır. Bu duruma rağmen döviz kurlarında yeniden yukarı doğru hareketlenme yaratma olasılığı hükümete duyulan güvene ve spekülatif bir baskının ortaya çıkıp çıkmayacağına bağlıdır. Hazine reel faizleri yeteri kadar yukarı çekerek böyle bir spekülatif yönelimi engelleyebilir. Ancak, faizlerdeki yükselme reel sektörü olumsuz etkileyecek ve büyüme hızını daha da aşağı çekici bir rol oynayacaktır. (Grafik 12)

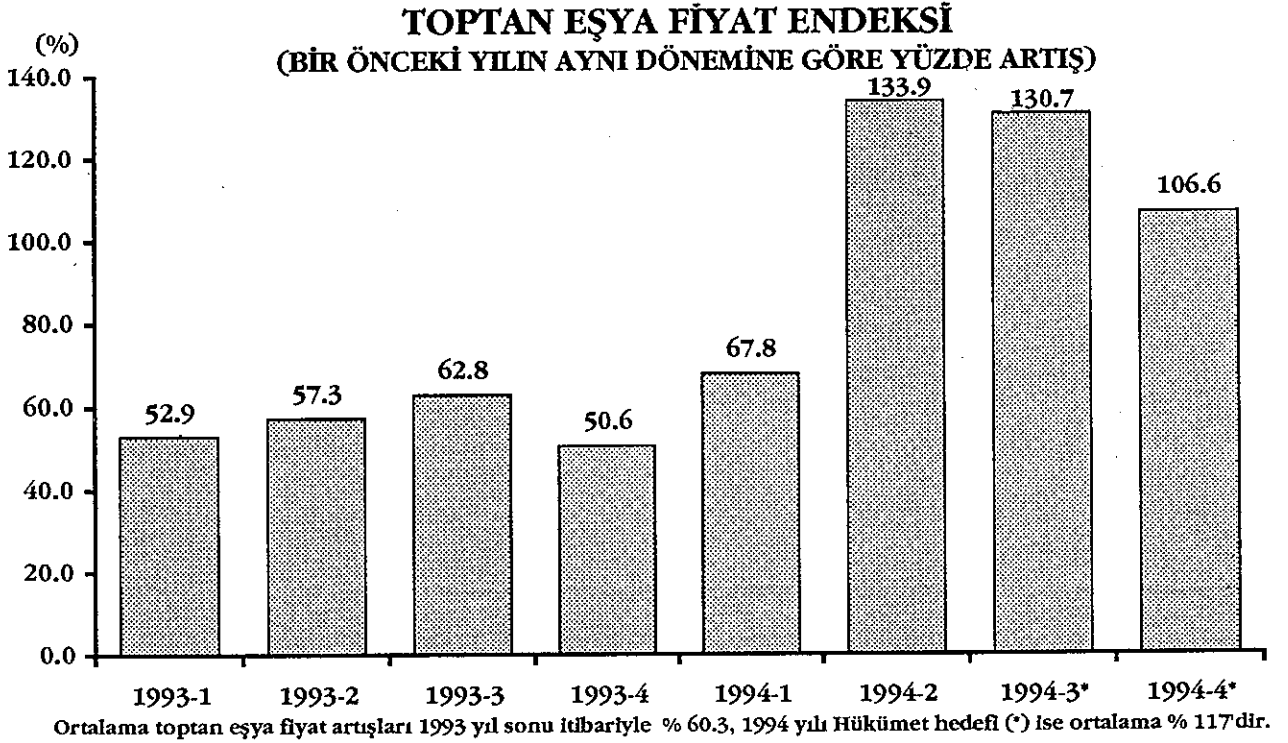
Nitekim 3 aydan uzun vadede borçlanma sıkıntısı çeken Hazine TEFE + % 6 reel faiz ile vadeyi bir yıla uzatarak Ağustos ve Eylül aylarındaki Hazine borçlarını bir yıla yaymayı hedeflemektedir. Ancak ilk satışlara mali piyasalarda gönüllü olarak itibar edilmemesi, uygulanan politikalara güvenin henüz tümüyle oluşmadığını göstermektedir. Bankacılık kesimi ufku bir yıl ileriye uzatmak için henüz zamanın erken olduğu kanısındadır. Nitekim, IMF ile yapılan anlaşmanın Haziran hedefleri bağlayıcı olmayıp asıl Eylül hedefleri performans kriterlerini oluşturmaktadır.

Uygulanan istikrar politikalarına güvenin tesisi ancak bu politikaların orta vadeli bir istikrar + yapısal uyum programı çerçevesinde ele alınmasıyla mümkündür.

