

**1** HES'lere karşı çıkmak hiç akıllıca değil**1** Euro Bölgesi problemlidir de, diğerleri değil mi?**2** Bütçe şimdilik iyi gidiyor**3** Üretim ve tüketim zayıf**3** Enflasyonda sıçrama**SAYI: 02/10**

- Turkish Yatırım Araştırma Birimi tarafından her ay yayınlanır.
- Baskıya giriş tarihi: 22.02.2010
- Sahibi ve Yazı İşleri Müdürü:  
Turkish Bank A.Ş. adına Tuğrul Belli
- Yazışma Adresi:  
Ekonomik Rapor,  
Turkish Bank A.Ş.,  
Vali Konağı Cad., no:1,  
Nişantaşı, İstanbul 34371
- tel: 212- 373 6373
- e-mail: [rapor@turkishbank.com](mailto: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

### SULAR BOŞA AKMASIN!

Geçenlerde, benim de 27 yıldır köşe yazısı yazdığım Hürriyet'te önemli bir yazar arkadaşımız Doğu Karadeniz bölgesinde hidroelektrik santral (bunlara kısaca HES deniyor) inşasına karşı çıkan bir yazı yazdı. Yazarımıza göre herhangi bir akarsu üstüne HES kurulması isteyenlerin ileri sürdükleri "sular boş akmıyor" gerekçesi yanlışmış. Yazarımız M.Y. Yılmaz "bu sular HES taraftarlarının dediği gibi boş akmıyor" diyor ve şöyle devam ediyordu: "Çünkü yarım kilo pirinç üretmek için 950 ila 2500 litre su gerekiyor, 125 gramlık bir köfte elde etmek için ineği beslemeye yetecek tahılı yetiştirmeye 11400 litre su gerekiyor. Kuruttuğumuz her dere yatağı, her göl geleceğimizi tehlikeye atıyor". (Yazının bu bölümünü aynen aldım. Hiçbir teknik doğrulama yapmadım.)

Hayretle okudum. Çünkü HES, elektrik üretirken su tüketmez. Barajda toplanan su, yukardan aşağı düşerken türbini çevirir, üzerindeki kinetik enerjiyi, elektrik enerjisine dönüştürüp bir gram eksilmeden tekrar dere yatağından akmaya devam eder. Şimdi eğer Türkiye'de hidroelektrik santrallere karşı çıkanlar, bu santrallerin suyu yutup bitirdiğini sanıyorlarsa bu yanlış bilginin derhal ilgililerce düzeltilmesi lazımdır.

Gerek sulama barajları, gerekse hem sulamaya yarayan hem de esas olarak elektrik üreten HES'ler bir ekonomi için en yararlı yatırımlardır. Elektrik enerjisi olmadan iktisadi kalkınma olmaz. Halkın refahı artmaz.

Bir zamanlar komünist ülkelerin iktisatçıları, enerjinin önemini vurgulamak için "sosyalizm, elektrik demektir" derlerdi. Anlaşılan, bir rahmet istediler!

## Sui Generis

Tuğrul Belli

### YUNANİSTAN EURO'YU SALLAR AMA YIKMAZ!

Kaç zamandır Yunanistan'ın bütçe rakamları ile ilgili sorunlar olduğu konuşulmaya başlanmıştı. En sonunda, 2009 yılındaki gerçek bütçe açığının %12.7 olduğunun resmi kanallardan ilan edilmesiyle, ülkenin risk algılanması iyice arttı, ülke tahvillerinin sigorta primleri (CDS'ler) rekor seviyelere yükseldi ve borçları ile ilgili moratoryum tehlikesi baş gösterdi. Bu gelişmeler üzerine Yunanistan Hükümeti (IMF seçeneğini onur kırıcı olarak görerek) doğrudan AB'den finansal destek talebinde bulundu. Şartları tam olarak belli olmamakla birlikte AB'nin 25 milyar euro civarında bir yardımda bulunması gündemde. Bu arada, gözler "euro" bölgesinin diğer yüksek borçlu ülkeleri Portekiz, İspanya, İrlanda ve İtalya'ya çevrildi. Bütün bu gelişmeler ise son 2.5 ayda euro'nun %10'a yakın değer kaybetmesine sebep oldu. Ancak bu krizin "euro birliği"ni dağıtacağı şeklindeki değerlendirmeler oldukça abartılı. Konuyla ilgili doğru bilinen yanlışları madde madde sıralarsak:

