

- 1 **Krizler şirketlerin işgücü verimliliğini artırıyor**
- 1 **İrlanda Avrupa'nın baş ağrısı**
- 2 **Mali disiplin var, yapısal reform yok!**
- 3 **İhracat hız mı kaybediyor?**
- 3 **İstihdam verileri inandırıcı değil**
- 3 **TÜFE %8'i de geçecek!**

SAYI: 11/10

- Turkish Yatırım Araştırma Birimi tarafından her ay yayınlanır.
- Baskıya giriş tarihi: 24.11.2010
- 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

## Kilometre Taşları

Ege Cansen

### İKTİSADIN KAPSAMA ALANI

İşte size bir iktisat sorusu: Niçin ekonomik krizlerde işten çıkarılanların sayısı hızla artarken, kriz geçtikten ve toparlanma başladıktan sonra işe alınanların sayısı aynı hızda artmıyor? Hatta kriz öncesi milli gelir düzeyine ulaşıldığında, istihdam edilenlerin sayısı kriz öncesi düzeyine ulaşmıyor?

2010 yılının Nobel ödülleri layık görülen Amerikalı Peter Diamond ve Dale Mortensen ile İngiliz Christopher Pissarides isimli iktisatçılar işte bu sorulara cevap arayarak bir ömür tüketmişler. Ama yaptıkları gözlemlerden sonra geliştirdikleri açıklamalarla sonunda bu sorulara anlamlı cevaplar bulmuşlar. 1970'li yıllara kadar iktisatçılar arasında emek (işçi veya memur fark etmez) ticareti yapılan bir "emtia" olarak kabul edilirmiş. Yani fiyatı düşerse, talebi artar, fiyatı artarsa, talebi düşer. Bu faraziyeğe göre, günün sonunda ücret talebini düşüren herkes kendine bir iş bulabilecek ve işsizlik sıfır olacaktı. Pek tabii hayatın kendisi bu kadar basit değildi ve işsizlik hiçbir zaman ve hiçbir şart altında sıfır olmamıştır.

Nobel ödüllü iktisatçılar, konuya işsiz kalanlar iş aramaya nereden başlar sorusuyla başlamışlar. Karşılıklarına çıkan ilk işe girerler mi, yoksa kendi yeteneklerine uygun işi buluncaya kadar aramaya devam ederler mi? Yapılan araştırmalar gösteriyor ki; işsiz kalan insanlar "ne iş olursa yaparım" diye iş aramıyor. Kendine uygun işi

buluncaya kadar iş aramaya devam ediyor. Bu da işsizliğin arttığı hızda azalmasına engel olmuyormuş.

Benim bu konudaki açıklamam Nobel'li hocalarinkinden çok farklı. Her krizde patronlar az adamla çok iş yapmasını öğreniyor da ondan diyorum. Bunu yazayım bir Nobel de ben alayım diyorum. Ama üşeniyorum!

## Sui Generis

Tuğrul Belli

### KENDİSİ KÜÇÜK, BORCU BÜYÜK!

İrlanda ekonomisinin büyüklüğünün Euro bölgesi ekonomilerine oranı sadece %1.8. Ama, 2009 milli hasılası 160 milyar dolar civarında olan bu ekonomi 90 milyar euroluk bir yardım paketine muhtaç. Bu anormal büyük bir yardım paketi ve ister istemez de Euro Bölgesi'ni ciddi şekilde etkilemekte.