GRAFİK 1

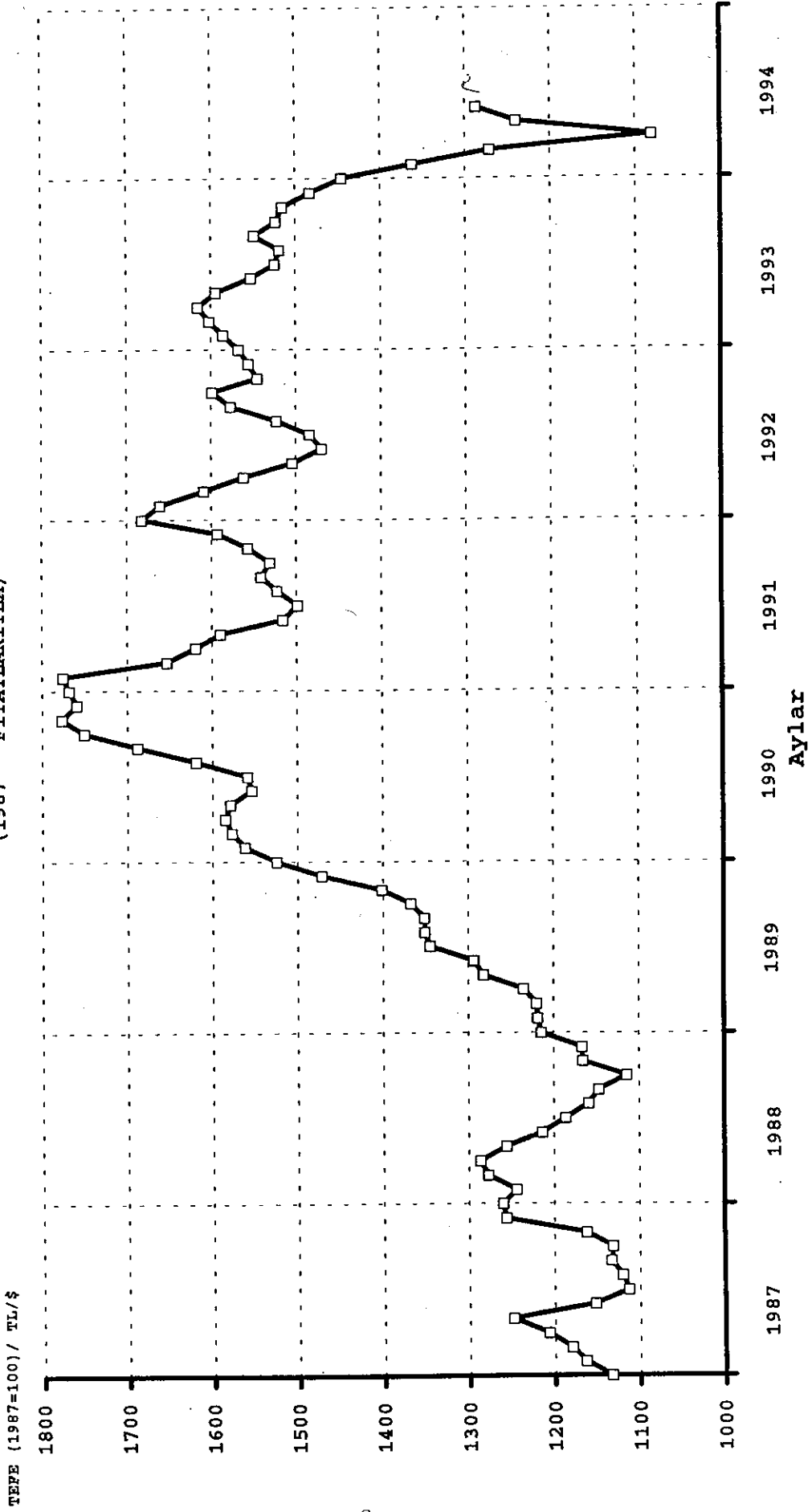


GRAFİK 2



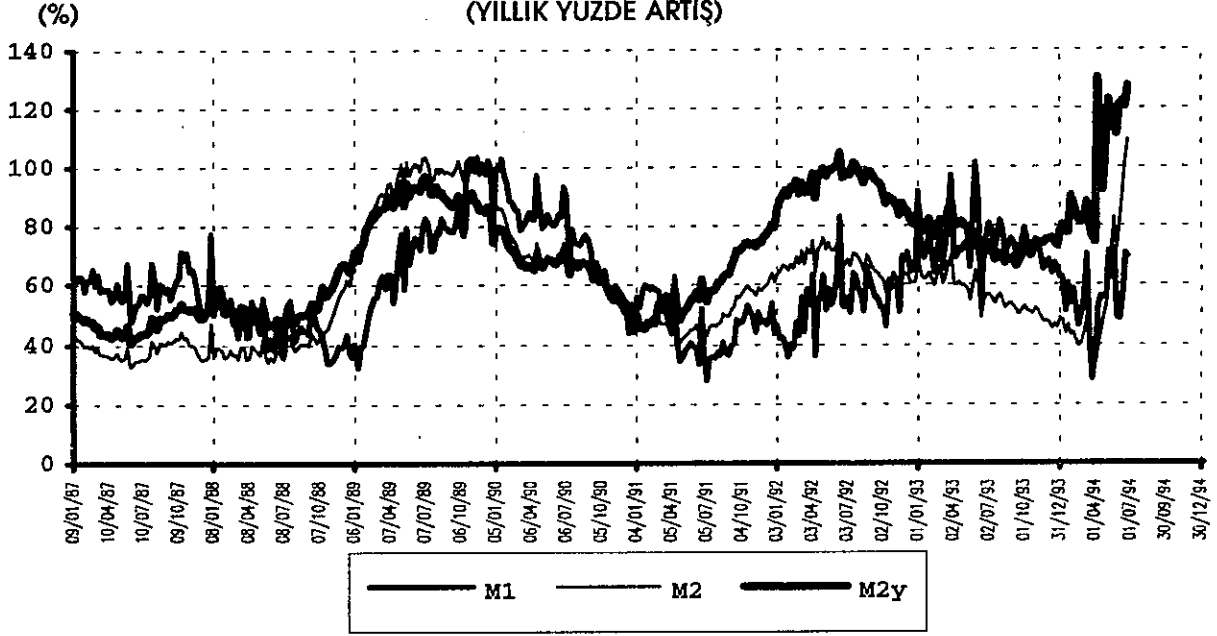
GRAFİK 3

REEL DÖVİZ KURUNDAKİ GELİŞMELER (1987 FİYATLARIYLA)



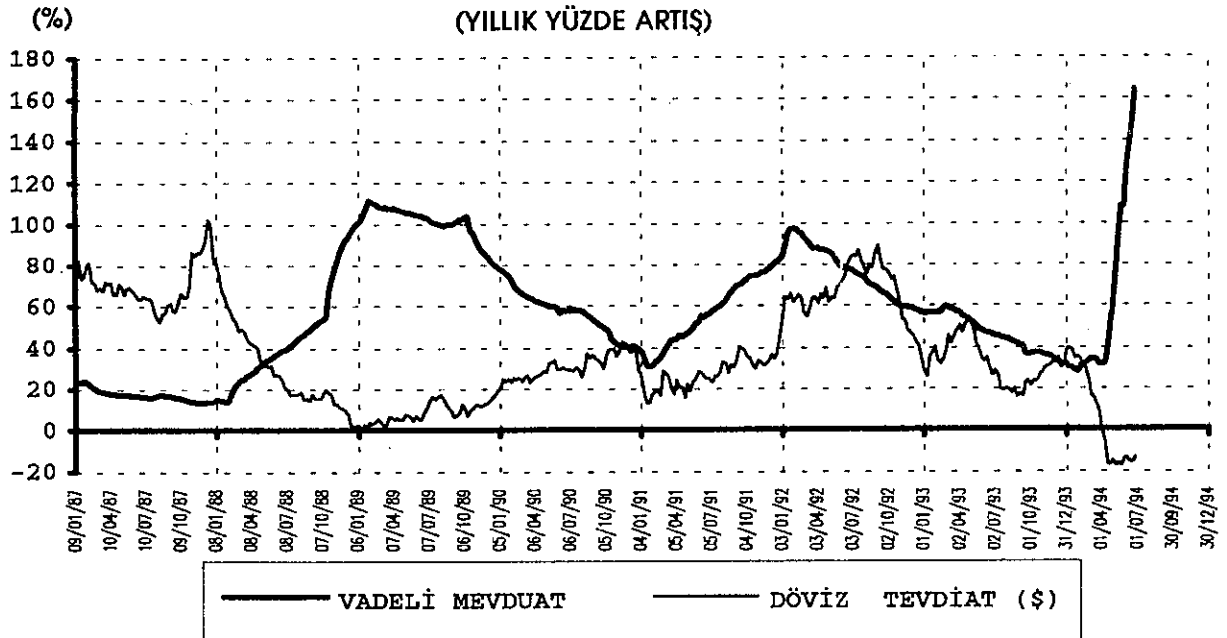
GRAFİK 4

PARA ARZLARINDAKİ GELİŞMELER
(YILLIK YÜZDE ARTIŞ)



