

- 1 AB'nin kemerleri sıkması, bizi de etkileyecek
- 1 Çin parasını değerlendirme konusunda ne kadar samimi?
- 2 Bütçe açığı hedefin altında kalacak
- 3 Cari açık ise hedefin üstüne çıkacak!
- 4 Düşük enflasyon MB'nin de elini rahatlatı.

**SAYI: 06/10**

- Turkish Yatırım Araştırma Birimi tarafından her ay yayınlanır.
- Baskıya giriş tarihi: 22.06.2010
- 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.

**Kilometre Taşları**

Ege Cansen

**ESKİ AVRUPAYA YENİ  
ÂDET UYMAZ!**

Küresel kriz bitmesine bitti. Matematik olarak dünya milli gelirler toplamının büyüdüğü bir yılda küresel kriz bitmiş demektir, çünkü krizin matematiksel tanımı, milli gelirin azalmasıdır. Krizin teğet geçmesi sıfır büyüme, bitmesi ise pozitif büyümedir. Küresel bir krizin bir yıldan daha kısa sürede sona ermesinin sebebi, bundan önce yaşanan Büyük Buhran'dan (1929-1939) çıkarılan derstir. Bu ders de "küresel krizler, parasal ve vergisel gevşemeyle aşılır" önermesidir. Aynen bu yapılmış ve sonuç alınmıştır.

Şimdi yeni bir sorunla dünya ekonomisi karşı karşıya kalmıştır. Bu da "her çare, yeni bir sorundur" diyen kriz yönetimi teorisine tamamen uygundur. Bu yeni sorun, yaratılan parasal genişlemenin sebep olması kaçınılmaz enflasyondan, dünya ekonomisinin nasıl korunacağıdır. Bunun da çaresi bir süre için belki de uzun bir süre için büyümeyi unutup "durgunluğa" razı olmaktır. Bu husus özellikle Avrupa Birliği için geçerlidir. Çünkü AB, ortak maliye otoritesi olmadan ortak para birimine geçmiş bir "birleşik ülkeler" camiasıdır. O zaman bu ekonomiyi düzene sokma yetkisi tek bir otoritede kalmaktadır. O otorite de Avrupa Merkez Bankası'dır. Avrupa Merkez Bankası pratik olarak Alman Merkez Bankası'dır. Alman köyünde de "ne pahasına olursa olsun enflasyona geçit yoktur" düsturu geçerlidir.

Eğer enflasyona geçit yoksa

deflasyona geçit vardır. Deflasyon da Japonya'daki gibi fiyatların düşmesi olmasa bile durgunluk demektir. AB ile iş yapacak firmalar, ürünlerine zam yapamayacaklarını ve hacim artışı sağlayamayacaklarını bir tarafa yazsınlar. İş planlarını ona göre yapsınlar.

**Sui Generis**

Tuğrul Belli

**KÜRESEL DENGESİZLİKLER NASIL ÇÖZÜLECEK?**

Bugüne kadar, küresel krizin en önemli sebeplerinden biri olarak küresel dengesizlik adı verilen ve ABD'nin artan cari açığı, buna mukabil olarak gelişmekte olan Asya ülkelerinin ve de özellikle Çin'in artan cari fazlası olarak tezahür eden gelişme gösterildi. (bkz. grafik, sayfa4) Bu küresel dengesizlik konusu özellikle ABD yönetimi tarafından uzun süredir dillendiriliyor. Söz konusu dengesizliği yaratan nedenler arasında ABD'nin düşük tasarruf oranı ile birlikte Asya ülkelerinin ihracata dayalı büyüme stratejileri, döviz rezervi biriktirme takıntıları, tasarruf bollukları ve döviz kuru rejimleri sayılmakta. Özellikle Çin'in uzun zamandır parasını ABD dolarına fiksleyerek değerini düşük tutuyor olması en çok öne çıkarılan sebeplerden biri. (Her ne kadar Çin 2005-2008 yılları arasında parasını dolara karşı %20 kadar değerlendirmiş ise de, küresel krizi bahane ederek, son 2 senedir tekrar birebir peg rejimine geri dönmüştü.)