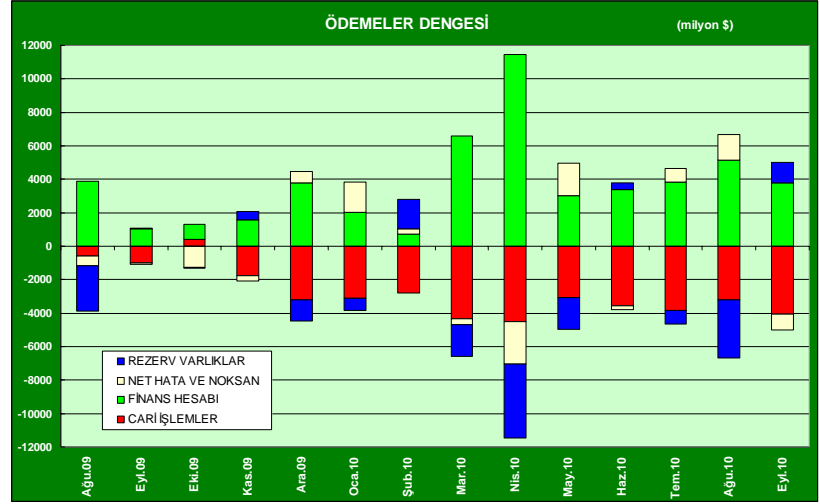
Peki İrlanda bu duruma nasıl düştü? Aslında örneğin Yunanistan'dan tamamen farklı olarak kriz öncesinde İrlanda'nın kamu borçluluğu milli gelirinin sadece %12'si kadardı. (Aynı dönemde bu oran Yunanistan'da %80 ve mali ihtiyatlılığı ile övünen Almanya'da bile %50 idi.) İrlanda, tıpkı İspanya gibi, 2000'li yıllardaki düşük faizli euro ortamında özel sektörünün aşırı borçlanarak rantabl olmayan gayri-menkul yatırımlarına yönelmesinin kurbanı oldu. Bu durumun başlıca sebebi de aslında Euro Bölgesi'nin en büyük ekonomisi olan Almanya'nın bu yıllarda iç talebini artırmayarak devamlı bir cari işlem fazlası vermekte olmasıydı. (Hâlâ da öyle.) Tabii, İrlanda özel sektörünün bu derece aşırı borçlanabilmesinde tüm Euro

devamı sayfa 4'de

## Bütçe ve Kamu Finansmanı

### Mali disiplin kontrol altında!

◆ İlk 10 ayda bütçe dengesi sadece 23 milyar TL açık vermiş bulunuyor. Bu sene sonu için Hükümetin öngördüğü hedef olan 50 milyar TL'nin çok çok altında. Daha önceki analizlerimizde belirttiğimiz gibi son 2 ayda geleneksel olarak görülen bütçe açığındaki artış dikkate alınsa dahi, sene sonu açığı 35 milyar TL'nin de altında kalacak. Hatta, bu gidişle bu sene Maastricht



bütçe giderlerinin %36.8'i sosyal %31.7 idi)

MERKEZİ YÖNETİM BÜTÇESİ	2009 Ekim	2010 Ekim	Artış	2009 Oca-Ekim	2010 Oca-Ekim	Artış
Harcamalar	21,430,590	21,203,169	-1.1%	218,599,618	230,030,331	5.2%
1-Faiz Hariç Harcama	16,699,175	19,016,831	13.9%	168,355,725	188,560,660	12.0%
Personel Giderleri	4,815,395	5,329,480	10.7%	47,412,267	52,752,851	11.3%
Sosyal Güv.Kur. Devlet Primi	577,424	940,501	62.9%	5,716,834	8,958,377	56.7%
Mal ve Hizmet Alımları	2,510,464	2,319,232	-7.6%	19,835,808	19,274,719	-2.8%
Cari Transferler	6,866,057	6,985,105	1.7%	77,071,115	84,680,399	9.9%
Sermaye Giderleri	1,363,514	2,632,739	93.1%	11,655,541	14,852,086	27.4%
Sermaye Transferleri	248,864	467,554	87.9%	2,442,372	3,311,971	35.6%
Borç Verme	317,457	342,220	7.8%	4,221,788	4,730,257	12.0%
2-Faiz Harcamaları	4,731,415	2,186,338	-53.8%	50,243,893	41,469,671	-17.5%
Gelirler	19,009,537	19,367,996	1.9%	175,367,623	206,905,701	18.0%
1-Genel Bütçe Gelirleri	18,100,891	18,530,442	2.4%	169,980,420	200,213,712	17.8%
Vergi Gelirleri	13,831,397	16,622,005	20.2%	139,163,500	170,411,304	22.5%
Teşebbüs ve Mülkiyet Gelirleri	422,712	472,345	11.7%	8,942,534	8,730,092	-2.4%
Alınan Bağış ve Yardımlar ile Özel Ge	79,348	37,541	-52.7%	792,610	1,472,360	85.8%
Faizler, Paylar ve Cezalar	3,717,564	1,213,123	-67.4%	19,360,423	16,988,168	-12.3%
Sermaye Gelirleri	14,795	167,283	1030.7%	1,464,529	2,458,861	67.9%
Alacaklardan Tahsilat	35,075	18,145	-48.5%	256,824	152,927	-40.5%
2-Özel Bütçeli İdarelerin Öz Gelirleri	805,548	759,975	-5.7%	3,743,729	4,994,326	33.4%
3-Düzen. ve Denet. Kurumların Gelirleri	103,098	77,579	-24.8%	1,643,474	1,697,663	3.3%
Bütçe Dengesi	-2,421,053	-1,835,173	-24.2%	-43,231,995	-23,124,630	-46.5%
Faiz Dışı Denge	2,310,362	351,165	-84.8%	7,011,898	18,345,041	161.6%

kriteri olan milli hasılanın %3'ünü bile tutturmamız olası gözüküyor. (Mamafih, kamu açığının İMF'ye göre hesaplanmasında KİT'lerin dahil edilmesi ve özelleştirme gelirlerinin hariç tutulması gibi bazı farklılıklar da var.)

◆ Eylül'de bütçe açığı geçen senenin aynı ayına göre %24 kadar daralarak TL 1.8 milyara geriledi. Ancak geçen sene TL 2.3 milyar fazla vermiş olan faiz-dışı denge ise bu ay sadece TL 315 milyon fazla verdi.

◆ İç talepteki canlanma ile birlikte KDV ve ÖTV tahsilatlarındaki yüksek oranlı artışlar da devam etmekte.

◆ Öte yandan bütçenin yapısal sorunları da sürüyor. İlk 10 ayda

güvenlik açıklarından oluşan cari transferler kaleminden oluşmakta. (2009 ve 2008'in aynı dönemlerinde bu oran sırasıyla %35.2 ve

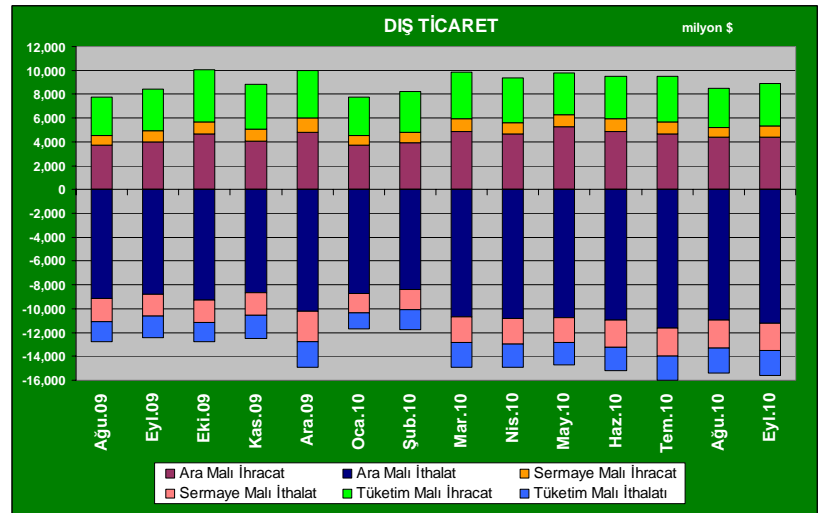
◆ Keza, bütçe gelirlerinde dolaylı vergilerin payı da anormal boyutlara ulaşmış durumda. İlk 10 ayda dolaylı vergiler gelirlerin %79.5'ine ulaştı. (2009 ve 2008'de bu oran sırasıyla %77.3 ve %73.1 idi.)

◆ Sonuç olarak bütçenin gelir ve gider kompozisyonunun yapısal problemleri ağırlaşarak devam etmekte birlikte bütçe sonuçlarının mali disiplin açısından tatminkar olduğu söylenebilir.

## Ödemeler Dengesi ve Dış Ticaret

### İhracatta ivme kaybı!

◆ Eylül ayı ihracatı %5.5 artış-



la \$ 9 milyar, ithalatı ise %25.3 artışla \$ 15.7 milyar olarak gerçekleşti. İhracat artışı son 7 ayın en düşük oranlı artışı oldu.

◆ Gümrük kayıtlarına göre ise Ekim'de ihracat %8.5 artışla \$ 10.8 milyar, ithalat da %29 artışla \$ 16.5 oldu.