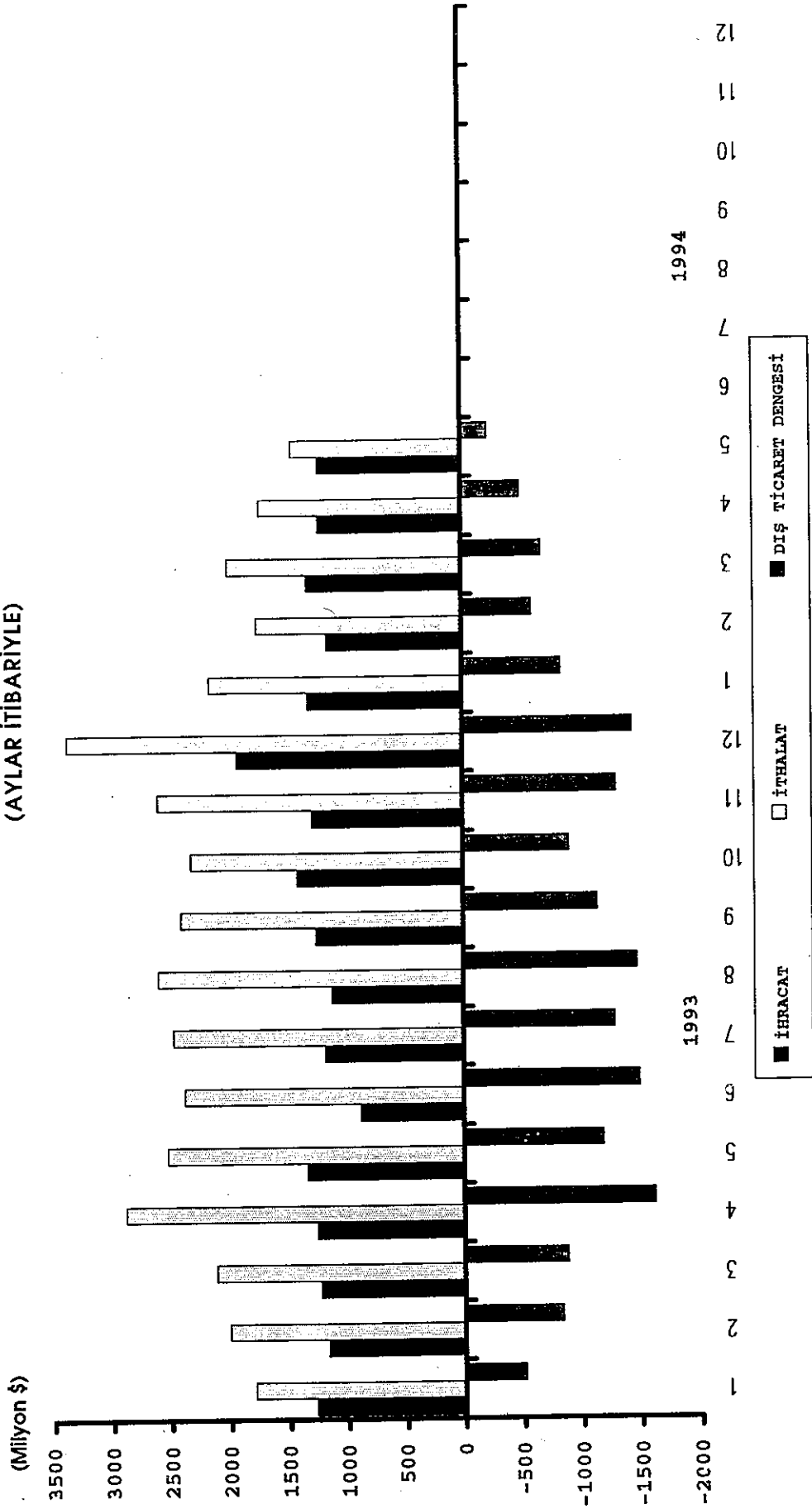
GRAFİK 5

VADELİ MEVDUAT VE DTH'LARDAKİ GELİŞMELER
(YILLIK YÜZDE ARTIŞ)