1-Yunanistan'ın durumu AB ülkeleri için sürpriz oldu. – Yanlış. Yunanistan'ın "euro" sonrası makroekonomik performansının sürdürülebilir olmadığı çoktan belliydi. Yunanistan'ın para birliği öncesi parasını sabitlediği 2000 yılından 2008 yılı sonuna kadarki dönemde ortalama ola-

devamı sayfa 4'de

• • • • •

• • • • •

• • • • •

## Bütçe ve Kamu Finansmanı

### Bütçe (şimdilik) iyi gidiyor

◆ Yılım ilk ayıyla ilgili bütçe rakamları olumlu gözüküyor. Her ne kadar harcamalarda %20.5 gibi oldukça yüksek bir artış söz konusu ise de, artışın büyük ağırlığının faiz harcamalarından kaynaklandığı görülmekte. Faiz dışı harcamalardaki artış ise %10.3.

◆ Özellikle geçen sene %30 gibi çok yüksek bir artış gösteren ve bütçenin en büyük gider kalemini temsil eden “cari

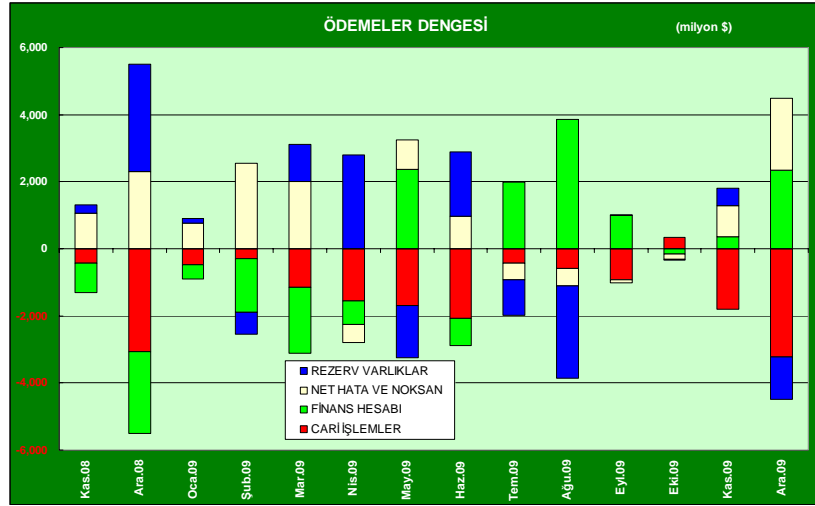
MERKEZİ YÖNETİM BÜTÇESİ	2009 Ocak	2010 Ocak	Artış
<b>Harcamalar</b>	<b>18,796,137</b>	<b>22,646,205</b>	<b>20.5%</b>
<b>1-Faiz Hariç Harcama</b>	<b>15,013,225</b>	<b>16,556,697</b>	<b>10.3%</b>
Personel Giderleri	5,645,861	6,320,943	12.0%
Sosyal Gv.Kur. Devlet Primi	690,614	1,037,678	50.3%
Mal ve Hizmet Alımları	1,096,313	735,454	-32.9%
Cari Transferler	7,166,408	7,950,072	10.9%
Sermaye Giderleri	8,684	34,902	301.9%
Sermaye Transferleri	80,300	37,656	-53.1%
Borç Verme	325,045	439,992	35.4%
<b>2-Faiz Harcamaları</b>	<b>3,782,912</b>	<b>6,089,508</b>	<b>61.0%</b>
<b>Gelirler</b>	<b>15,829,508</b>	<b>19,525,041</b>	<b>23.3%</b>
<b>1-Genel Bütçe Gelirleri</b>	<b>15,572,729</b>	<b>19,259,015</b>	<b>23.7%</b>
Vergi Gelirleri	13,825,041	17,304,433	25.2%
Teşebbüs ve Mülkiyet Gelirleri	490,533	569,200	16.0%
Alınan Bağış ve Yardımlar ile Özel Ge	37,660	41,397	9.9%
Faizler, Paylar ve Cezalar	1,199,479	1,323,921	10.4%
Sermaye Gelirleri	13,257	16,944	27.8%
Alacaklardan Tahsilat	6,759	3,120	-53.1%
<b>2-Özel Bütçeli İdarelerin Öz Gelirleri</b>	<b>164,390</b>	<b>175,513</b>	<b>6.8%</b>
<b>3-Düzen. ve Denet. Kurumların Gelirleri</b>	<b>92,389</b>	<b>90,513</b>	<b>-2.0%</b>
<b>Bütçe Dengesi</b>	<b>-2,966,629</b>	<b>-3,121,164</b>	<b>5.2%</b>
<b>Faiz Dışı Denge</b>	<b>816,283</b>	<b>2,968,344</b>	<b>263.6%</b>