ABD'nin Çin'e baskılarının ve ithalata kısıtlama getirme yönündeki tehditlerinin bir ölçüde sonuç verdiği görülüyor. Nihayet geçtiğimiz günlerde Çin parasının değerinde belirli ölçüde esnemeye izin vereceğini açık-

# Bütçe ve Kamu Finansmanı

## Kamu açığı daralırken ....

◆ Mayıs'ta bütçe toplamda 5.8 milyar TL fazla verirken, faiz-dışı fazla da 8 milyar TL oldu. Böylece ilk 5 ay sonunda, sene toplamında 50 milyar TL olarak hedeflenen bütçe açığı 10 milyar TL'nin altında kalmış bulunmakta. 6.5 milyar TL fazla olarak hedeflenen faiz-dışı fazla ise şimdiden 14 milyar TL'nin üzerinde.

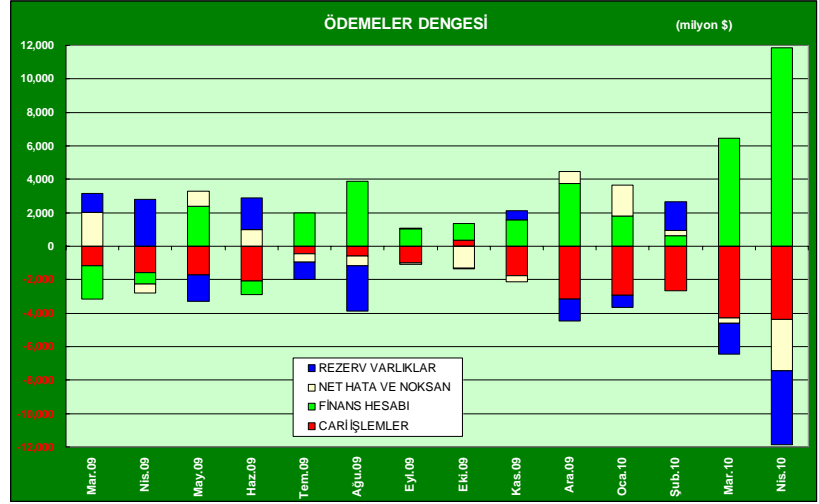
◆ Detaylara baktığımızda ise cari transferler kaleminden takip edilen sosyal güvenlik açıklarında Nisan'daki gerilemeden sonra

kırsal kesim dışındaki işsizliğin devam ettiğinin net bir göstergesi.)

MERKEZİ YÖNETİM BÜTÇESİ	2009 Mayıs	2010 Mayıs	Artış	2009 Oca-Mayıs	2010 Oca-Mayıs	Artış
Harcamalar	19,463,744	19,054,164	-2.1%	106,898,405	112,600,127	5.3%
1-Faiz Hariç Harcama	14,473,114	16,889,628	16.7%	80,779,518	88,383,787	9.4%
Personel Giderleri	4,584,468	5,108,991	11.4%	23,783,119	26,514,159	11.5%
Sosyal Güv.Kur. Devlet Primi	555,951	870,098	56.5%	2,882,144	4,484,117	55.6%
Mal ve Hizmet Alımları	1,670,505	2,140,679	28.1%	8,798,389	8,556,478	-2.7%
Cari Transferler	6,329,959	6,875,949	8.6%	38,338,453	42,126,245	9.9%
Sermaye Giderleri	776,100	1,435,217	84.9%	3,706,003	3,637,610	-1.8%
Sermaye Transferleri	137,363	185,067	34.7%	904,515	901,305	-0.4%
Borç Verme	418,768	273,627	-34.7%	2,366,895	2,163,873	-8.6%
2-Faiz Harcamaları	4,990,630	2,164,536	-56.6%	26,118,887	24,216,340	-7.3%
Geçiriler	18,853,944	24,866,255	31.9%	86,215,237	102,616,549	19.0%
1-Genel Bütçe Gelirleri	18,436,145	24,201,167	31.3%	83,301,842	98,892,793	18.7%
Vergi Gelirleri	15,275,419	19,550,738	28.0%	66,233,045	82,782,941	25.0%
Teşebbüs ve Mülkiyet Gelirleri	1,066,230	1,670,512	58.2%	6,852,794	5,650,640	-17.5%
Alınan Bağış ve Yardımlar ile Özel Ge	32,397	51,686	59.5%	432,194	617,909	43.0%
Faizler, Paylar ve Cezalar	1,955,212	2,122,221	8.5%	8,241,144	8,689,153	5.4%
Sermaye Gelirleri	12,951	789,957	5999.6%	1,378,204	1,063,192	-22.9%
Alacaklardan Tahsilat	103,936	16,053	16.053	164,461	88,958	88.958
2-Özel Bütçeli İdarelerin Öz Gelirleri	343,113	547,335	59.5%	1,707,388	2,462,970	44.3%
3-Düzen. ve Denet. Kurumlarının Gelirleri	74,687	117,753	57.7%	1,206,007	1,260,786	4.5%
Bütçe Dengesi	-609,799	5,812,091	-1053.1%	-20,683,168	-9,983,578	-51.7%
Faiz Dışı Denge	4,380,831	7,976,627	82.1%	5,435,719	14,232,762	161.8%