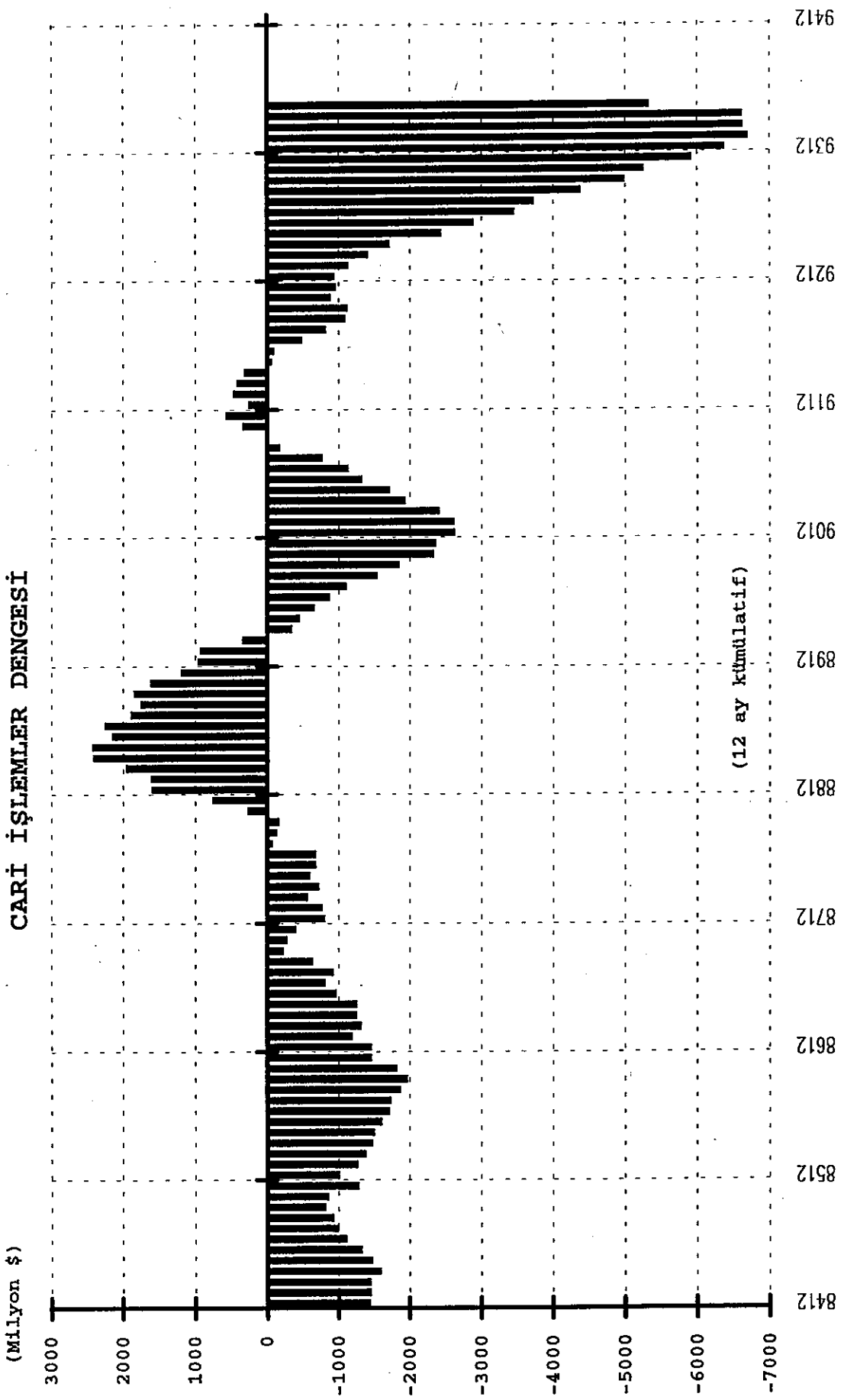
GRAFİK 6

DIŞ TİCARET DENGESİ
(AYLAR İTİBARIYLA)