transferler”deki artış bu ay sadece %10.9 olarak gerçekleşmiş. Ağırlıklı olarak sosyal güvenlik açıklarından oluşan bu kaleminde Aralık ayında da %1.2 azalış görülmüştü.

◆ SSK primlerinde görülen artış ise büyük ölçüde canlandırma paketi içinde yer alan yeni istihdamlarda sigorta primlerinin devlet tarafından karşılanmasının bir neticesi.

◆ Geçen ay olduğu gibi, bu ay da vergi gelirlerinde ciddi boyutlu (%25) bir artış söz konusu.

◆ Vergi gelirlerinin alt kalemlerine baktığımızda en yüksek

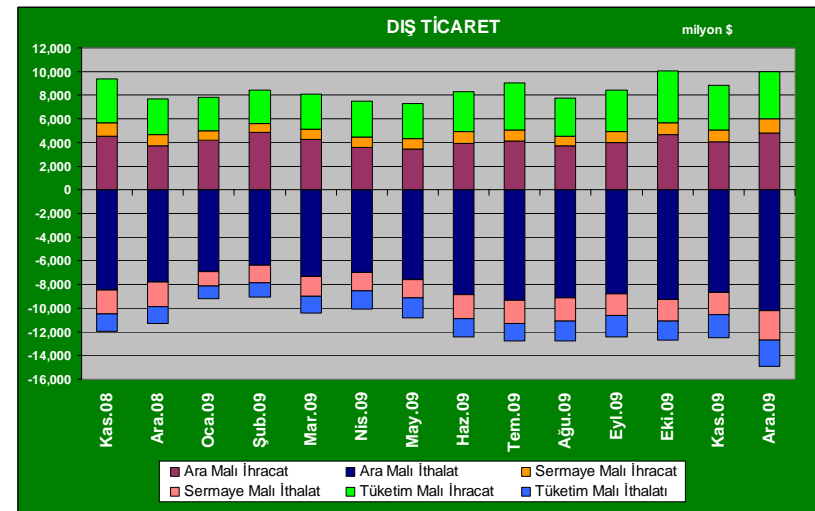


artışların motorlu taşıtlar vergisi (%29.7), ÖTV ve dahilde ve ithalde alınan KDV’de olduğu görülmekte. MTV artışı araç parkında meydana gelen artışın ve MTV zamlarının bir sonucu. İthalat KDV’ si Ocak’ta yüksek oranlı bir ithalat artışına işaret ediyor. ÖTV ise akaryakıt fiyatları ve vergi artışlarından kaynaklanıyor.

◆ Ancak önümüzdeki aylarda 2010’un tümü için 25 milyar TL

olarak öngörülen “mal ve hizmet alımları” ve 19 milyar TL olarak öngörülen “sermaye giderleri” devreye girdiği zaman, bütçe performansında nisbi bir kötüleşme olması kaçınılmaz.

◆ Hazine Ocak ve Şubat aylarında oldukça yüklü itfalar gerçekleştirdi. Ocak’ta toplam iç borç servisi 19.5 milyar olurken, borçlanma 20 milyar TL oldu. Şubat’ta ise iç borç servisi 20.5 milyar, borçlanma ise sadece 15.7 milyar oldu. Şubat’ta borçlanmanın planlanandan 5 milyar TL kadar daha az gerçekleştirilmesi, hem piyasada para bırakmış oldu, hem de nakit açığının düşük olduğu sinyalini verdi.



