

Program içeriden,  
rüzgar dışarıdan  
Ekonomik Görünüm 2009



# İçindekiler

Önsöz	1
Makro görünüm: Orta Vadeli Program ve tahminler	2
Kutu – Orta Vadeli Program 2010-2012: Hedefler ve reformlar	6
Global ortam: Yarını boşver, partiye devam	8
Piyasalar: Tarih yazılıyor...	12
Büyüme ve istihdam: Uzun ince bir yoldayız...	15
Enflasyon ve para politikası: Reel politika faizinde sıfıra doğru	18
Mali politikalar ve kamu borcu: Program yapılıyorsa bir gereği vardır	21
Ödemeler dengesi: Cari tarafta yeni bir şey yok	24
Ek: Tablolar	28

## Yazar hakkında

### Dr. Murat Üçer

Deloitte Ekonomi Danışmanı

1990 yılında Boston Kolej'den, 1984 yılında Boğaziçi Üniversitesi'nden ekonomi dalında doktora ve lisans derecelerini aldı. Aralarında Uluslararası Para Fonu, Uluslararası Finans Enstitüsü ve Credit Suisse First Boston yatırım bankasının bulunduğu çeşitli kurumlarda çalıştı. Türkiye'de özel sektör dışında, Hazine ve Merkez Bankası'na danışmanlık yaptı. 2002'den beri, Global Source Türkiye temsilcisi olarak, yabancı yatırımcılara ve çeşitli yerli kurumlara Türkiye'deki makro ekonomik gelişmeler üstüne danışmanlık hizmetleri, ve Koç Üniversitesi'nde makro ekonomi dersleri vermektedir. Ekonomi alanında yayınlanmış çeşitli makaleleri ve son olarak, Türkiye'de 2001 krizi üzerine yayınlanmış bir kitabı bulunmaktadır.



**Hüseyin Gürer**  
Yönetici Ortak  
Deloitte Türkiye

İstanbul'da düzenlenen IMF-Dünya Bankası toplantılarının da gösterdiği gibi dünya bir yıl öncesine kıyasla çok farklı bir noktada. Geçen sene Lehman Brothers'ın iflası akabinde yaşanan panik, bu sene yerini kutlamalara bırakmış gözüküyor. Nispeten olumlu bu gelişmeler, Türkiye'ye de yansıyor; Türkiye'nin de içinde olduğu Gelişmekte Olan Piyasa ekonomileri, önümüzdeki süreçte büyümenin motoru olarak görülüyorlar. Ancak bu bizleri rehavete itmemeli. Bu sene %6 civarında daraldıktan sonra Türkiye ekonomisi tekrar yüksek büyüme oranlarını tutturmak, bu kayıpları telafi etmek zorunda. Geçen seneye oranla yaklaşık 1 milyon kadar artan işsiz rakamı, bu ihtiyacın en çarpıcı göstergesi.

Hükümetimiz bu doğrultuda Eylül ortasında Orta Vadeli Plan(OVP) açıklarak önemli bir belirsizliği ortadan kaldırdı. Hepimizin bildiği gibi bu planın ısrarla ve enerjyle uygulanması gerekiyor. IMF programı konusunda çekincelerin devam ettiği şu günlerde bunun öneminin ayrıca vurgulanması gerektiğini düşünüyoruz. OVP'in öngördüğü reformların özellikle mali kuralın önümüzdeki aylarda detaylandırılması, plana ve uygulanabilirliğine olan güveni arttıracaktır.

Raporda detaylarını okuyacağınız gibi, biz orta vadede imzalanacak bir IMF programının Türkiye'ye ciddi fayda getireceği ve bazı risklere karşı sigorta görevi göreceği şeklindeki görüşümüzü koruyoruz.

Deloitte olarak danışmanımız tarafından hazırlanmış bu çalışmayı yararlı bulmanızı dileriz.

# Makro görünüm: Orta vadeli program ve tahminler<sup>1</sup>

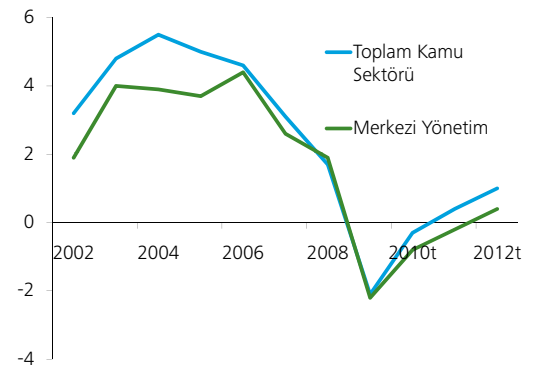
Hükümetin bir süredir hararetle beklenen Orta Vadeli Ekonomik Programı (OVEP) nihayet Eylül ortasında açıklandı (bkz. Kutu – Orta Vadeli Program 2010-2012: Hedefler ve Reformlar). Böylece önümüzdeki üç yıllık süreç için hükümetin; büyüme, enflasyon ve cari açık gibi temel makro göstergelerde ne beklediğini, son birkaç yıldır bozulan mali disiplini iyileştirmek için yapılan planları ve reformlar konusunda çizilen yolu genel hatlarıyla da olsa görmüş olduk.

Program, hükümetin 2009 yılında ekonomide ciddi bir daralma (-%6), önümüzdeki yıl ise çok hızlı olmayan bir toparlanma (%3,5) beklediğini gösteriyor. Daha sonrasında ise makul düzeyde cari açıklar verilerek 2012 yılı itibarıyla %5 gibi bir büyüme hızına ulaşıyor. Program'ın oldukça gerçekçi olduğuna şüphe yok. Bizim ayırdığımız nokta, IMF programı ile ilgili boyut; OVEP, IMF'siz bir senaryoya göre kurgulanmış olsa da, biz IMF'siz bir senaryoda zorlanılabileceğini, özellikle 2010 sonrası için yapılan büyüme tahminlerinin iyimser kalabileceğini düşünüyoruz. Başka bir ifade ile, gelecek yıl baz etkisi ile %3,5 civarında bir büyüme ulaşılabilir görünse de, sağlıklı ve kalıcı bir büyüme ortamına geçebilmek için IMF ile yapılacak – ve yeterli miktarda kredi içeren – bir anlaşmanın önemli olduğu şeklindeki görüşümüzü sürdürüyoruz.

Tabii ki Türkiye ekonomisinin IMF'siz yoluna devam etmesi mümkün. Ancak IMF'siz senaryoda hükümetin mali disiplini koruyarak güven tesis etmekte ve – son haftalarda global ortamda görülen risk iştahındaki bariz artışa rağmen – özel sektörün yatırımlar için yeterli ve istikrarlı dış finansman bulmakta zorlanabileceğini düşünüyoruz.

Böyle bir durumda bankacılık sektörünün derinliğinin hem kamu, hem özel sektörün finansman ihtiyacını karşılamaya yetmeyeceğinden, büyümenin arzulanmış düzeylerde gerçekleşmeyebileceği endişesini taşıyoruz. Daha önceki raporlarımızda değindiğimiz gibi Türkiye'de büyüme ile sermaye akımları arasında yakın bir ilişki bulunuyor (Grafik 1). Mali disiplin ise, hem uzun vadeli sermaye akımlarını çekerek toplam kullanılabilir kaynağın artmasını (financial deepening), hem de var olan kaynağın daha fazla özel sektör tarafından kullanılmasını (crowding-in) sağlıyor.

Grafik 1 - Büyüme ve sermaye akımları

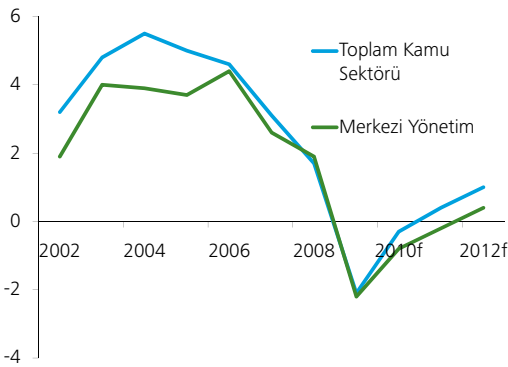


Aslında OVEP ile yapılmaya çalışılan da bu. Bir yandan bozulan mali dengelerin yeniden oluşturulması veya başka bir ifade ile borç-millî gelir oranının tekrar istikrara kavuşturulması için bir yol haritası çiziliyor, bir yandan da bir "mali kural" aracılığı ile bu taahhütlerin arkasında durulacağı sinyali veriliyor. Yani bir anlamda OVEP, IMF'siz yola devam edilebileceğinin göstergesi. Peki, OVEP arzulandığı gibi bir politika çıpası görevi görebilir mi? Bu soru en az iki ek soruyu beraberinde getiriyor. Hedeflenen uyum (adjustment) yeterli mi? Bu hedeflere ulaşmakta çizilen yol tatmin edici mi?

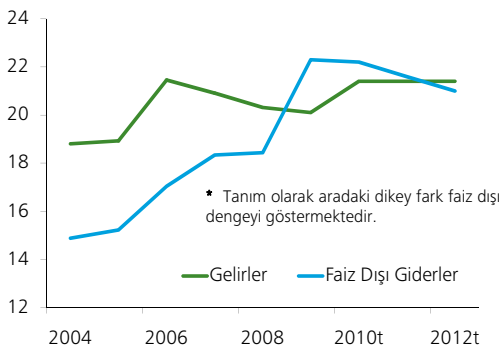
1. Raporumuz global taraftaki gelişmeler hariç, 18 Eylül 2009'a kadar elimizde olan verileri içermektedir. Global gelişmeler İstanbul'daki IMF-Dünya Bankası toplantıları izlendikten sonra yazılmıştır. Bu bölümde Orta Vadeli Program ve genel makro tahminlerimize, raporun geri kalanında ise kısaca temel makro sektörlerdeki son gelişmelere yer verilmiştir.