Mayıs'ta da %8.6 gibi düşük sayılabilecek düzeyde bir artış söz konusu. Bu durumun sosyal güvenlik açıklarında geçici mi, yoksa kalıcı mı bir düzelme olduğunu gelecek aylarda göreceğiz.

◆ Bütçeyi asıl düzelten unsur ise vergi gelirlerindeki yüksek oranlı artış. Mayıs'ta büyük vergi kalemlerinden kurumlar vergisi, dahilde alınan KDV, ÖTV ve ithalde alınan KDV'de artışlar sırasıyla %39, %56, %40 ve %39 seviyesinde olmuş. (Öte yandan gelir vergisinde %5.5'lik bir azalış söz konusu. Bu, resmi TÜİK rakamları ne derse desin,

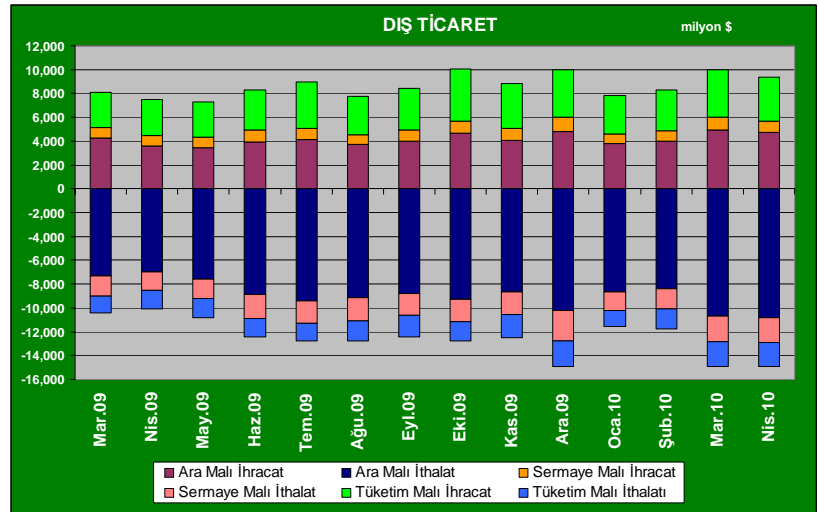


◆ Her ne kadar bütçe performansının gelecek aylarda zayıflaması söz konusu olsa bile, bu sene bütçe açığının milli gelire oranı %3.5'ler civarına çekilebilir gözükmemekte. Böyle bir açık düzeyi mali kuralın da uygulamaya girmesi ile bir seçim senesi olan önümüzdeki sene de kamu açıklarının kontrol altında olacağı konusunda piyasalara bir güvence verebilir.

## Ödemeler Dengesi ve Dış Ticaret

### .... cari açık artıyor!

◆ Nisan'da cari açık rakamı piyasa tahminleri paralelinde 4.4



milyar dolar olarak gerçekleşti. Ancak grafikten de görüldüğü gibi finansman hesabında \$ 11.9 milyar gibi tarihi rekor seviyede bir kaynak girişi söz konusu.

◆ Bu rekor giriş sonucunda, net hata ve noksan rakamı \$ 3.1 milyar dolar eksi vermesine rağmen, Merkez Bankası rezervlerinde \$ 4.4 milyar artış söz konusu.