## Ödemeler Dengesi ve Dış Ticaret

◆ Aralık ayında beklendiği gibi hem ihracatta, hem de ithalatta 2008 Aralık'ına göre %30 civarında artış kaydedildi. (Böylece tüm sene ihracatı %22.6 azalışla 102.1 milyar dolar, ithalatı ise %30 azalışla 140.8 milyar dolar olarak gerçekleşti.) AB ekonomilerinin henüz toparlanamadıkları dikkate alındığında özellikle ihracat artışı oldukça ümit verici oldu.

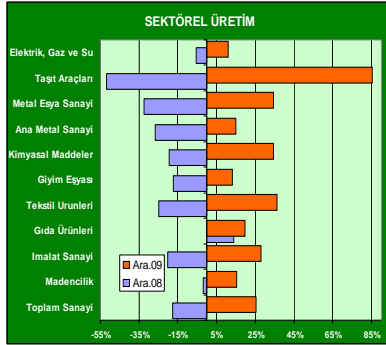
◆ TİM verilerine göre ihracat artışı devam etmekte. Ocak'ta %12.5 artan ihracat, Şubat'ın ilk 20 gününde %25 artış gösterdi.

◆ 3.2 milyar dolar olan son ay cari açığı senelik açığı 13.9 milyar dolara taşıdı. Böylece cari açığın milli hasılaya oranı %2.2 civarında gerçekleşmiş oldu. 2008'de bu oran %5.8 olmuştu.

## Üretim ve Büyüme

### İhracat-dışı üretim zayıf

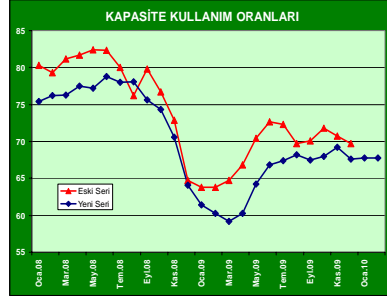
◆ Sanayi üretim endeksi, 2009 yılı Aralık ayında 2008 yılı Aralık ayına göre %25,2, bir önceki aya göre ise %8,7 arttı. Ancak mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış endekste artış bir önceki aya göre çok sınırlı kaldı. (%0.7)



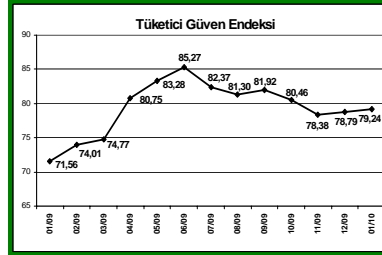
◆ Grafikten de görüldüğü gibi lokomotif sektör neredeyse tamamı ihracat üretimi olan otomotiv sektörü.

◆ Kapasite kullanım oranları

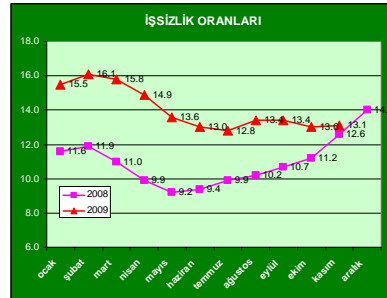
bu sene başından itibaren TCMB tarafından yayınlanmaya başlandı. Yeni seriler daha önce TÜİK tarafından yayınlanan serilerden biraz farklı. Örneğin artık KKO'ları mal grupları ve sektörler bazında değerlendirmek mümkün. Öte yandan, grafikten de görüldüğü gibi aylar arasındaki oynaklığı azalmış olan yeni seriye göre neredeyse geçen Haziran'dan beri kapasite kullanımı değişmemiş.



◆ Tüketici güven endeksi de üretimdeki durgunluğu teyit eder şekilde zayıf seyretmekte.



◆ Öte yandan durgunluğa rağmen işsizlik oranında fazla bir artış yok. Ancak detaylara bakıldığında bu düşüşün tamamen işgücüne katılma oranındaki azalmadan kaynaklandığı görülüyor. Aslında Kasım'da toplam istihdam azalması 278 bin kişi.