İlk soruyla ilgili olarak, OVEP'in 2012 yılında ulaşmayı hedeflediği (IMF-tanımlı) faiz dışı fazlayı (Merkezi Hükümet için GSYİH'ye oran olarak %0,4; toplam kamu kesimi için %1), borcun sürdürülebilirliği açısından çok iddialı bulmadığımızı söylememiz lazım (Grafik 2). Teknik açıdan çeşitli kırılmalıkları devam eden Türkiye benzeri gelişmekte olan ülkelerin, GSYİH'ye oran olarak %1 seviyesinden daha yüksek bir faiz dışı fazladan hedefi benimsemesi, negatif şoklara karşı hazırlıklı olunması bakımından daha ihtiyatlı olurdu diye düşünüyoruz. Borç dinamiklerinin kalıcı olarak istikrara kavuşmadığı koşullar da ise, herhangi bir negatif şok esnasında piyasada bir tedirginlik oluşabilecek, faizlerde bir artış ve buna bağlı olarak -düşük büyüme ve vergi gelirlerinde azalmayla beraber- sermaye çıkışları şeklinde bir kısır döngü oluşabilecektir. Nitekim hükümetin kendi projeksiyonlarında borcun GSYİH'ya oranında 2012 yılı itibariyle çok mütevazı bir düşüşü öngörmesi bu hassas dengede olduğumuzu teyit ediyor.

**Grafik 2 – Faiz dışı fazla: IMF Tanımlı (GSYİH'ye oran olarak)**



**Grafik 3 - Merkezi yönetim gelirleri ve faiz dışı harcamaları (IMF tanımlı, GSYİH'ye oran olarak)**



Mali disiplinin yeniden sağlanması konusunda hükümetin çizdiği yol haritası da bizde önemli bir soru işareti bırakıyor. Hükümet bu yıl için tahmin ettiği %2,2'lik (GSYİH'ya oran olarak) IMF tanımlı faiz dışı fazla seviyesini gelecek yıl için %0,8'lik negatif bir seviyeye çekmeyi planlıyor (Tablo 1; Grafik 3). Ancak bu düzeltmenin 1,3 puanını gelir tarafından gerçekleştirilmeyi öngörüyor. Tam detaylar açıklanmadıysa da, içki, sigara ve akaryakıt üzerinden sağlanan maktu vergilerde ufak ayarlamaların yanı sıra sağlık gibi çok ciddi sorun teşkil eden harcama alanlarında yapılacak hafif bir kısıntı dışında mali taraftaki iyileştirme planı daha çok vergi gelirlerindeki artışa dayandırılıyor. Biz bu durumun yavaş bir iyileşme senaryosunda risk teşkil edebileceğini düşünüyoruz. Ayrıca bu riski bir ölçüde telafi edebilecek reform çabalarının da yeteri kadar detaylandırılmadığını gözlemliyoruz. Bu nedenle hükümetin 2011 yılında açıklayacağını belirttiği "mali kuralın" çok önemli olduğunu düşünüyor, önümüzdeki birkaç ayda açıklanılacağı söylenen detayları heyecanla bekliyoruz.

**Tablo 1: Orta vadeli mali program (2010 - 2012) (Milyar TL)**

	2009	2010	2011	2012
<b>Merkezi yönetim bütçe giderleri</b>	<b>266,8</b>	<b>286,8</b>	<b>298,2</b>	<b>314,4</b>
Faiz dışı	211,3	230,1	243,0	259,0
Faiz	55,5	56,8	55,2	55,4
<b>Gelirler</b>	<b>203,9</b>	<b>236,8</b>	<b>253,1</b>	<b>275,4</b>
Vergi	163,6	193,3	210,2	229,5
Vergi dışı gelirler	40,3	43,5	42,9	45,8
<b>Bütçe dengesi</b>	<b>-62,9</b>	<b>-50,0</b>	<b>-45,1</b>	<b>-39,1</b>
<b>Faiz dışı denge</b>	<b>-7,4</b>	<b>6,7</b>	<b>10,1</b>	<b>16,3</b>
<b>(GSYİH'ye oran olarak)</b>				
<b>Harcamalar</b>	<b>28,2</b>	<b>27,9</b>	<b>26,7</b>	<b>25,6</b>
Faiz dışı	22,3	22,4	21,7	21,1
Faiz	5,9	5,5	4,9	4,5
<b>Gelirler</b>	<b>21,5</b>	<b>23,0</b>	<b>22,6</b>	<b>22,4</b>
Vergi	17,3	18,8	18,8	18,7
Vergi dışı gelirler	4,3	4,2	3,8	3,7
<b>Bütçe dengesi</b>	<b>-6,6</b>	<b>-4,9</b>	<b>-4,0</b>	<b>-3,2</b>
<b>Faiz dışı denge</b>				
<b>Kaynak: Maliye Bakanlığı</b>				

Sonuçta mali disiplinin bozulmasının ana nedeninin 2006 yılında GSYİH'ye oran olarak %15'lerde olan faiz dışı harcamaların 2009'da %22'lere ulaşması olduğu hatırlanırsa bize göre mali alanda sağlıklı bir iyileşmenin sağlanabilmesi için harcamalar tarafında daha net bir disipline gidilmesi gerekiyor. Bu açıdan bizdeki mali bozulmanın global krizle izah edilebilecek kısmının diğer ülkelere kıyasla daha düşük olduğunu düşünüyoruz. Başka bir ifade ile büyümedeki yavaşlamaya bağlı vergi kayıplarından ve/veya bankacılık krizlerine bağlı yüklerden ziyade, harcamaların bizzat artışı bizdeki bütçe bozulmasında en büyük rolü oynamış gözüküyor. Bu yüzden bütçeyi tekrar istikrarlı bir yola sokmak için harcamalarda ciddi bir tasarruf, vergi tarafında ise ciddi bir yapısal değişim zorunlu gözüküyor.

OVEP ile çizilen çerçevenin bir zayıf bacağı da yukarıda değinildiği gibi dış finansman. Bilindiği gibi kriz süresince yüksek bir cari açık ve sermaye hesabı açığı, Merkez Bankası rezervleri ile kaynağı belli olmayan sermaye girişleri ile finanse edildi. Ödemeler dengesi bir şekilde dengelenerek TL üzerine oluşabilecek daha ciddi bir baskı engellenmiş oldu. Ancak sağlıklı büyüyen bir ekonomide ödemeler dengesinin bu şekilde bir profil çizmesi pek tutarlı değil. Aksine, güçlü büyüme, güçlü bir finansman yapısı gerektiriyor.

Rakamlarla ifade edecek olursak, Program'a göre hükümetin 2010 yılı için cari açık tahmini 18 milyar dolar seviyelerinde bulunuyor; bizim tahminimiz biraz daha yüksek. Ancak 20 milyar dolayında bir cari açık düşündüğümüzde, bu 40 milyar dolar orta ve uzun vadeli, 30 milyar dolar kısa vadeli borç servisini de içeren yaklaşık 90 milyar dolarlık bir finansman ihtiyacı anlamına geliyor. Her ne kadar Türkiye geçmişte daha büyük rakamları sorunsuz olarak finanse etmiş olsa da biz IMF anlaşmasının olmadığı bir senaryoda bu tablonun sıkıntı yaratabileceğini düşünüyoruz.

**Tablo 2: Finansman tablosu: 2006 - 2010 (milyar \$)**

	2006	2007	2008	2009t	2010t
<b>Finansman İhtiyacı</b>	<u>63,6</u>	<u>77,3</u>	<u>84,0</u>	<u>60,4</u>	<u>64,2</u>
Cari açık	32,1	38,2	41,5	13,5	23,1
Borç servisi (orta-uzun vadeli)	<u>31,6</u>	<u>39,1</u>	<u>42,5</u>	<u>47,0</u>	<u>41,1</u>
Kamu	14,4	13,6	10,6	6,4	8,4
sak: IMF	7,5	5,1	1,9	0,7	2,2
Dış borç senetleri	2,5	3,7	3,4	1,8	2,6
Özel	17,1	25,5	31,9	40,6	32,7
Bankalar	2,6	3,1	7,2	6,2	4,8
Diğer sektörler	14,6	22,4	24,8	34,4	27,8
<b>Finansman Kaynağı</b>	63,6	77,3	84,0	55,0	50,2
Doğrudan yatırımlar (net)	19,3	19,9	15,6	5,5	8,0
Portföy (özel sektör hisse senetleri net)	-2,1	3,1	-0,6	1,0	0,5
Borçlanma (orta-uzun vadeli)	59,5	63,1	64,9	35,0	36,7
Kamu	17,4	5,9	7,7	6,4	7,5
sak: IMF	3,0	1,1	3,6	0,0	0,0
Borç senetleri 1/	12,0	1,3	-1,1	3,8	5,5
o/w: Yurtiçi (TL) Senetler (net)	6,1	-3,3	-5,1	-1,2	2,0
Özel	<u>42,1</u>	<u>57,2</u>	<u>57,2</u>	<u>28,6</u>	<u>29,2</u>
Bankalar	11,6	10,5	7,9	3,3	4,1
Diğer sektörler	30,5	46,7	49,3	25,3	25,1
Kısa vadeli (net) 2/	-2,8	2,7	4,7	-2,5	2,0
Bankaların döviz varlıkları (net) 3/	-4,1	-5,1	-7,0	5,9	1,0
Net hata noksan	0,0	1,6	5,3	7,8	0,0
Rezerv varlıklar (' - ' = rezerv birikimi)	-6,1	-8,0	1,1	2,4	2,0
<b>Finansman Açığı</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>5,7</b>	<b>13,7</b>

**Kaynak:** TCMB, Hazine ve GlobalSource

1/ Yurtdışı yerleşiklerin elindeki kağıtlar ile eurobondlar dahil (net)

2/ 2009 2.çeyrek sonu itibari ile kısa vadeli krediler 28,5 milyar dolar seviyesindedir.

3/ Diğer varlık ve yükümlülükleri içermektedir; (-) yurtdışında varlık birikimi ya da içeride yükümlülük azalışı anlamına gelmektedir.

Bunun nedenlerini finansmanın kalemlerini teker teker ele alarak izah etmek mümkün. Önümüzdeki yılda da en büyük finansman kaynağını yine doğrudan yabancı yatırımlar (DYY), portföy akımları ve özel sektör borçlanması oluşturacaktır. Detaylandırılacak olursak, özelleştirme portföyündeki elektrik dağıtım bölgeleri, bazı elektrik üretim varlıkları, Başkentgaz, İDO, otoyollar, şeker fabrikaları, Milli Piyango ihalesi gibi başlıca özelleştirme varlıklarından 2,5 milyar dolar, gayrimenkul alımları ile özel sektör satın alma ve birleşmelerinden de yaklaşık 7 milyar dolar bir DYY girişi ile brüt 10 milyar dolar civarında bir giriş yaşanmasını öngörüyoruz. Portföy girişlerinin de finansman açığını kapatmak anlamında büyük katkı sağlamasını beklemiyoruz. Geçmişte olduğu gibi ana finansman kalemi, bankacılık ve bankacılık dışı özel sektör borçlanması olacak. Ancak gerek borçlanma kapasitesi, gerek borçlanma isteği açısından önümüzdeki dönemin geçmiş dönemlere kıyasla daha farklı gelişmesini, borçlanmanın daha düşük düzeylerde seyretmesini beklemek gerekiyor (Tablo 2).