◆ Kasım'ın ilk 24 gününde ise ihracatta %6.2 azalış söz konusu. Her ne kadar bu dönem bayram tatiline denk gelse de, gene de bu azalış ilerisi için iyi sinyaller vermiyor. Dolar kurunun geçen senenin Kasım'ına göre değer yitirdiği düşünülürse miktar bazında ihracatta daha yüksek oranda bir azalış söz konusu olabilir.

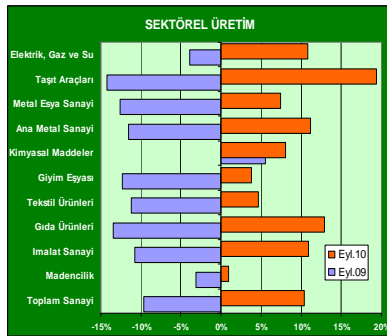
◆ Artan dış ticaret açığına paralel olarak cari işlemler açığı da artmaya devam ediyor. Eylül itibarıyla son 12 aylık açık \$ 37 milyarı geçmiş durumda. Sene sonunda açığın \$ 45 milyar doları geçerek milli hasılanın %7'sine yaklaşması beklenebilir. Bu şartlar altında derecelendirme şirketlerinden bir not artışı beklemek çok gerçekçi durmuyor açıkçası.

◆ Açığın finansman kalitesi de zayıflıyor. Eylül'de \$ 3.8 milyarlık net finansal akımların \$ 1.2 milyarı hisse senetlerine ve \$ 2.9 milyarı ise bankalara girmiş. Doğrudan sermaye girişleri ise sadece \$ 279 milyon.

## Üretim ve Büyüme

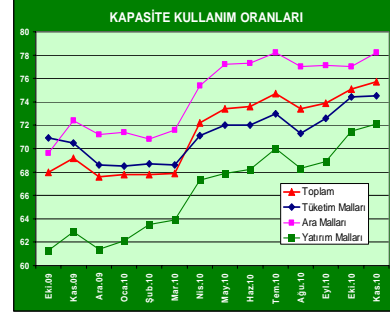
### İstihdam verileri sorumlu

◆ Eylül ayında sanayi üretim



endeksi %10.4 artış gösterdi. Yılın geri kalanında olduğu gibi en yüksek artış gösteren sektör gene %19.4 ile otomotiv sektörü oldu.

◆ Kapasite kullanım oranları üretim artışlarının Ekim ve Kasım aylarında da devam etmekte olduğunu gösteriyor.

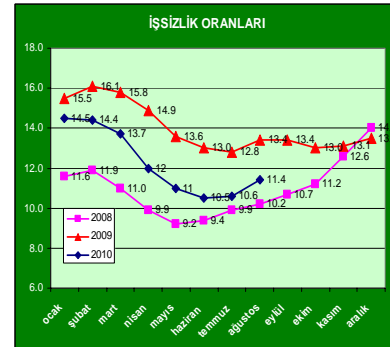


◆ Temmuz ayında duraklayan işsizlik oranı sonbahar ile birlikte tekrar artış trendine girdi. Üretim rakamlarındaki artışa rağmen işsizlik önceki aya göre %0.8 artış gösterdi. Artışın tamamı tarım-dışından kaynaklanmakta.

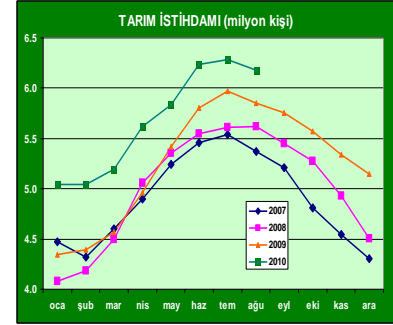
### İŞGÜCÜ DURUMU (Ağustos)

	2009	2010
Kurumsal olmayan nüfus (000)	70 639	71 440
15 ve daha yukarı yaştaki nüfus (000)	51 789	52 645
İşgücü (000)	25 537	26 166
İstihdam (000)	22 108	23 195
İşsiz (000)	3 429	2 971
İşgücüne katılma oranı (%)	49,3	49,7
İstihdam oranı (%)	42,7	44,1
İşsizlik oranı (%)	13,4	11,4
Tarım dışı işsizlik oranı (%)	17,0	14,5
Genç nüfusta işsizlik oranı <sup>(1)</sup> (%)	23,5	21,1
İşgücüne dahil olmayanlar (000)	26 252	26 478

◆ İşsizlik oranlarına yıllar itibarıyla baktığımızda işsizliğin krizin en çok hissedildiği 2009 yılının ilk 9 ayına göre oldukça azaldığı, ancak kriz öncesi dönem olan 2008'in ilk 9 ayına göre daha yüksek kaldığı gözlemleniyor.