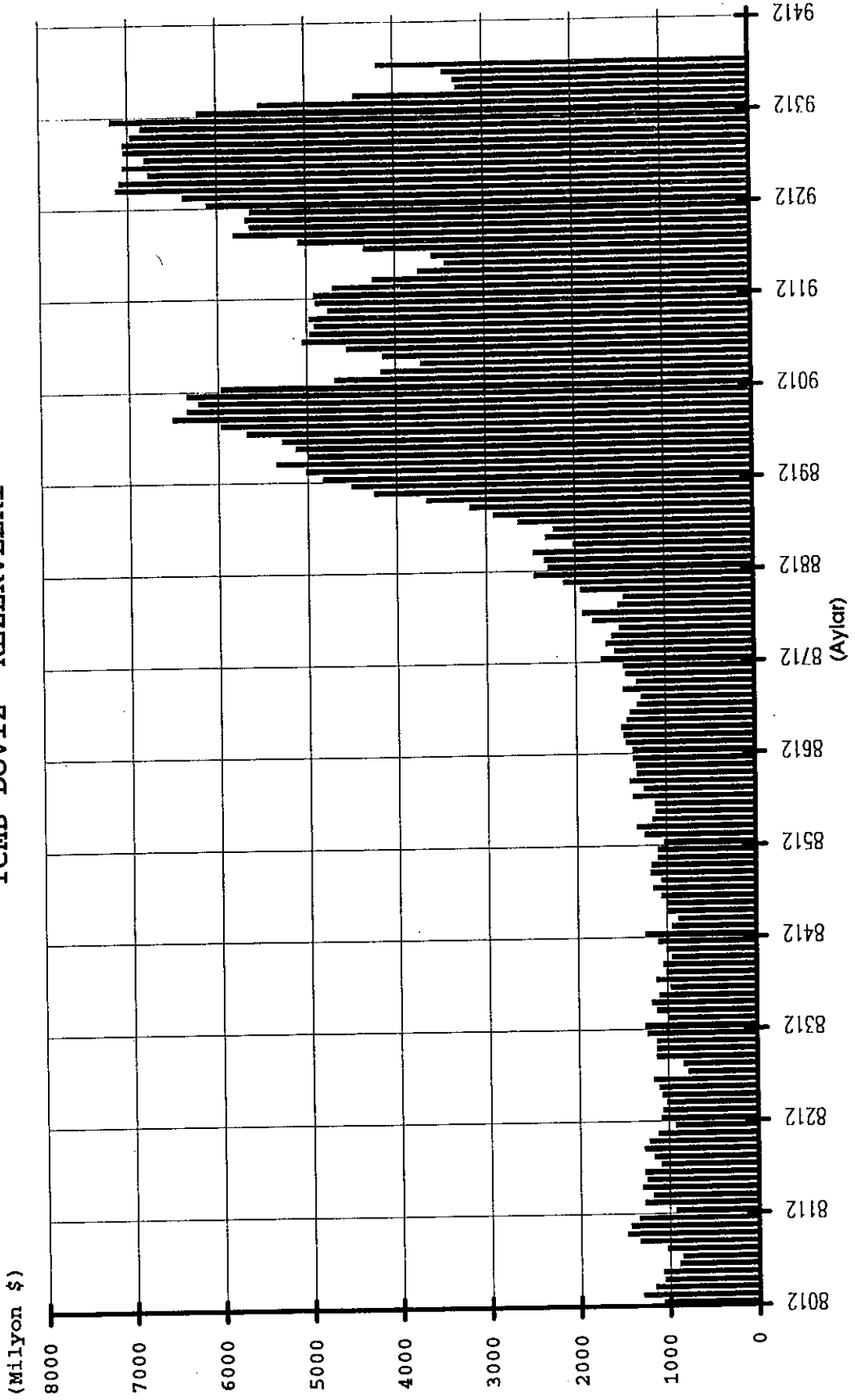
GRAFİK 7

CARİ İŞLEMLER DENGESİ



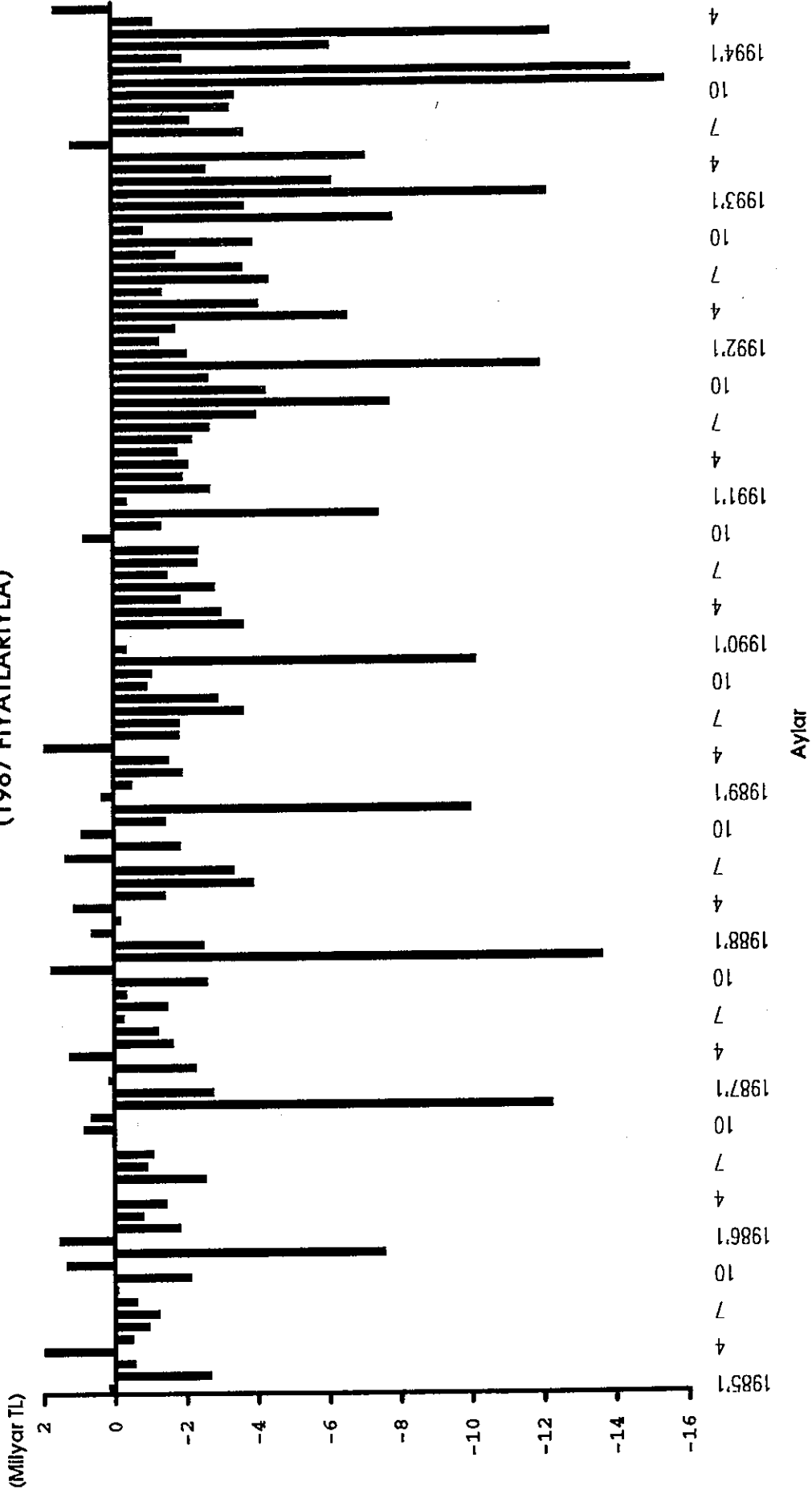
GRAFİK 8