Elbette geçmişte olduğu gibi kaynağı belli olmayan sermaye girişleri ile kısa vadeli portföy yatırımları finansman tarafında bir rahatlama sağlayabilir. Ancak burada vurgulamak istediğimiz, uzun vadeli ve borç dışı akımlar (özellikle DYY) ağırlıklı, sağlıklı bir finansman yapısının sağlanamaması durumunda Türkiye ekonomisinin dalgalı ve nispeten düşük seyreden bir büyümeye mahkum olabileceği şeklinde.

Peki biz 2010'u nasıl görüyoruz? Temelde kalıcı bir iyileşme yerine, ekonominin global taraftaki gelişmeler endeksli çalkantılı bir yol izlemesini bekliyoruz. Bir noktada IMF programının imzalanacağına dair beklentimizi ise koruyoruz. Türkiye ekonomisinde gerçek bir toparlanma için global ekonomide ciddi bir iyileşme ve/veya IMF anlaşmasının şart olduğu kanısındayız. Tablo 3'de özetlendiği gibi baz senaryomuza göre, büyüme patikamız OVEP ile benzer. Enflasyon ve cari açık tarafında ise biz bir parça daha kötümseriz. Enflasyonda %5'e doğru bir eğilim görmezken, cari açığın 2010'da 23 milyar dolar civarında seyredeceğini düşünüyoruz.

<b>Tablo 3: Temel makro göstergeler</b>					
	2006	2007	2008	2009t	2010t
Büyüme (GSMH %)	6,9	4,7	0,9	-6,0	3,1
Enflasyon (TÜFE, dönem sonu)	9,7	8,4	10,1	5,6	6,6
Cari açık (milyar \$)	-32,1	-38,2	-41,5	-13,5	-23,1
Cari açık (GSMH'ya oran olarak)	-6,1	-5,9	-5,7	-2,2	-3,5
Dış ticaret açığı (milyar \$)	-54,0	-62,8	-69,9	-38,7	-48,5
Enerji faturası (milyar \$)	25,3	28,7	40,7	28,4	33,7
Doğrudan yabancı yatırımlar (milyar \$ net)	19,3	19,9	15,6	5,5	8,0
Reel efektif döviz kuru (1995=100 yılsonu Aralık verileriyle)	160,1	190,3	168,8	174,8	174,4
(% değişim)	-6,6	18,9	-11,3	3,5	-0,2
Döviz kuru (TL/\$ yılsonu Aralık verileriyle)	1,43	1,18	1,54	1,49	1,61
MB O/N Faiz oranları (yılsonu basit %)	17,50	15,75	15,00	6,50	7,50
Merkezi hükümet faiz dışı fazlası (GSYİH'ya oran olarak)	5,4	4,2	3,5	-0,9	0,3
Merkezi hükümet bütçe dengesi (GSYİH'ya oran olarak)	-0,6	-1,6	-1,8	-6,8	-5,0
Kamu net borç stoku (GSYİH'ya oran olarak)	34,1	29,5	28,2	34,7	39,7

# Kutu – Orta Vadeli Program

## 2010-2012: Hedefler ve reformlar

2010-2012 dönemini kapsayan Orta Vadeli Program 16 Eylül tarihinde açıklandı. Programda belirtilen makroekonomik öncelikler; sürdürülebilir büyümeyi sağlamak, istihdamı arttırmak, enflasyon ve kamu dengelerini tekrar sağlamak şeklinde sıralanabilir.

Orta vadeli temel ekonomik büyüklükler	2008	2009t	2010	2011t	2012t
GSYİH Büyümesi (%)	0,9	-6,0	3,5	4,0	5,0
TÜFE (yıl sonu, %)	10,1	5,9	5,3	4,9	4,8
Cari İşlemler Dengesi (milyar \$)	-41,5	-11,0	-18,0	-22,0	-28,0
Cari İşlemler Dengesi (GSYİH'ye oran olarak, %)	-5,7	-1,8	-2,8	-3,3	-3,9
<b>Merkezi Yönetim Bütçesi (GSYİH'ye oran olarak, %)</b>					
Bütçe Dengesi	-1,8	-6,6	-4,9	-4,0	-3,2
Faiz Dışı Fazla (IMF tanımı)	1,9	-2,2	-0,8	-0,2	0,4
AB Tanımlı Genel Yönetim Nominal Borç Stoku	39,5	47,3	49,0	48,8	47,8

**Kaynak:** Devlet Planlama Teşkilatı

### Program dönemi hedef ve göstergeleri

#### Büyüme ve İstihdam

2010 yılında yüzde 3,5 seviyesinde gerçekleşmesi beklenen ekonomik büyümenin Program dönemi sonu olan 2012 yılına kadar kademeli bir şekilde artarak yüzde 5 düzeyine ulaşması hedeflenmektedir.

Program döneminde yıllık ortalama reel artış hızının özel tüketim harcamalarının yüzde 3,5; özel sabit sermaye yatırım harcamalarında yüzde 10, kamu tüketim harcamalarında yüzde 2,4 ve kamu sabit sermaye yatırım harcamalarında yüzde 1,3 olması öngörülmektedir.

2009 yılında yüzde 14,8 olması beklenen işsizlik oranının, 2012 yılına kadar istihdam edilenlerin sayısındaki 1 milyon 250 bin artışla beraber yüzde 13,3'e gerilemesi hedeflenmektedir.

#### Kamu Maliyesi

2009 yılı sonunda yüzde 6,5 tahmin edilen kamu kesimi açığının GSYİH'ye oranının ve yüzde 6,6 tahmin edilen genel devlet açığının GSYİH'ye oranının 2012 yılında sırasıyla yüzde 2,1 ve 2,7 seviyelerine gerilemesi öngörülmektedir. Faiz giderleri ve özelleştirme gelirleri hariç kamu kesimi dengesinin GSYİH'ye oranının ise 2009-2012 yılları arasında yüzde 0,4 açıktan yüzde 2,1 fazlaya yükselmesi beklenmektedir.

Genel devlet harcamalarının GSYİH'ye oranının 2009 yılında yüzde 40,1 olacağı tahmin edilirken 2012 yılında ise yüzde 37,8'e gerilemesi beklenmektedir. Genel devlet faiz dışı harcamalarının GSYİH'ye oranının ise 2009 yılında yüzde 33,6 olması beklenirken 2010 yılında yüzde 34,3'e yükselmesi daha sonra da 2012 yılında yüzde 33'e gerilemesi öngörülmektedir.

GSYİH'ye oran olarak, 2009 yılında yüzde 33 olacağı tahmin edilen özelleştirme gelirleri hariç genel devlet gelirlerinin 2012 yılında yüzde 34,4 olması beklenmektedir. Sosyal güvenlik primleri dahil vergi yükünün ise (vergi red ve iadeleri hariç) 2009 yılında yüzde 24, 2010 yılında ise yüzde 26,2 olması ve Program dönemi boyunca da bu seviyede devam etmesi öngörülmektedir.

2008 yılında yüzde 39,5 düzeyinde gerçekleşen AB tanımlı genel yönetim nominal borç stokunun GSYİH'ye oranının 2009 yılında yüzde 47,3'e, 2010 yılında ise yüzde 49'a yükselmesi beklenirken bu oranın Program dönemi sonunda yüzde 47,8'e gerileyeceği tahmin edilmektedir.

#### Ödemeler Dengesi

2012 yılında, ihracatın yıllık ortalama yüzde 9,7 oranında artarak 130 milyar dolara, ithalatın ise yıllık ortalama yüzde 11,7 oranında artarak 187 milyar dolara ulaşacağı tahmin edilmektedir. 2009 yılında 21 milyar dolar olarak gerçekleşmesi beklenen turizm gelirlerinin program dönemi boyunca sürekli yükselerek 2012 yılında 24,5 milyar dolara ulaşacağı tahmin edilmektedir.

Cari işlemler açığının ise Program dönemi ortalamasının yüzde 3,3 seviyesinde gerçekleşmesi beklenmektedir.

### Enflasyon

Enerji ve emtia fiyatlarındaki gerilemelerin ve talepteki durgunluğun enflasyon üzerindeki baskıyı azaltmasıyla gerileme trendine giren enflasyonun 2009 yılı için yüzde 5,9 ve Program dönemi boyunca da sırasıyla yüzde 5,3; yüzde 4,9 ve yüzde 4,8 seviyelerinde gerçekleşmesi öngörülmektedir.

### Orta vadeli programdaki yapısal kamu maliyesi reformları

- Mali kural uygulamasına geçilmesi
- KİT'lerde yeni bir yönetim modelinin hayata geçirilmesi
- Vergi kayıp ve kaçığının azaltılması, vergi tabanının genişletilmesi
- Gelir idaresinin denetim ve uygulama kapasitesinin güçlendirilmesi
- Vergi ve diğer mali yükümlülüklerin zamanında ödenmesini teminen etkin bir tahsilat sisteminin kurulması
- Yerel yönetimlerin öz gelirlerini artırıcı ve mali yönetimlerini iyileştirici düzenlemelerin yapılması
- Sağlık hizmet ve harcamalarının etkinleştirilmesi ve Aile Hekimliği uygulamasının yaygınlaştırılması
- Sosyal yardımlarda yerindeliğin ve harcamalarda etkinliğin sağlanması
- Kamu cari harcamalarının öncelikli alanlara yönlendirilmesi
- Kamu yatırımlarının yeniden önceliklendirilerek etkinleştirilmesi
- Kamu mali yönetiminde şeffaflık, veri kalitesi, raporlama ve kontrol sistemleri alanlarındaki uygulamaların uluslararası standartlara yükseltilmesi