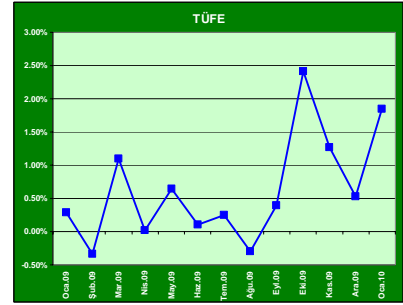
◆ İşsizlik oranları ile ilgili diğer tartışmalı bir konu da oranın

hesaplamasında kullanılan adrese dayalı nüfus rakamları. Bu yöntem göre 2009 sonu itibarıyla Türkiye nüfusu 72.5 milyon. Gerçek nüfusun ise 76 milyonun üstünde olduğu tahmin ediliyor. İstihdam sayısını doğru kabul edersek gerçek işsizlik oranının en az %18 olması gerekiyor.

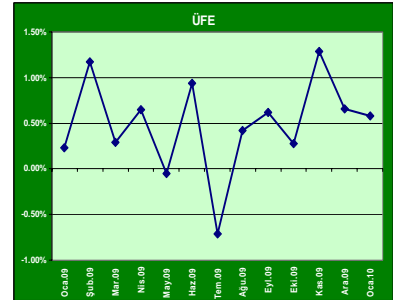
## Enflasyon

### Enflasyonda sıçrama

◆ Ocak ayında TÜFE %1.85, ÜFE ise %0.58 arttı. Son 12 aylık enflasyon TÜFE'de %8.19, ÜFE'de ise %6.30 oldu.



◆ Grafikten de görüldüğü gibi geçen senenin ilk 2 ayında TÜFE çok düşük seyretilmişti. Bu baz etkisine bir de sene başında yapılan ÖTV artışları eklenince yıllık enflasyon %1.7 artış göstermiş oldu.



◆ En yüksek artış ÖTV artışının yaşandığı "alkollü içecekler ve tütün" sektöründe oldu. Bu sektörün enflasyona toplam etkisi %1.2.

◆ Ekim'e kadar enflasyonda kalıcı bir düşüş görülmesi imkansız. Hatta, bazı aylar senelik enflasyonun 2 haneli sayılara çıkma

ihtimali bile söz konusu olacaktır.

## Faizler



◆ Merkez Bankası Şubat toplantısında faizlerde değişiklik yapmadı. Grafikten de görüldüğü gibi, enflasyon oranındaki artışa rağmen 2. piyasa faizlerinde de

### SUI GENERIS—s1’den devam

rak bütçe açığı %4.7 ve cari açığı da %9.0 oldu. Aynı dönemde para birliği üyelerinin ortalama bütçe açığı %1.8, cari fazlaları ise %0.25 idi. Yunanistan ağır ve kronik bir çifte açık problemi içindeydi.

2-Yunanistan’ın başına gelenler küresel krizin bir sonucu. – Yanlış. Küresel kriz çıkmamış olsa bile, Yunanistan bu sene değilse bile, en çok 1-2 sene içerisinde teslim bayrağını çekecekti. Yukarıdaki rakamlar da problemlerin uzun zamandır süremekte olduğunu gösteriyor.

3-Yunanistan’a mali destek verilmemesi AB için çok kötü olur. – Yanlış. Tam tersine destek verilmemesi, diğer bazı sorumsuz üye ülkelerin AB’ye sırtlarını dayayıp popülist maliye politikaları izlemelerinin önüne geçecek, ahlaki tehlike riskini azaltacaktır. Açıkçası Yunanistan için en iyi çözüm IMF.

4-Sadece Yunanistan değil, diğer PIIGS ülkeleri de büyük problem. Yanlış. Portekiz ve İtalya’nın nisbeten daha büyük bütçe açıkları var. (2000-2008 ortalamaları sırasıyla %3.5 ve %2.8) Ancak, İtalya’nın cari açık orta-