◆ Finans hesabından \$ 11.9 milyar rekor girişin analizini yaptığımızda ağırlığın \$ 5.0 milyar ile kamu kağıtlarından (eurobond) olduğunu görüyoruz. Bunların bir kısmı Hazinesin o ay gerçekleştirdiği 1.5 milyar euroluk ihraçtan, diğer kısmı da yabancıların 2. piyasadandan tahvil satın almalarından kaynaklanıyor. Bunun dışında bankaların döviz varlıklarındaki \$ 4.1 milyar artış da dikkat çekici. Bunun bir kısmı döviz kredilerindeki artışın bir sonucu.

◆ Ticari krediler ve bankacılıkta son ayda borç kullanımının geri ödemelerin üzerinde olduğu, diğer bir ifadeyle özel sektörün kriz sırasında çok daralmış olan borçlanma imkanlarında bir miktar düzelme olduğu görülüyor. Öte yandan, diğer krediler altında değerlendirilen özel sektör kredilerinde ise kriz ile birlikte başlayan net geri ödemelerin devam ettiği görülmekte. Ancak, bu durum yurtdışı borçlanma şartlarındaki bir daralmadan değil, bir kısım döviz kredisinin yurtdışından yurtiçine çekiliyor olmasından kaynaklanıyor. (Zaten bu borçların önemli bir kısmı da bilindiği gibi yerli yatırımcıların kendi varlıkları.)

◆ Kısacası, özellikle Avrupa' da devam eden çalkantıya rağmen dış finansman konusunda ne bankalar, ne de özel sektör şirketleri açısından ciddi bir problem göze çarpma-

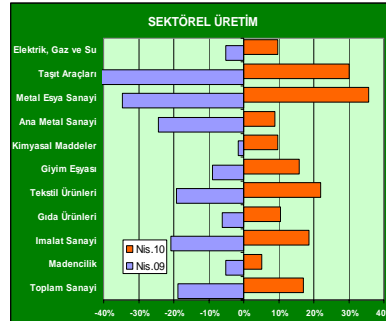
makta. Cari açık finansmanının kalitesinin zayıfladığı konusundaki endişeler yersiz. Bu konuda belki de tek zayıf halka kriz öncesi düzeylerinin oldukça altında seyreden doğrudan sermaye yatırımları. Ancak, Dünya konjonktürü dikkate alındığında, bu gayet anlaşılabilir bir durum.

◆ Öte yandan, finansman imkanlarının varolması cari açıklarla ilgili bir problem yaşama riskimiz olmadığı anlamına gelmemeli. Euro'nun zayıflaması ile birlikte açığın riskli sayılabilecek bir bölge olan 45 milyar dolar ve üstü seviyesine gelme ihtimali söz konusu.

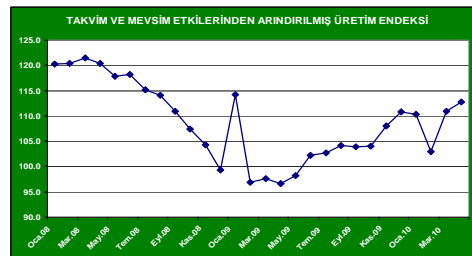
## Üretim ve Büyüme

### Üretimde toparlanma sürüyor

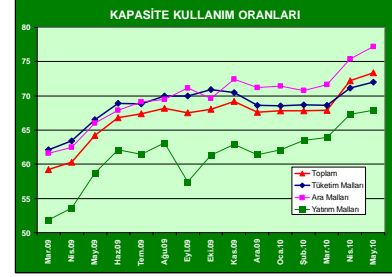
◆ Üretimde geçen seneki kayıplar kısmen telafi edilmeye devam ediyor. Nisan 2009'da %18.7 oranında küçülen sanayi üretimi bu Nisan'da %17 büyüme gösterdi. Ancak Mayıs ayında sonra baz etkisinin de azalmasıyla, artış hızlarında 2 haneli seviyeler de tek haneye gerileyecek.



◆ Öte yandan, takvim ve mevsim etkilerinden arındırılmış en-



deks ise yavaş da olsa pozitif yönde toparlanmasını sürdürüyor.