### Orta vadeli programda ekonominin rekabet gücü ve verimliliğini artıracak politika ve reformlar

- Ziraat Bankası'nın hisselerinin bir bölümünün halka arzına yönelik hazırlık çalışmalarının başlatılması, çalışma sonuçlarına ve piyasa koşullarına göre uygulamaya ilişkin kararın verilmesi
- Kamunun elektrik dağıtımı ve şeker üretimi alanlarından tamamen çekilmesi, telekomünikasyon ve liman işletmeciliklerindeki payının azaltılması
- İş dünyasının talep ettiği nitelikte insan gücü yetiştirilmesine hız kazandırılması
- Esnek istihdam biçimlerinin yaygınlaştırılması
- Aktif işgücü programlarının etkin uygulanmasına yönelik olarak İŞKUR'un kurumsal kapasitesinin geliştirilmesi
- İstanbul Uluslararası Finans Merkezi Projesi'nin uygulamaya konulması
- Yatırımların finansmanında kamu-özel işbirliği modellerinin kullanımının yaygınlaştırılması
- Bölgesel gelişmişlik farklarının azaltılmasına yönelik yatırımlara ve ekonominin üretken yapısını destekleyen altyapı yatırımlarına ağırlık verilmesi, GAP, DAP ve KOP uygulamalarına ivme kazandırılması
- Kuruluşları tamamlanan kalkınma ajanslarının faaliyete geçirilmesi
- Tarımsal desteklerin yeniden düzenlenmesi
- Kredi garanti fonuna Hazine tarafından sağlanan teminat desteğinin etkin bir biçimde devreye sokulması
- Yeni çıkarılan yatırım teşvik sisteminden özel sektörün azami ölçüde yararlanmasının sağlanması
- Devlet yardımlarının şeffaflaştırılması ve etkinleştirilmesi
- Yeni üniversitelerin beşeri ve fiziki alt yapılarının güçlendirilerek büyüme sürecine katkılarının artırılması
- Yargı sisteminin hız ve etkinliğinin artırılması

# Global ortam: Yarını boşver, partiye devam<sup>2</sup>

Gerek veri akışı, gerekse piyasaların seyri açısından global ortamdaki iyileşme trendi son raporumuzdan beri devam etti. Gelişmiş ülkelerde resesyonun sonuna gelindiği kesinlik kazanırken örneğin yılın ilk çeyreğinde %6,4; ikinci çeyreğinde %0,7 daralan ABD ekonomisinin yılın ikinci yarısında –ağırlıklı olarak genişleyici mali politikalar ve stok birikimleri sayesinde– %3-%4 civarında büyüebileceği tahmin ediliyor. Daha önceki bölümde değinildiği üzere, global ekonomide özellikle gelişmiş ülkelerde büyüme tahminleri uzun bir aradan sonra ilk defa bariz bir şekilde yukarı doğru revize edilmeye başlandı (Tablo 1).

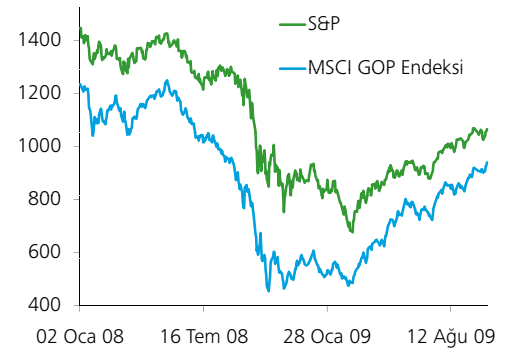
Eylül sonunda Pittsburgh’da düzenlenen G-20 zirvesinde ve ardından İstanbul’daki IMF-Dünya Bankası toplantıları sırasında, dünya ekonomisinde iyileşmenin başladığına ama genişleyici politikalarla vaz geçmek için henüz erken olduğuna dair mesajlar, korumacılığı engelleme çağrıları ve gelişmekte olan piyasa (GOP) ekonomilerinin artan önemine vurgu yapılması –hatta uluslararası ekonomik koordinasyon açısından G-20’nin, zenginler kulübü olarak adlandırılan G-7’nin yerini alma yönünde önemli aşamalar yaşanması– piyasalardaki olumlu havayı destekledi<sup>3</sup>. Bu süreçte, S&P-500 ve Morgan Stanley Composite GOP endeksleri son raporumuzdan beri %10 ve %15 düzeyinde değer kazandı (Grafik 1).

Tablo 1: Dünya Ekonomik Görünümü Raporu: Büyüme tahminleri (yıllık değişim, %)

	Güncel Tahminler				Temmuz tahminlerine göre değişim	
	2007	2008	2009	2010	2009	2010
<b>Dünya</b>	<b>5,2</b>	<b>3,0</b>	<b>-1,1</b>	<b>3,1</b>	<b>0,3</b>	<b>0,6</b>
Gelişmiş ekonomiler	2,7	0,6	-3,4	1,3	0,4	0,7
ABD	2,1	0,4	-2,7	1,5	-0,1	0,7
Euro bölgesi	2,7	0,7	-4,2	0,3	0,6	0,6
Gelişmekte olan piyasalar	8,3	6,0	1,7	5,1	0,2	0,4
Gelişmekte olan Asya	10,6	7,6	6,2	7,3	0,7	0,3
<b>Tüketici fiyatları</b>						
Gelişmiş ekonomiler	2,2	3,4	0,1	1,1	0	0,2
Gelişmekte olan piyasalar	6,4	9,3	5,5	4,9	0,2	0,3

**Kaynak:** IMF Dünya Ekonomik Görünümü Ekim 2009 Raporu

Grafik 1 - S&P ve MSCI GOP endeksleri

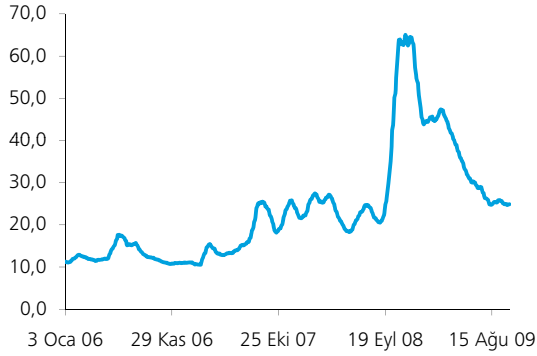


2. Bu bölümde kapsamlı bir global ekonomik değerlendirmeden ziyade Türkiye’yi özellikle ilgilendiren birkaç ana temaya değinilmesi amaçlanmıştır. Kapsamlı bir değerlendirme için bkz. World Economic Outlook, International Monetary Fund, Ekim 2009 ve daha rahat okunabilir güncel bir rapor için, The Long Climb (a special report on the world economy), The Economist, 3 Ekim 2009.

3. Amerika, Japonya, İngiltere, Almanya, Fransa, Kanada ve İtalya’nın oluşturduğu G-7 dışında, aralarında Çin, Rusya, Hindistan, Brezilya, Kore ve Türkiye’nin bulunduğu, dünya milli gelirinin %90’ini oluşturan sitemik önemdeki ülkeler grubu. Detaylar için bkz. [www.g20.org](http://www.g20.org).

Piyasalarda genel risk iştah ve algılamasını ölçen volatilité endeksi (VIX) ise 25 düzeyinde istikrarlı bir seyir izledi (Grafik 2).

**Grafik 2 - CBOE Volatilité endeksi (20 günlük hareketli ortalama)**



Bu olumlu trendin kısa vadede ekonomilerdeki veri akışına bağılı olarak devam etmesi şaşırtıcı olmayacaksa da, dünya ekonomisinin hassas bir dönemeçte olduğunu, önümüzde zorlu bir süreç olduğunu unutmamak gerekiyor. Örneğin son IMF-Dünya Bankası toplantıları sırasında verilen mesajlar önümüzdeki süreçte dünya ekonomisini iki temel zorluğun beklediği yönündeydi. İlk zorluk talep kompozisyonu ile ilgili. Talebin bir yandan mali sektörden özel sektöre -ağırlıklı olarak özel tüketim- kayması gerekirken, global ölçekte ABD tüketicisinin yerini başta Çin olmak üzere diğer ülke tüketicilerinin alması gerekiyor.

Bu noktayı basit milli gelir özdeşliği ile izah etmek mümkün. Milli Gelir (Y) = Özel Tüketim (C) + Özel Yatırım (I) + Kamu Harcamaları (G) + Net Dış Talep (ihracat eksi ithalat; NX) şeklindeki basit özdeşliği hatırlayacak olursak, son dönemde gözlemlediğimiz dinamiğin tersine dönmesi yani talebin --basit bir şekilde ifade edersek--G'den C'ye kayması gerekiyor. Bu esnada başta ABD olmak üzere iç talep (C+I+G) ağırlıklı büyüyen ülkelerin dış talep ağırlıklı büyümeye (NX) geçmesi, başta Çin olmak üzere dış talebin büyümede önemli bir katkı sağladığı ülkelerin ise iç talep ağırlıklı bir büyümeye dönmesi gerekiyor. Ve bunun en temel aracının ekonomik daralma değil, reformlar ve kur serbestliği aracılığı ile olması (özellikle Asya tarafında) en sağlıklı yol olarak gözükmüyor.

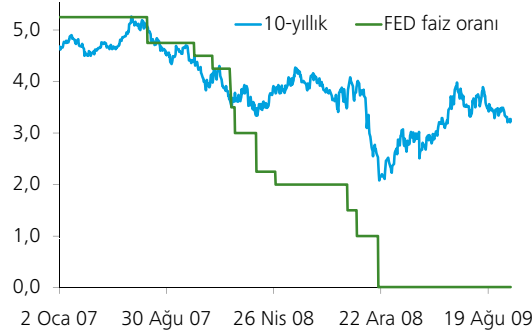
Ancak talep kompozisyonlarının bu tarz bir yeniden ayarlama (rebalancing) yaşamasının kısa vadede politik-ekonomik zorlukları oldukça açık.

İkinci sorunsal, para ve mali politikaların normale dönmesi ile ilgili. Bilindiği gibi başta gelişmiş ülkeler olmak üzere faiz daha önce görülmemiş düzeylerde seyrederken, mali harcamaların devreye sokulmasıyla borçluluk düzeyleri hızla arttı. Örneğin, IMF'nin hesaplarına göre, G-20 ülkelerinde kriz öncesinde %80'ler düzeyinde olan kamu borcu/milli gelir oranının, 2014 yılında 40 puan artarak %120'ye çıkması bekleniyor. Bu durum bir müddet daha sürdürülebilir görülse de, borç düzeylerindeki artış ve parasal genişleme enflasyon beklentilerini kamçılacağından, dünyada enflasyonist bir düşük büyüme ortamı azımsanmayacak bir tehlike olarak karşımızda duruyor. Nitekim son dönemde altın fiyatlarında görülen şiddetli yükseliş bir yerde bu ihtimalin fiyatlandığı anlamına geliyor. Dolayısıyla doğru bir zamanlama ile genişleyici politikalardan vaz geçilmesi ve son 1 yıldır özellikle gelişmiş ülkelerden kaynaklanan stimülusun geri çekilmesi gerekiyor. Bu sağlıklı bir büyüme ortamında sorun teşkil etmeyecekse de, büyümenin zayıf olduğu bir konjonktürde erken bir hareket --1990'ların Japonya örneğinde olduğu gibi -- dünya ekonomisini uzun süreli bir durgunluk ortamına sokabilir.