TCMB DÖVİZ REZERVLERİ



GRAFİK 9

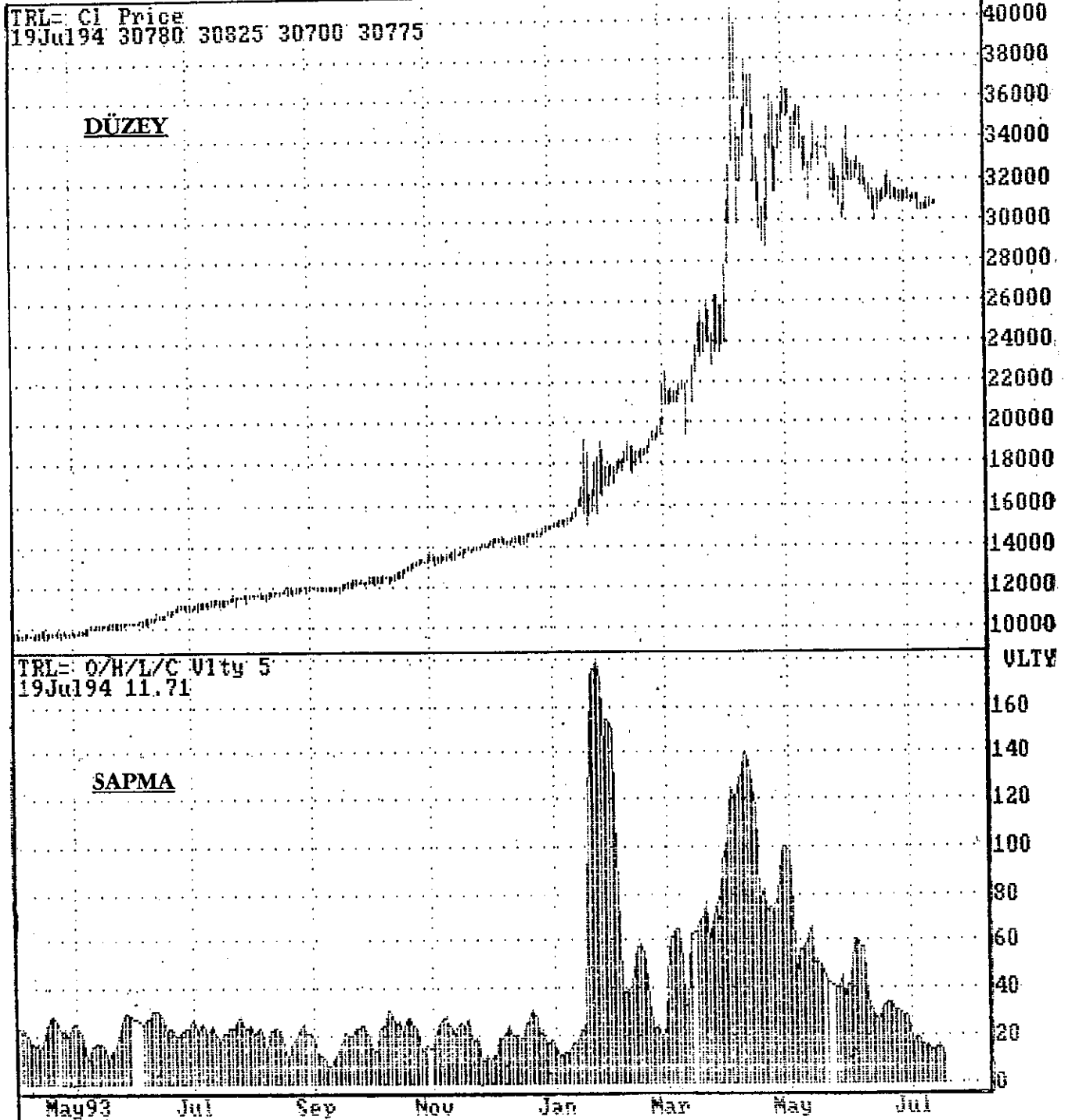
KONSOLİDE BÜTÇE DENGESİ
(1987 FİYATLARIYLA)