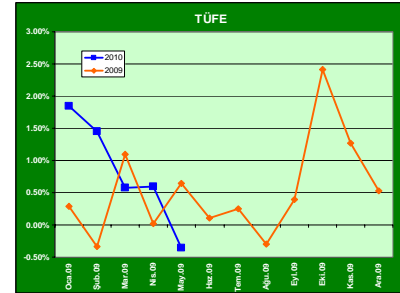
◆ İşsizlik oranında da geçen seneye göre %2.1 oranında bir gerileme söz konusu. Ancak Nisan ve Mayıs ayı gelir vergisi tahsilatlarındaki azalmalar bu gerilemenin süreklilik arz etmediğinin ve özellikle kayıt altındaki tarım-dışı işsizliğin devam etmekte olduğunun işaretlerini vermekte.

### İŞGÜCÜ DURUMU (MART)

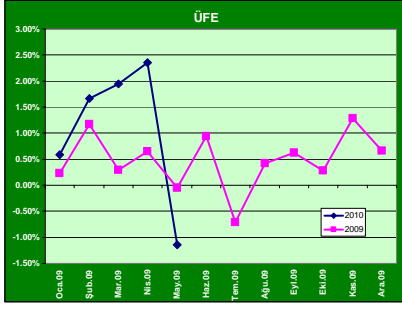
	2009	2010
Kurumsal olmayan nüfus (000)	70 299	71 105
15 ve daha yukarı yaştaki nüfus (000)	51 426	52 287
İşgücü (000)	23 924	25 179
İstihdam (000)	20 148	21 741
İşsiz (000)	3 776	3 438
İşgücüne katılma oranı (%)	46,5	48,2
İstihdam oranı (%)	39,2	41,6
İşsizlik oranı (%)	15,8	13,7
Tarım dışı işsizlik oranı (%)	18,9	16,7
Genç nüfusta işsizlik oranı (%)	27,5	24,6
İşgücüne dahil olmayanlar (000)	27 501	27 108

## Enflasyon

◆ Mayıs'da TÜFE %0.36, ÜFE ise %1.10 azaldı. Son 12 aylık enflasyon TÜFE'de %9.10, ÜFE'de ise %9.21 oldu.



◆ TÜFE'deki düşüş neredeyse tamamen gıda fiyatlarındaki düşüşten kaynaklandı. Bu ay %4.38 oranında gerileyen gıda fiyatlarının toplam endeks sepeti içerisindeki payı % 27.6.



◆ Özellikle geçen ay alınan önlemler sonrasında dana ve tavuk eti fiyatlarında %7 civarında gerileme yaşandı.

## Faizler

◆ Merkez Bankası Haziran ayında da gecelik faizleri değiştirmedir. Para Politikası Kurulunun açıklamasında dış talebe ilişkin belirsizliklerin giderek arttığına, işsizlik oranlarının halen yüksek seviyelerde bulunduğu, işlenmemiş gıda fiyatlarındaki düşüşe ve emtia fiyatlarındaki gevşemeye vurgu

### SUI GENERIS–s1'den devam

ladı. Ancak, bu gelişmenin küresel dengesizlik problemini bir anda çözeceğini düşünmek yanlış olur. Bilakis, Çin'in yeni kur rejimi ile ilgili pek çok çekince de dillendirilmekte. İddiaları sıralarsak:

- Bu Çin'in G-20 zirvesi öncesi üzerindeki baskıları azaltmak için taktiksel bir hareketidir. Gerçekte renminbinin değerinde çok az oynamaya izin verecektir.

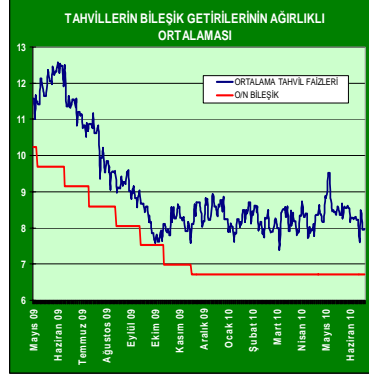
- Daha önce renminbinin revalüe edildiği 2005-2008 döneminde, değil küresel dengesizlikte azalma, aksine belirgin bir artış meydana gelmişti.