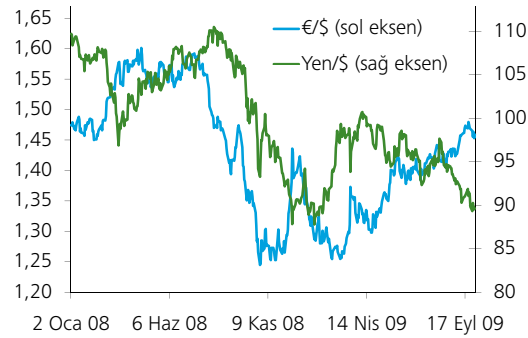
Aslında bu iki sorunun çözümü, GOP'ların önümüzdeki dönemde göstereceği performansla yakından ilgili. Dünya ekonomisi son 5 yıllık süreçte %5 civarında büyüdü. Bu aşırı borçlu, tasarruf oranı 0'lara yaklaşan ABD ekonomisinin tüketicisi üstüne kurulu bir düzendi. Benzer bir düzen daha dengeli olarak, GOP ekonomilerinin tüketicileri üzerinden kurulabilir mi? Önümüzdeki süreçte global gelişimleri takip ederken en temel sorulardan birinin bu olduğunu düşünüyoruz. Bizim görüşümüz daha önceki raporlarımızda belirttiğimiz gibi bunun kolay bir dönüşüm olmayacağı, 2010'un ikinci yarısından itibaren, ekonomideki baz etkilerinin zayıflamasıyla, yeni bir takım sorunlarla karşılaşacağımız yönünde.

Global görünümün gittikçe iyileşmesi, bu arada ABD ekonomisinin sağlığıyla ilgili endişeler bono faizlerinde aşırı yükselmeyi engellerken, doların değer kaybetmesine yol açıyor (Grafik 3 ve Grafik 4). Daha önce vurguladığımız gibi her ne kadar dolarda sert bir çöküş senaryosunu şu anda çok olası görmüyorsak da, veri akışı ve risk iştahı olumlu seyrettikçe -- ve daha önemlisi ABD'deki genişleyici politikalar dolayısıyla doların rezerv para statüsü sorgulanmaya devam ettikçe -- kısa vadede doların kuvvetlenmesi zor gözüküyor.

**Grafik 3 - ABD faiz oranları (%)**

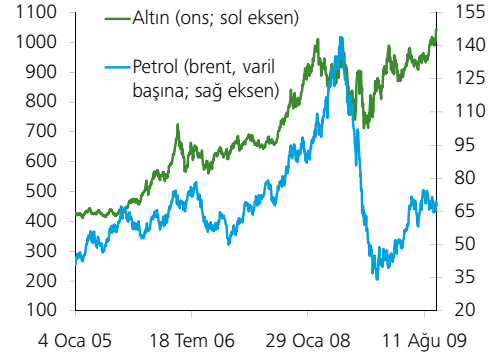


**Grafik 4 - G-3 Kurları**



Geçen raporumuzdan bu yana kısmen dolardaki zayıflığa bağlı olarak altın ve petrol fiyatlarının yüksek seyri devam etti. Altın fiyatının nakit bolluğu ve bunun yarattığı uzun vadeli enflasyon korkusu ile altının onsunun 1100 dolara yaklaştığını gözlemledik. Petrol fiyatları ise, son raporumuzdan beri varil başına 60-75 dolar seviyelerinde istikrarlı bir seyir izledi. Dünya ekonomisinin nispeten güçlenen görünümü, arz taraflı sorunlarla birleştiğinde, petrol fiyatının kısa vadede bu seviyelerin altına inmesini beklemiyoruz (Grafik 5).

**Grafik 5 - Petrol ve altın fiyatları (\$)**





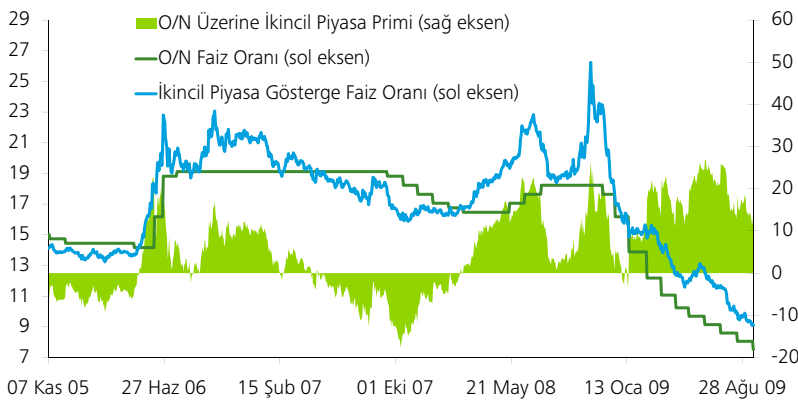
# Piyasalar: Tarih yazılıyor...

Mart ayından bu yana artan risk alma iştahı ile Merkez Bankaları tarafından krizi önlemek için yaratılan likiditenin gelişmekte olan piyasalara girişinin sürmesi Türk mali varlıklarına gelen alımların sürmesini sağladı. Likidite varlığının dışında, Merkez Bankası'nın faiz indirimlerine ve bankaların bono pozisyonlarını arttırmaya devam etmesi hisse senedi, tahvil ve döviz piyasaları üzerinde önemli etkide bulundu.

IMF ile anlaşma beklentilerinin 1,5 yılı aşkın süredir devam etmesi, anlaşma ile ilgili açıklamaların piyasanın dikkatini eskisi kadar çekmemesine neden olurken, anlaşma beklentisi yine de sıcak kalarak piyasaların diğer GOP'lara göre daha iyi performans göstermesini sağladı. Piyasa oyuncuları, Orta Vadeli Mali Program'daki makro varsayımları gerçekçi bulsa da, bütçe ile ilgili büyüklüklerin IMF anlaşması için yeterli görülmemesi, IMF anlaşmasının gerçekleşmeyebileceği görüşünün açıkça ifade edilmeye başlanmasına neden oldu<sup>4</sup>.

Son raporumuzu yazdığımız dönemlerde %12 seviyelerinde bulunan gösterge bono bileşik faizi, yılın 3. enflasyon raporunun açıklandığı Temmuz sonu Ağustos başında sert bir biçimde düşüş göstererek %10 seviyesine yaklaştı. Devam eden faiz indirimleri ve eşlik eden açıklamalar gösterge tahvil bileşik faizinin %9 seviyesinin altına inmesine neden oldu (Grafik 1).

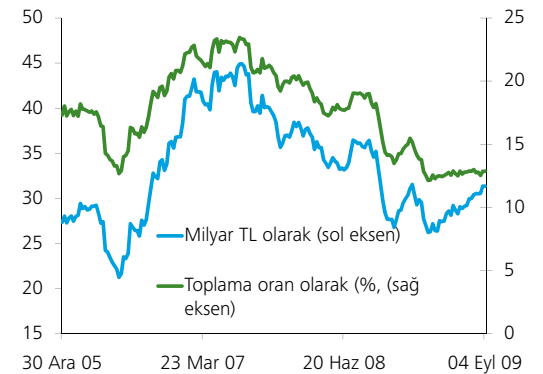
Grafik 1 - Faiz oranları (bileşik %)



Bonoya gelen talebin ana kaynağı yine yerli bankalar oldu. Özel sektör şirketlerine verilen kredilerin hala riskli görülmesi ve bankaların ihtiyaç duyduğu likiditenin açık piyasa işlemleri, haftalık ve 3 aylık repo ihaleleri ile sağlanması, bankaların ellerindeki fonları devlet tahvilinde değerlendirmeye devam etmesine neden oldu. Bono faizlerindeki sert düşüş nedeniyle reel faizler rekor düşük seviyelerde bulunsa da, bu seviyelerin diğer ülkelere göre hala yüksek olması ve faizlerin hem içeride hem dışarıda uzun süre düşük seviyelerde kalacağı beklentisi piyasadaki bono alımlarının devam etmesine neden oluyor. 19 Eylül itibarıyla gösterge bono faizi %9,1 seviyesinde bulunurken, reel faizler son raporumuzdan bu yana yaklaşık 2,7 puan düşerek %2,6 seviyesinde bulunuyor.

Haziran raporumuzdan bu yana yabancı yatırımcıların portföylerinde tuttukları bono-tahvil miktarında her ne kadar artış görüle de, toplama oran olarak bakılığında yabancı yatırımcı pozisyonunun değişim gösteremeyerek %13 seviyesinin hemen altında kaldığı görülüyor (Grafik 2).

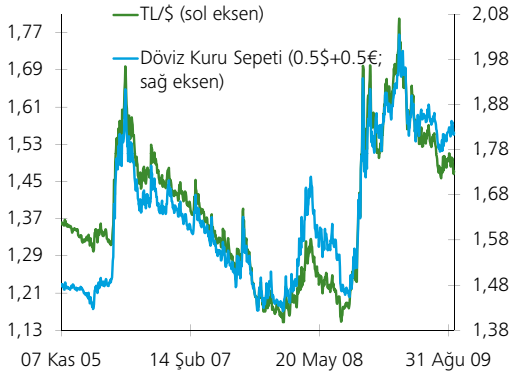
Grafik 2 - Yabancıların tuttuğu Bono - Tahvil stoku



4. Buna rağmen, raporumuzu yayına hazırladığımız günlerde, IMF-Dünya Bankası Yıllık Toplantıları sürerken Başbakan Recep Tayyip Erdoğan'ın IMF ile gelir idaresinin özerkliği konusunda anlaşıldığını açıklaması, piyasada anlaşma rakamının 45 milyar dolar olduğu haberiyle birleşince hisse senetleri ve bono tarafı yeni bir mini ralli yaşadı.