GRAFİK 10

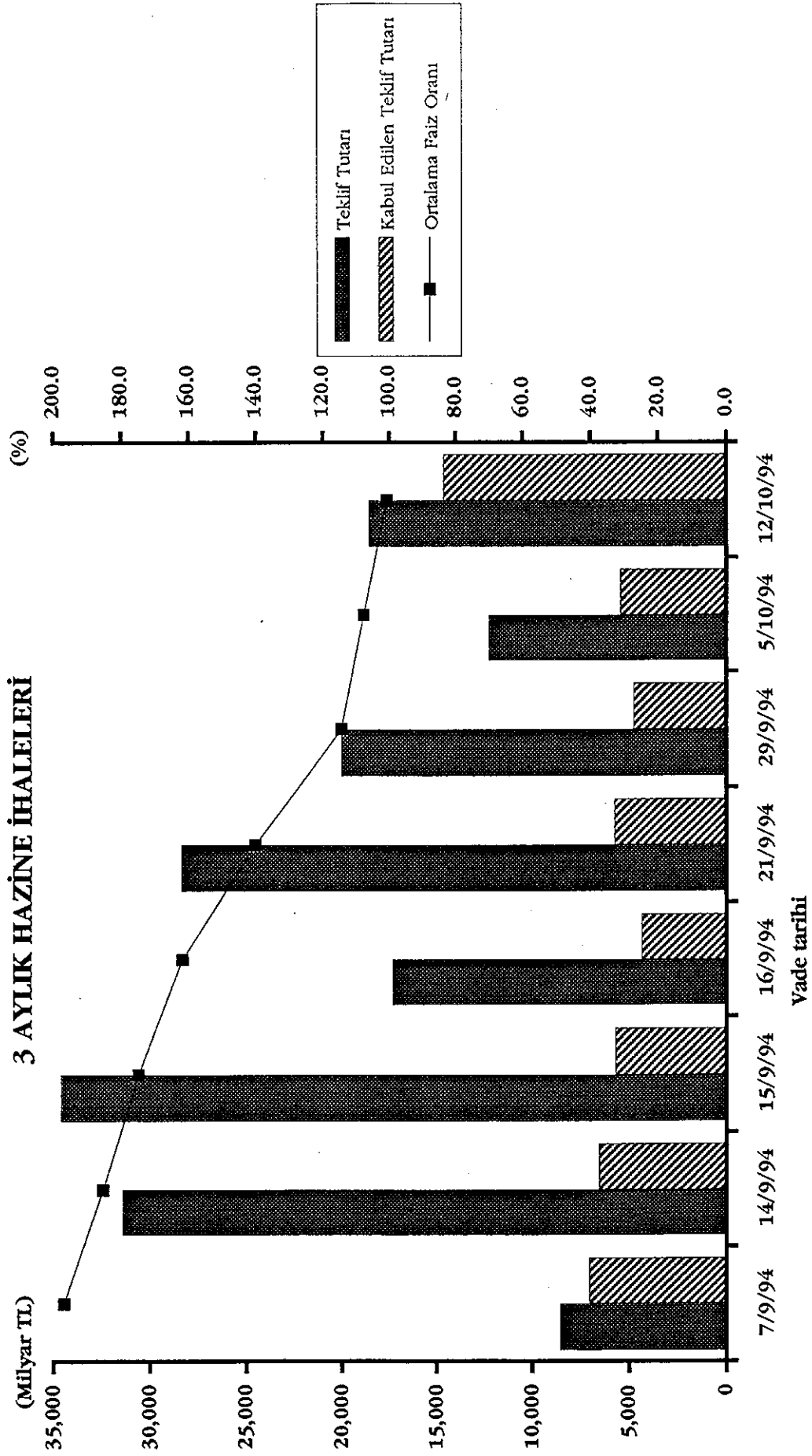
TL/\$ NOMİNAL DÖVİZ KURU
(GÜNLÜK VERİLER)

TRL= OpHiLoCl Bar (Daily) (/ USD)



GRAFİK 11

3 AYLIK HAZİNE İHALELERİ



GRAFİK 12

İÇ BORÇ GERİ ÖDEMELERİ