- AB esasen Çin için daha da büyük bir pazardır. Son dönemde, doların euro'ya karşı değer kazanması renminbi'nin de değer kazanmasına sebep olmuştur. Çin şimdi parasını dolara karşı revalüe etmekten çok, euro'ya karşı devalüe etmek istemektedir.

- Normal şartlarda parasını Çin

PARASAL GÖSTERGELER (milyon YTL)	1 04.06.2010	2 07.05.2010	3 25.12.2009	4 1/2	5 1/3
Dolaşımdaki Para	39,261	38,006	35,400	3.3%	10.9%
Vadesiz Mevduatlar	37,093	36,116	35,754	2.7%	3.7%
M1	76,354	74,122	71,153	3.0%	7.3%
Vadeli Mevduatlar	272,555	263,913	247,566	3.3%	10.1%
M2	348,910	338,035	318,719	3.2%	9.5%
DTH	131,051	135,715	139,321	-3.4%	-5.9%
DTH (milyar\$)	83.7	88.8	92.4	-5.7%	-9.5%
M2Y	479,961	473,751	458,040	1.3%	4.8%
Mevduat Bankaları Kredileri	338,328	326,529	289,388	3.6%	16.9%
Açık Piyasa İşlemleri	-10,746	-7,684	-12,248	39.9%	-12.3%
Kamu Menkul Kıymetleri	240,203	244,240	233,783	-1.7%	2.7%
Dolarizasyon (DTH/M2Y)	27.3%	28.6%	30.4%	-4.7%	-10.2%

yapıldı.



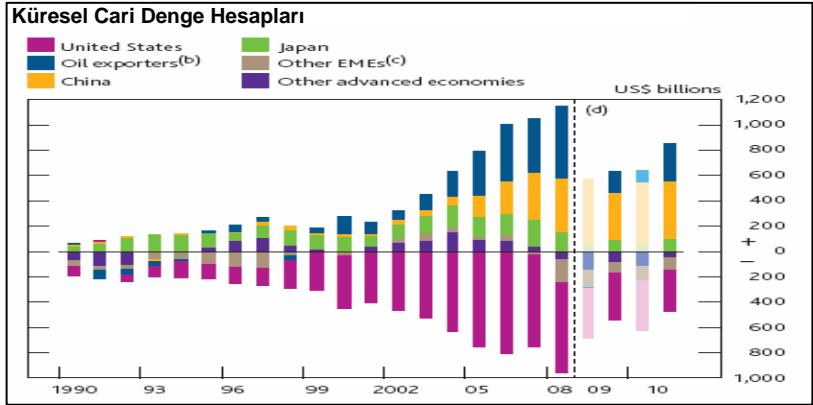
◆ Bu gelişmeler sonucunda yılsonu enflasyonunun MB'nin son Enflasyon Raporu'ndaki tahmini

olan %8.4'ün de altında kalma olasılığı belirdi. Buna paralel olarak piyasa beklentileri de %8'e kadar gerilemiş bulunuyor.

## Parasal Göstergeler

◆ Banka kredilerindeki artış hızlı bir şekilde devam ediyor. İlk 5 ayda artış neredeyse %17.

◆ DTH'larda önemli boyutta azalma göze çarpmıyor. Bu azalma kısmen euro'nun değer kaybetmesinin bir sonucu.



gibi değersiz tutarak rekabetçi olmaya çalışan serbest bir ekonomide bir süre ısınma oluşur, ve fiyat ve ücretler artarak kurun "de facto" değerlendirilmesine yol açar. Çin de ise, hâlâ esasen sermaye piyasalarının yoğun bir şekilde regüle edilip yönlendirilmesi, sanayide kullanılan enerji fiyatlarının yüksek oranda sübvansede edilmesi ve yoğun işçi sömürüsü gibi nedenler sayesinde ücret ve maliyetler

bastırılarak, enflasyonist ortamın oluşması engellenmektedir. Bu nedenle aslında Çin'in çok daha geniş çaplı bir serbest piyasa reformu gerçekleştirmesi gerekmektedir.

Görünen o ki, küresel dengesizlikler Çin'in kerhen parasını bir kaç puan değerlendirmesiyle çözülecek bir konu değil. Küresel dengesizliklerin çözümü için küresel önlemler alınması gerekiyor.