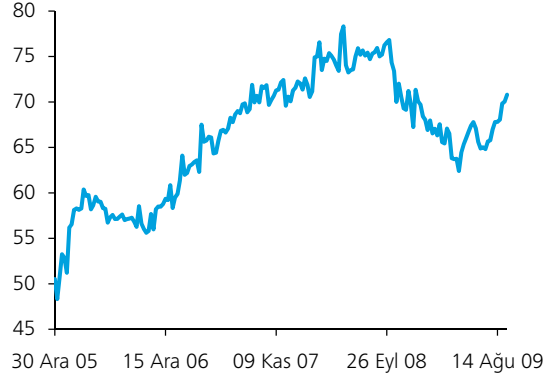
Son raporumuzdan bu yana dolar kuru en düşük 1,45'li seviyeleri görürken, döviz kuru sepeti 1,8 seviyesinin altına kalıcı olarak inmedi (Grafik 3). TL, 19 Eylül itibariyle döviz kuru sepeti karşısında Lehman Brothers'ın iflas ettiği Eylül 2008 ortasına göre halen %20'ye yakın oranda değer kaybetmiş bulunuyor. TL'de son raporumuzdan bu yana gözlenen toparlanmada portföy girişlerinin yanı sıra yaz aylarında turizm gelirlerinde gözlenen canlanmanın önemli oranda etkisi oldu.

**Grafik 3 - Döviz kuru gelişmeleri**



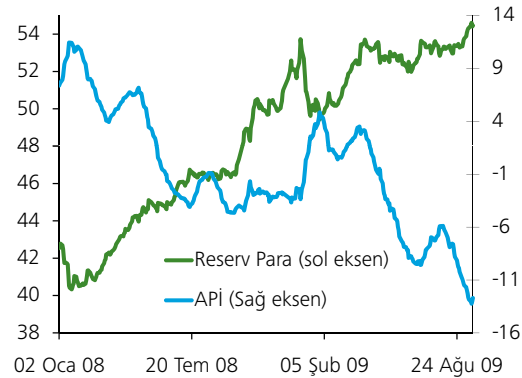
Merkez Bankası brüt döviz rezervlerinin son raporumuzu kapsayan dönemde bir miktar yükseliş gösterdiğini fakat düşüş trendinin hala hakim olduğunu ifade etmiştik. Merkez Bankası'nın 2008 Ekim ayı ortasında piyasaların bozulması sonucu TL'nin baskı altında kalmasıyla ara vermek zorunda kaldığı döviz alım ihalelerine Ağustos başında yeniden başlaması, kamunun Merkez Bankası nezdinde tuttuğu döviz mevduatlarındaki artış gibi nedenlerinde etkisi ile brüt döviz rezervleri son raporumuzdan bu yana 4 milyar dolara yakın artış gösterdi (Grafik 4). Brüt döviz rezervleri halen Mayıs 2008'de gördüğü 78 milyar dolarlık tarihi zirveye göre 6 milyar dolar daha düşük seviyelerde bulunuyor.

**Grafik 4 - TCMB brüt rezervleri (milyar \$)**



Merkez Bankası'nın piyasadaki TL likiditesi sıkışıklığını önlemek için uzun zamandan beri kullandığı açık piyasa işlemleri stoku Merkez Bankası'nın piyasayı fonladığı anlamına gelen eksi bölgede kalmaya devam etti (Grafik 5). Haftalık repo ihaleleri devam ederken, 17 Haziran'da repo ihalelerinin vadesinin 3 aya kadar uzatılması yüklü bono pozisyonu bulunan bankalara sağlanan likidite konusunda ek bir adım oldu. Önümüzdeki dönemde –sermaye girişlerinin bariz olarak artış göstermediği bir senaryoda -- teknik faiz indirimi, ikinci piyasadaki bono alımları ve TL mevduatlarına uygulanan zorunlu karşılık oranlarının indirilmesi gibi düzenlemelerin piyasadaki TL likiditesi sıkışıklığı konusunda ilave bir rahatlama getirebileceğinden, yakinen izlenmesi gerektiği görüşündeyiz.

**Grafik 5 - Rezerv para ve açık piyasa işlemleri (milyar TL, 20-günlük hareketli ortalama)**



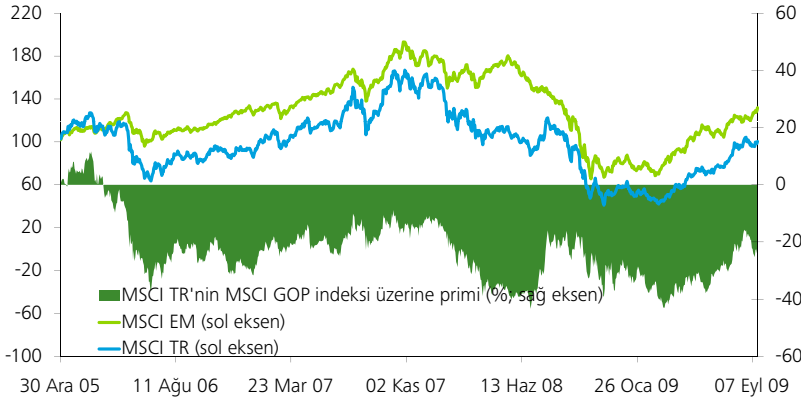
Hisse senedi piyasasında Mart ayında başlayan yükselişin hemen hemen hiç düzeltme olmadan bugüne kadar devam ettiğini görüyoruz. Türkiye'nin sağlam bankacılık sistemi, faiz indirimlerinin İMKB endeksi üzerinde oldukça önemli bir ağırlığa sahip banka karlarına olan olumlu katkısı ile Mart ayında başlatılan vergi indirimlerinin çeşitli sektörlerde yarattığı hareketliliğin hisse senedi endekslerinin yukarı yönlü hareketini desteklediğini gördük.

2005 Aralık ayı baz alındığında, Türk hisse senetleri GOP ortalamasına göre halen iskontolu kalırken, Türk hisselerinin GOP ortalamasına göre daha iyi performans göstermesiyle Mart ayında daralmaya başlayan iskontonun Haziran ortasından bu yana daralmaya devam ettiğini gözlemliyoruz. Raporumuzun cut-off tarihi olan 19 Eylül öncesinde İMKB, gelişmekte olan piyasaların hafif altında performans gösterince, önceki günlerde %20'nin altına inen iskonto yeniden %20'nin üzerine çıkmış oldu (Grafik 6).

IMF anlaşmasına ilişkin olumlu açıklamalar, İMKB'deki alımları tetiklerken, negatif açıklamaların yeterince dikkate alınmamasını, IMF anlaşması konusunda nihai kararın olumsuz olması durumunda hisse senedi piyasası için önemli bir risk unsuru olarak görüyoruz.

Mart ayındaki 120 dolardan 2030 vadeli eurobond fiyatı son raporumuzu yayına hazırlarken 150 doların üzerinde bulunuyordu, geçen süre zarfında ABD uzun vadeli faizlerinin yükseliş göstermemesi, aksine düşmesi ve GOP tahvillerine para girişi %7 civarındaki eurobond faizinin %6,4'e kadar gerilemesine neden oldu. Son raporumuzda 150 doların biraz üzerinde bulunan 2030 vadeli eurobond fiyatı ise 160 doların üzerine yükseldi. Türkiye'nin kamu borcunun milli gelire oranı gibi göstergeleri kötüleşme gösterse de, eskiye göre ve diğer gelişmekte olan ülkelere göre düşük düzeylerde kalması ve alternatif tahvil faizlerinin bulunduğu düşük seviyeler, eurobond faizleri üzerinde aşağı yönlü baskı yapacak etkenler olarak önümüzde duruyor.

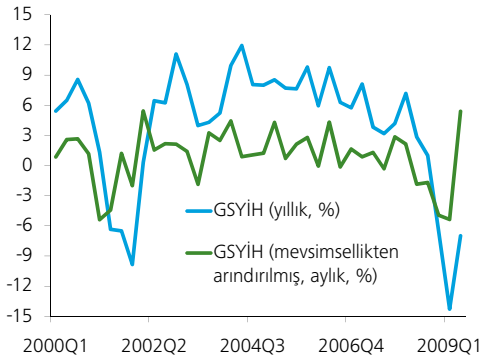
Grafik 6 - MSCI: Türkiye ve EM endeksi (Aralık 2005=100)



# Büyüme ve istihdam: Uzun ince bir yoldayız...

2. çeyrekte otomotiv, beyaz eşya gibi sektörlerde uygulamaya konulan ve Eylül sonuna kadar devam eden KDV/ÖTV indirimlerinin etkisiyle öncü göstergelerde meydana gelen iyileşmenin, 1. çeyrekteki sert daralmadan sonra (%14,3; revize) 2. çeyrekte Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYİH) verilerine yansımaları bekleniyordu. Nitekim Eylül ayında açıklanan rakamlara göre GSYİH 2. çeyrekte beklenenden bir parça daha az, %7 daraldı. Diğer taraftan ekonominin görünümünü bir önceki çeyrekle karşılaştırabilmeye imkan veren mevsimsellik ve çalışılan gün sayısı etkisinden arındırılmış – ve TÜİK tarafından yeni yayınlanmaya başlanan seriler – GSYİH'nin 2. çeyrekte 1. çeyreğe göre %7,1 oranında büyüdüğünü gösterdi (Grafik 1).

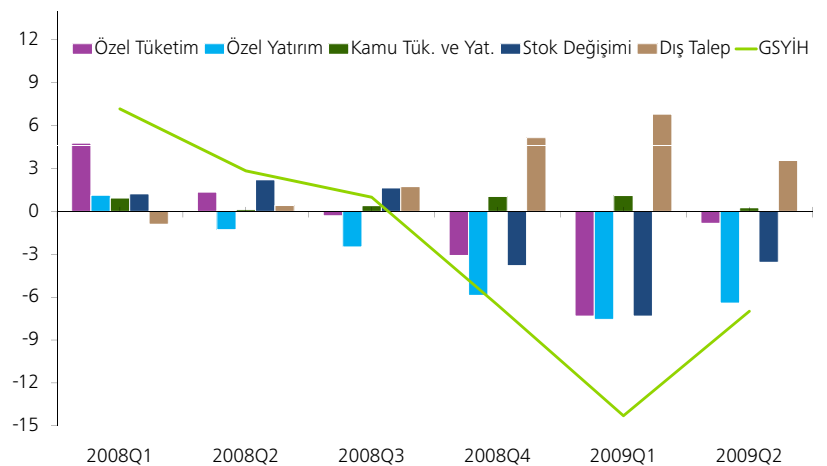
Grafik 1 - GSYİH Büyümesi (%)



Ancak birinci çeyreğe göre bu hızlı toparlanmada esas belirleyicinin KDV ve ÖTV indirimleri olduğu, bu nedenle özel nihai tüketim harcamalardaki serbest düşüşün 2. çeyrekte yerini yıllık bazda hafif bir daralmaya bırakmış olduğu gözleniyor. Özel nihai tüketim 2. çeyrekte yıllık bazda %1,2 oranında daralma gösterirken, 1. çeyrekte bu oran %10,3 düzeyindeydi. Özel yatırımlar ise, ek kapasiteye ihtiyaç bulunmaması (kapasite kullanımı halen çok düşük seviyelerde bulunuyor) gibi nedenlerden dolayı yıllık bazda %-29,7 ile yüksek oranlı daralmasını devam ettirdi (1. çeyrek: %-33,5).