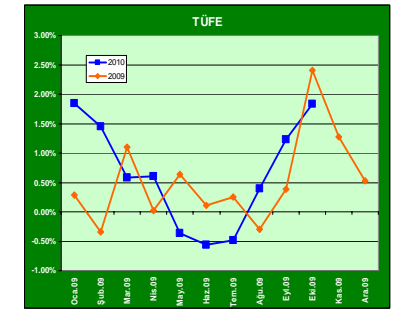
◆ Öte yandan, maalesef işsizlik ile ilgili rakamlar inandırıcılıktan uzak. Örneğin TÜİK'e göre Türkiye'de son senelerde tarımda istihdam edilenlerin sayısı nüfus artışının çok üzerinde artmakta. Halbuki aynı dönemde tarımın milli hasıla içindeki oranı azalmakta olduğu gibi, tarımda daha modern tekniklerin devreye girmesi ile birim işgücü ihtiyacının da geriliyor olması gerekir.



## Enflasyon

TÜFE sene sonunda %8'i geçer.

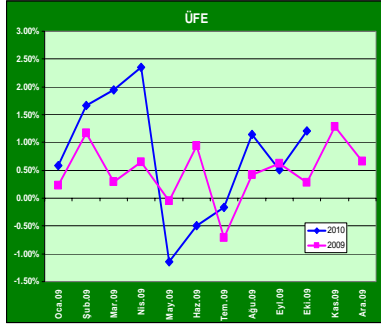
◆ Ekim'de TÜFE %1.23, ÜFE ise %1.21 artış gösterdi. 12 aylık enflasyon TÜFE'de %8.62, ÜFE'de ise %9.92 oldu.



◆ Enflasyon beklentilerin üzerinde gelmeye devam ediyor. Geçen ay olduğu gibi bu ay da enflasyona en çok etkiyi 1.25 puan ile gıda fiyatları yaptı. İkinci sırada ise 0.56 ile giyim eşyası fiyatları var.

◆ Yıl sonu enflasyonunun MB'nin daha Eylül sonunda yayınladığı Enflasyon Raporu'nda öngördüğü %7-8 hedefini geçerek %8.5 civarında gerçekleşmesi

sürpriz olmayacak.



◆ Bu gelişmelere rağmen MB çekirdek enflasyon verilerinde bozulma olmadığını öne sürerek ciddi bir tedbir almaktan imtina etmekte. Halbuki enflasyon hedeflemesinin 5. senesinde %8 enflasyon oranı elde edilmesi oldukça başarısız bir performans.

## Faizler

◆ MB 11 Kasım'da borç alma faiz oranlarını %1.75'e çekti. Ertesi gün ise TL zorunlu karşılık-  
**SUI GENERIS**-s1'den devam

*Bölgesi ülkelerini neredeyse eşit risk olarak gören derecelendirme kuruluşlarının da payı büyük.*

*Ancak İrlanda hükümetlerinin de iki büyük hatası söz konusu. Birincisi özel sektörün artan riskliliğini tipik bir liberal ekonomi yaklaşımı altında "trene bakarak" seyretmeleri idi. İkinci hata ise küresel krizin ortaya çıkması ile birlikte biraz da panikle tüm İrlanda bankalarının borçlarını devletin üstlenmesiydi.*

*Geldiğimiz noktada ise çözümler konusunda hararetli tartışmalar sürmekte. Örneğin, İrlanda'nın kurtarılması durumunda kabağın büyük ölçüde İngiltere'nin başına patlayacağını bilen İngilizler (İngiliz finans kuruluşlarının İrlanda'dan alacaklarının 160 milyar euro civarında olduğu tahmin ediliyor) fon desteğini savunurken risk algılamasının artmasında Almanya ve Fransa'nın 18 Ekim'deki Deauville toplantısında borç yeniden yapılandırmasını gündeme getir-*