PARASAL GÖSTERGELER (milyon YTL)	1 05.02.2010	2 08.01.2010	3 25.12.2009	4 1/2	5 1/3
Dolaşımdaki Para	34,379	34,556	35,400	-0.5%	-2.9%
Vadesiz Mevduatlar	33,962	32,726	35,754	3.8%	-5.0%
M1	68,341	67,281	71,153	1.6%	-4.0%
Vadeli Mevduatlar	250,877	248,309	247,566	1.0%	1.3%
M2	319,218	315,590	318,719	1.1%	0.2%
DTH	136,429	138,177	139,321	-1.3%	-2.1%
DTH (milyar\$)	91.5	94.0	92.4	-2.6%	-1.0%
M2Y	455,647	453,768	458,040	0.4%	-0.5%
Mevduat Bankaları Kredileri	296,790	290,030	289,388	2.3%	2.6%
Açık Piyasa İşlemleri	-15,933	-12,104	-12,248	31.6%	30.1%
Kamu Menkul Kıymetleri	238,647	230,659	233,783	3.5%	2.1%
Dolarizasyon (DTH/M2Y)	29.9%	30.5%	30.4%	-1.7%	-1.6%

şimdilik fazla bir hareketlilik yok. Hatta, ilk defa piyasa faizlerinin bileşik getirisi 12 aylık enflasyonun altına düşmüş durumda.

◆ Zayıf seyreden iç talep nedeniyle Merkez Bankası şimdilik rahat. Ancak, iç talepte bir kıpırdanma görüldüğü takdirde, politika faizlerinde sıkılaştırmaya gitmesi kaçınılmaz olacaktır.

laması sadece %1.5. Öte yandan, Portekiz’in ise %9.2. Yani PIIGS içinde Yunanistan’ dan sonra en büyük risk Portekiz’de. Ancak toplam milli hasılası \$245 milyar olan Portekiz Yunanistan’dan da küçük bir ekonomi.

5-Finansal birlik olmadan para birliğine girmek yanlış. – Yanlış. Para birliği için finansal birlik gerekmez. Üye ülkelerin ulus-devlet statüsü ortadan kaldırılmadan finansal birlik oluşturulamaz. Öte yandan, dünyadaki pek çok ülke sabit kur veya para kurulu tarzı döviz rejimleri uygulamakta. Esasen bu uygulamaların para birliğinden en önemli farkı bu ülkelerin “senyoraj” (para yaratma) gelinine sahip olmamaları. Yanlış olan üye ülkelerin maliye politikalarının AB kriterleri doğrultusunda yürütüldüğünün yakından takip edilmemiş olmasıydı.

6-Bu kriz Avrupa Para Birliği’nin geleceğini tehlikeye attı. – Yanlış. Bu kriz belki euro’nun dolar karşısında çok güçlü bir alternatif olmadığını gösterdi, ancak “APB dağılır” iddiası saçma. Ne olursa olsun ortak para birimi üye ülkeler arasında

## Parasal Göstergeler

◆ Banka kredilerinde Ocak’ta bir kıpırdanma göze çarpıyor.

◆ Varlık barışından şu ana kadar mevduatlara yansıyan bir artış yok. Aksine hem TL mevduatlarda, hem de DTH’larda azalma görülmekte.

çok önemli sinerjiler yarattı.

7-AB ekonomisinin problemleri ABD’den daha derin. – Yanlış. Obama’nın açıkladığı mali istikrarın tesisine yönelik program ABD ekonomisinin geleceği açısından ürktüücü sinyaller veriyor. Öyle ki, oldukça yüksek gelir artışı tahminleri kullanımlarına rağmen 2009’da %10 seviyesinde gerçekleşen bütçe açıkları 10 sene sonra bile “sürdürülebilir” düzeylere çekilemiyor. Öte yandan, 2009 gibi ağır bir kriz senesinde bile Euro Bölgesi üyelerinin ortalama bütçe açığı %4 civarında gerçekleşti.

8-“Euro”nun değer kaybı AB için kötüdür. – Yanlış. Bu durum bence “Euro bölgesi” ülkeleri için bulunmaz bir nimet oldu. Böylece rekabetçi konumlarını bir ölçüde artırarak, ihracatta bir artış sağlayabilirlerse düşük seyreden büyüme hızlarında da bir miktar artış sağlayabilirler. (Tabii, burada Çin’in tutumu, yani parasını revalüe edip etmeyeceği konusu da önemli.) Ancak, ortalık yatıştıktan sonra, orta vadede euro’nun değer kaybını bir miktar geri alması kuvvetle muhtemel.