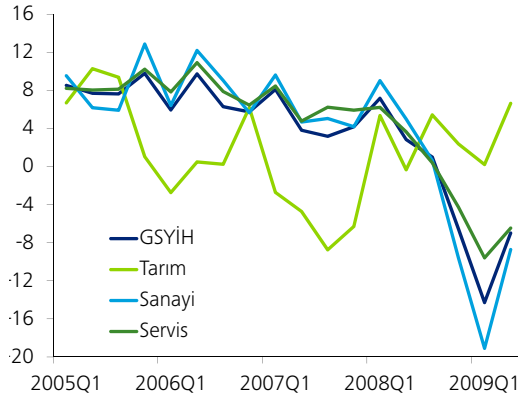
Büyümeye katkı olarak baktığımızda, özel tüketimin 2. çeyrek büyümesine katkısı -0,8 puan, özel yatırımların katkısı ise -6,4 puan olarak gerçekleşti. Kamu tüketim ve yatırımlarının katkısı da yerel seçimlerin geride kalmasının da etkisiyle ilk çeyrekteki 1,1 puandan ikinci çeyrekte 0,3 puana geriledi (Grafik 2). Buna ek olarak, Türkiye ekonomisi ikinci çeyrekte de stok eritmeye devam etti. 2007'nin son çeyreğinden 2008'in 3. çeyreğine kadar büyümeye pozitif katkı sağlayan stok değişimi, bu yılın ikinci çeyreğinde büyümeye negatif katkısını 3,6 puan ile azaltarak sürdürdü (1. çeyrek: -7,3 puan). İthal tüketim malları ile ara mallarına olan talebin düşüş göstermesi ile birlikte ithalatın ihracattan daha hızlı daralması dış talebin büyümeye - geçen yılın 2. çeyreğinden bu yana devam ettirdiği - katkısını azaltarak, 3,6 puanla sürdürmesini sağladı (1. çeyrek: 6,8 puan). Özetle 2. çeyrekte kamu tüketim ve yatırımları ile dış talebin büyümeye katkısı pozitif olurken, özel tüketimin katkısı halen negatif olsa da vergi indirimlerinin etkisiyle **bir önceki çeyreğe göre önemli ölçüde iyileşti**. Özel yatırımlar ise yüksek oranlı negatif katkısını 2. çeyrekte de sürdürdü.

Grafik 2 - Büyümenin kaynakları (geçen dönemin GSYİH'sına % olarak)



Hava koşullarının elverişli seyretmesi tarım sektörünün 2. çeyrekte yıllık bazda %6,7 oranında büyümesini sağlarken, sanayi ve servis sektörlerinin üretimi sırasıyla %8,7 ve %6,5 oranında daralma gösterdi (Grafik 3).

**Grafik 3 - GSYİH büyümesi: Sektörel (%)**

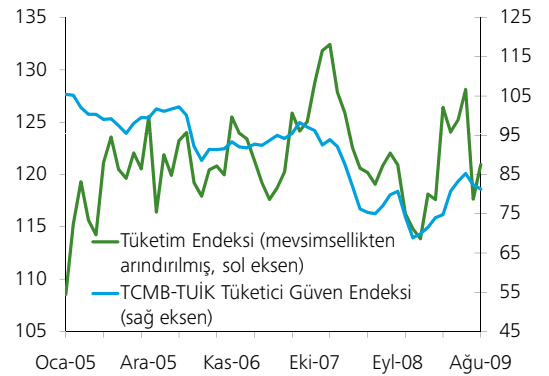


TÜİK tarafından GSYİH verilerinden oldukça önce açıklanan sanayi üretim rakamlarının 2. çeyrekte yıllık bazda %15,2 daralma göstermesine rağmen, büyüme verileri altındaki sanayi üretimi daralmasının %8,7 ile sınırlı kalmasının büyük oranda GSYİH verileri ile sanayi üretim verilerinin ölçülmesindeki metodoloji farkından kaynaklandığını düşünüyoruz. (GSYİH verileri katma değer yöntemi ile, sanayi üretimi verilerinin ise nihai ürünler hesaplanarak bulunuyor.) İlk çeyrek büyüme verisinin aşağı yönlü revize edilmesinde sanayi sektörü üretiminde yapılan aşağı yönlü revizyon etkili oldu.

Hizmet sektörü altında inşaat, toptan ve perakende ticaret ile ulaştırma, depolama ve haberleşme sektörlerindeki yıllık bazlı sert düşüşler 2. çeyrekte de devam etti. KDV ve ÖTV indirimlerinin de etkisiyle toptan ve perakende ticaret sektörü üretiminin yıllık düşüşü %15'e geriledi (1. çeyrek: %-26,4).

3. çeyrek büyüme tahmini yapabilmek için henüz elimizde tüm büyüme göstergeleri (sanayi üretimi, kapasite kullanım oranı, tüketim endeksi, ithalat ve ihracat endeksleri, kredi verileri vb.) olmasa da ekonominin 3. çeyrekte yıllık bazda 2. çeyrekteki %7'den daha düşük bir oranda daralmasını ve son çeyrekte pozitif bir büyüme göstermesini bekliyoruz. Özel tüketimde yıllık bazda düşüşün 2. çeyreğe göre hızlanması (KDV ve ÖTV indirimlerinin etkisinin zamanla azalması nedeniyle), bizde 2. çeyrekteki iyileşmenin 3. çeyrekte aynı hızla devam etmeyeceği kanısını oluşturuyor. Nitekim CNBC-e Tüketim Endeksi ve TCMB - TÜİK Tüketici Güven Endeksi 3. çeyreğin tüketim ve tüketici güveni açısından 2. çeyrek kadar olumlu olmadığını gösterirken, tüketici kredileri kalıcı bir canlanma göstermekte zorlanıyor (Grafik 4-5).

**Grafik 4 - Tüketici güveni ve tüketim endeksi**



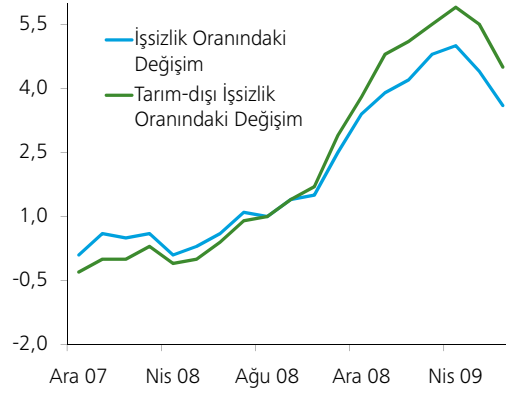
**Grafik 5 - Tüketici kredileri ve kredi kartları (haftalık %; 8 hafta hareketli ortalama)**



Sanayi üretimi için 3. çeyreğe dair raporumuz hazırlanırken elimizde en son Temmuz'a ait yıllık bazda %9,2 daralma bulunurken, kapasite kullanım oranının Ağustos'ta yeniden %70'in altına düşmesi sanayi üretimine dair çok fazla olumlu olmamızı engelliyor. Hatta öngörümüze yönelik aşağı yönlü risklerde bulunuyor diyebiliriz. 3. çeyreğin genelde mevsimsel olarak yüksek stok birikiminin gerçekleştiği bir çeyrek olduğu göz önüne alındığında, olağanüstü bir dönemden geçmemiz nedeniyle stokların azalmaya devam etmesi ya da stok artışının yüksek miktarda olmaması daralma oranının 2. çeyrekte çok farklı olmamasına neden olabilir. Merkez Bankası İktisadi Yönelim Anketi sonuçları da stokların 3. çeyrekte azalmaya devam etmiş olabileceğine işaret ediyor.

Son raporumuzdan bu yana istihdam piyasasındaki oranlar mevsimsel nedenlerle bir miktar iyileşme gösterdi. İşsizliğin Şubat-Mart-Nisan aylarını kapsayan Mart döneminde %15,8 ile Şubat döneminde kırılan %16,1'lik rekordan dönüldüğünü yazmıştık. Bu tarihten sonra kademeli olarak gerileyen işsizlik oranı Mayıs-Haziran-Temmuz aylarını kapsayan Haziran döneminde %13'e kadar düşerken, bu gerilemenin çoğunlukla yaz mevsimi nedeniyle tarım kaynaklı olması işsizlik oranının yılsonuna doğru yeniden %16'lı seviyeleri test edeceği kanısını taşımamıza neden oluyor. Grafikte de görüldüğü üzere, işsizlik oranının geçen yılın aynı ayı ile farkının son aylarda düşüşe geçmesi olumlu olsa da, farkın halen yüksek seviyelerde seyretmesi ve istihdam piyasasının ekonomik toparlanmayı geç takip etmesi nedeniyle istihdamın işgücüne katılımı aynı oranda artmaması, işsizlik oranının bu yılsonuna doğru %16'yı yeniden geçebileceğini gösteriyor (Grafik 6).