PARASAL GÖSTERGELER (milyon YTL)	1 12.11.2010	2 08.10.2010	3 25.12.2009	4 1/2	5 1/3
Dolaşımdaki Para	49,465	42,830	35,400	15.5%	39.7%
Vadesiz Mevduatlar	48,950	40,284	35,754	21.5%	36.9%
M1	98,415	83,114	71,153	18.4%	38.3%
Vadeli Mevduatlar	284,979	280,071	247,566	1.8%	15.1%
M2	383,394	363,185	318,719	5.6%	20.3%
DTH	145,156	141,845	139,321	2.3%	4.2%
DTH (milyar\$)	102.6	100.5	92.4	2.1%	11.0%
M2Y	528,551	505,030	458,040	4.7%	15.4%
Mevduat Bankaları Kredileri	389,312	374,391	289,388	4.0%	34.5%
Açık Piyasa İşlemleri	-12,978	-12,843	-12,248	1.1%	6.0%
Kamu Menkul Kıymetleri	241,181	237,616	233,783	1.5%	3.2%
Dolarizasyon (DTH/M2Y)	27.5%	28.1%	30.4%	-2.2%	-9.7%

ları kriz öncesi seviye olan %6'ya getirerek piyasadan yaklaşık TL 2.1 milyar para çekti.

◆ MB borç alma faizindeki indirimin amacını TL plasmanların vadesini artırmak olarak açıkladı. Ancak, bu indirimin böyle bir amaca ancak çok marjinal bir katkısı olacaktır. Ayrıca olsa bile, bu durumun sıcak para girişini azaltma konusunda beklenen faydayı sağlaması da imkansız.

◆ Öte yandan, tüm aksi verilere rağmen MB hâlâ iç piyasanın ısınmakta olduğuna ikna olmuş değil.

*melerinin büyük payı olduğunu iddia etmekte. (Nitekim bu toplantı sonrasında sorunlu ülkelerin tahvillerinde büyük bir satış, ve dolayısıyla risk primlerinde de büyük bir artış oldu.)*

*Ancak gerçekçi olmak gerekirse Almanya'nın savunduğu maliye politikasının sıkılaştırılması ve borçların yeniden yapılandırılması şeklindeki tedbirlerin İrlanda vakasında işe yarayacağı da ortada. Aksine bu tedbirler İrlanda ekonomisinin daha da küçülmesine sebep olacak. Sonuçta doğrudan fon yardımı kaçınılmaz. Öte yandan, her ne kadar geçtiğimiz Haziran ayında öncelikle Yunanistan düşünülerek Euro bölgesinde zor duruma düşen ekonomilere kullanılmak üzere kurulan Avrupa Finansal İstikrar Kolaylığı fonunda 440 milyar euro olması gerekiyorsa da, bu fona katkı yapması beklenen bazı ülkelerin ekonomik durumu göze alındığında fonun 250 milyar*

## Parasal Göstergeler

◆ Parasal büyüklükler sene başına göre çok yüksek oranda büyüme göstermiş durumda. Her ne kadar bu durumda MB'nin bayram öncesi dolaşımdaki parayı artırması etkili olsa da, kredilerdeki artış da çok yüksek. Kredi artışı sene sonuna kadar %45'i bulabilir.

*euroyu aşması zor gözüküyor. Bu miktar İrlanda'nın ihtiyacını karşılayabilir, sıradaki diğer ülkeler dikkate alındığında yetersiz kalabilir. Bu noktada kurulan fonun yarısı kadar destek vereceğini açıklamış olan İMF'nin de devreye girmesi gerekebilir.*

*İrlanda'nın ise bankalarına mevduat-dışı kaynak sağlayan yabancı kreditorlerin alacaklarını kısmen öz sermayeye dönüştürerek mutlaka bu kreditorleri de cezalandırması ve mali yükünü bir kısmını İrlanda devleti üzerinden alması gerekiyor.*

*Euro Bölgesi'nin problemlerinin İrlanda ile sınırlı olmadığı da unutulmamalı. Sırada, Portekiz ve İspanya var!*