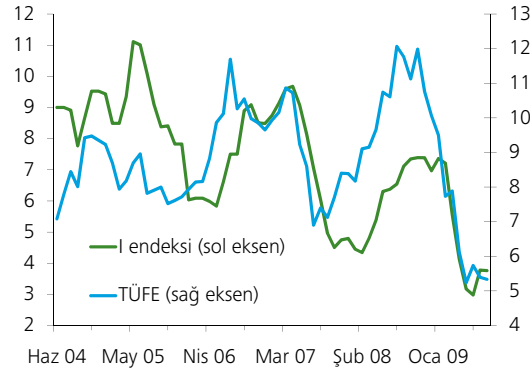
Grafik 6 - İşsizlik ve tarım-dışı işsizlik oranındaki değişim (12 aylık; %)



# Enflasyon ve para politikası: Reel politika faizinde sıfıra doğru

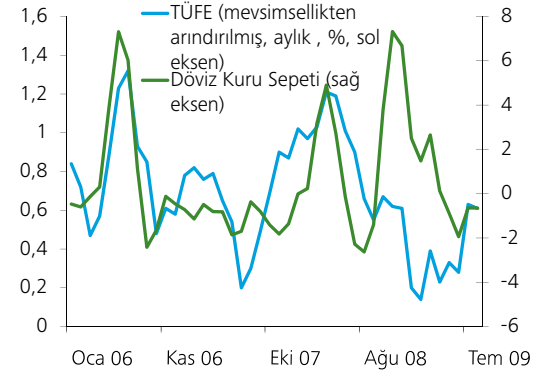
Düşen emtia ve gıda fiyatları ile yüksek seyreden çıktı açığı sayesinde gerileyen yıllık tüketici enflasyonu, Mayıs ayında KDV/ÖTV indirimlerinin de etkisi ile 40 yılın en düşük seviyelerini görürken (%5,2), takip eden aylarda olumlu baz etkisinin azalması ile birlikte %5 seviyesini kıramadı. Haziran'da %5,7'ye yükselen tüketici enflasyonu Temmuz ve Ağustos'ta tekrar gerileyerek %5,3 seviyesine düştü. Enflasyonda aşırı volatiliteye sebep olan kalemlerin sepetten çıkartılmasıyla elde edilen ve bu sayede enflasyon konusunda daha net bir görüntü veren çekirdek enflasyon göstergeleri de TÜFE gibi Mayıs'tan sonra gerilemesini durdurdu (Grafik 1). Merkez Bankası'nın yakından takip ettiği bu göstergelerden enerji, gıda, alkollü ve alkolsüz içecekler, tütün ürünleri ve altını dışlayan I endeksi enflasyonu, Haziran'da %3'e kadar geriledikten sonra Ağustos itibariyle %3,8 seviyesinde bulunuyordu.

**Grafik 1 - TÜFE ve çekirdek enflasyon (12-aylık; %)**



Satışların önemli bir kısmının halen stoklardan yapılması ile yetersiz iç talep nedeniyle satıcıların fiyatlama gücünün azalması, TL'nin 2008 Ağustos'undan bugüne yaşadığı değer kaybının fiyatlar üzerine etkisinin oldukça sınırlı kalmasına yol açtı (Grafik 2). Önümüzdeki dönemde stok seviyelerinin azalması ile birlikte, TL cinsinden ithal ürün ve girdi fiyatlarının Lehman Brothers'ın batmasından bu yana geçen 1 yıllık sürede döviz kuru sepeti karşısında %20'ye yakın oranında değer kaybeden TL'nin fiyatlar üzerindeki geçişkenlik (pass-through) etkisinin bir miktar artabileceğini düşünüyoruz.

**Grafik 2 -TÜFE enflasyonu ve döviz kuru sepeti (% , 3-aylık hareketli ortalama)**



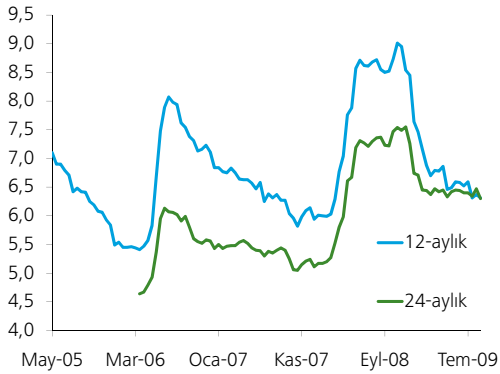
Nisan ayında yıllık bazda tarihinde ilk defa eksiye geçen üretici fiyatları enflasyonu son raporumuzdan bu yana eksi bölgede kalmaya devam etti. Temmuz ayında eksi %3,75'le yeni bir tarihi rekor kıran ÜFE enflasyonu, Ağustos itibariyle eksi %1 seviyesinde bulunuyor (Grafik 3). Sert düşüşün arkasında zayıf seyreden talep kadar, emtia ve gıda fiyatlarındaki oynaklık da yatıyor. Rakamsal olarak ifade edecek olursak, emtia ve gıda fiyatlarındaki yükselişlerle 2008 Temmuz'da %18,4 seviyesine kadar çıkan yıllık ÜFE enflasyonu, düşen emtia ve gıda fiyatlarına ek olarak düşük talebin etkisi ile negatif bölgeye geriledi. ÜFE enflasyonu şu an için sorun olmaktan uzak olsa da, olumlu baz etkisinin ortadan kalkması, emtia fiyatlarının bir müddettir yukarı doğru hareket etmeye başlamış olması ve yeni girdi maliyetleri nedeniyle üretici fiyatları enflasyonunun önümüzdeki dönemde aşırı olmasada yukarı yönlü hareketine devam edeceği görüşündeyiz.

**Grafik 3 -ÜFE enflasyonu (yıllık, %)**



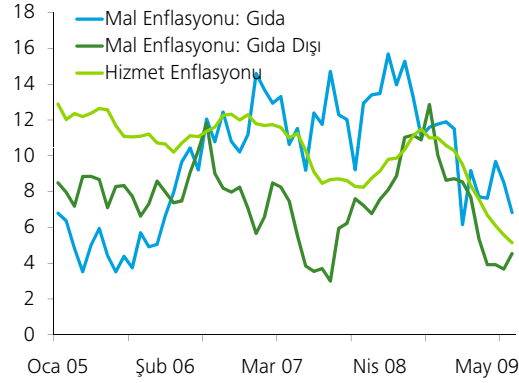
Son raporumuzdan beri enflasyon beklentileri hafif gerileme gösterdi. Haziran ayının ilk beklenti anketine göre %6,6 ve %6,5 seviyesinde bulunan 12- ve 24-aylık enflasyon beklentileri enflasyonun seyrine dair Merkez Bankası'ndan yapılan tüm olumlu açıklamalara rağmen Eylül'ün ilk anketinde halen %6 seviyesinin üzerinde, %6,3 düzeylerinde bulunuyordu (Grafik 4). Ekonomide toparlanmanın başladığı yönündeki görüşlerin ağırlık kazanmasının, belirsizlik havasının özellikle global tarafta halen devam ediyor olmasının ve enflasyonda %6-%7 düzeylerinin daha önce kalıcı olarak kırılmayışının enflasyon beklentilerindeki düşüşü sınırladığı görüşündeyiz. Enflasyon beklentilerinin fiyatlama davranışı üzerindeki etkisi dikkate alındığında, bu durumun önümüzdeki dönemde enflasyondaki düşüşü engelleyebilecek bir risk olduğunu düşünüyoruz.

**Grafik 4 - Enflasyon Beklentileri (%)**



12-aylık mal fiyatları enflasyonu, düşüşüne Mayıs ayı sonrasında ara vermiş görünürken, hizmet fiyatları enflasyonu gerilemeyi sürdürdü ve tarihsel olarak en düşük seviyelere, hemen hemen mal enflasyonu düzeylerine indi (Grafik 5). Bunda, geçmişte büyük bir katılık unsuru olan ev kiralının yumuşamaya devam etmesinin önemli bir katkısı olduğunu görüyoruz. Ancak ileriye yönelik baktığımızda hizmet fiyatlarındaki düşüşün, hafif artan talep ve enerji gibi hizmet sektöründeki birçok ürünü etkileyebilecek girdi fiyatlarındaki yüksek oranlı artışlar nedeniyle yavaşlayabileceğini hatta hafif tersine dönebileceğini düşünüyoruz.

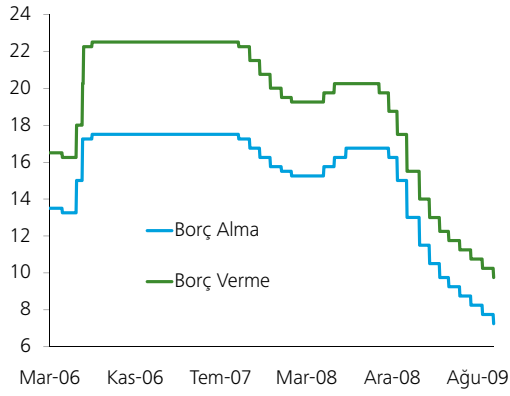
**Grafik 5 - TÜFE: Ticarete konu olan ve olmayan mallar (2003=100; 12-aylık, %)**



Enflasyonda önümüzdeki dönemde çok büyük bir sıçrama olmasa da, Aralık ayından itibaren hafif yükselmeye başlamasını bekliyoruz. Ekim sonrasında – emtia fiyatlarıyla ilintili olarak -- olumlu baz etkisinin ortadan kalkıyor olması, özellikle Orta Vadeli Mali Program'da hükümetin önümüzdeki dönemde harcamaları kısımaya değil de gelirleri arttırmaya öncelik vermesi nedeniyle elektrik, doğal gaz gibi yönetilen/yönlendirilen fiyatlarda yapılabilecek artışlar, bize önümüzdeki dönemde enflasyon için yukarı yönlü risk unsurları olarak görünüyor. Bu nedenlerle enflasyonun - Ekim'de geçen yılın aynı ayındaki yüksek baz etkisi nedeniyle geçici olarak %5 seviyesinin altına düşse bile – yılı %6 civarında, %7,5'lik enflasyon hedefinin oldukça altında bitireceğini tahmin ediyoruz. 2010 için beklentimiz ise enflasyonun, yapılan sert faiz indirimlerinin iç talepte etkisini göstermesi, küresel ortamın kredi kanallarının görece olarak açılmasına izin vermesi vb. gibi etkenlerden dolayı %6,5'lik hedefin hafif üzerinde %7'ye yakın gerçekleşmesi yönünde.

Merkez Bankası, enflasyonun 2009'da hedefin belirgin biçimde altında kalacak olması, büyüme ve emek piyasası göstergelerinin Merkez Bankası'nı henüz tatmin edecek düzeylerde olmaması, reel faizlerin diğer ülkelere nazaran halen yüksek seviyelerde bulunması gerekçeleri ile faiz indirim sürecine devam etti ve indirimlerin süreceğinin işaretini verdi. Para Politikası Kurulu gecelik borçlanma faizinde Temmuz, Ağustos ve Eylül aylarında 50'şer baz puan indirime giderek Kasım ayından bu yana yapılan faiz indirimlerinin 950 baz puana ulaşmasını sağladı (Grafik 6).

Grafik 6 - TCMB O/N faiz oranı (basit, %)



Merkez Bankası Başkan Yardımcısı Erdem Başçı'nın Temmuz ayı başında gerçekleştirdiği bir sunumda Türkiye'de reel politika faizlerinin diğer ülkelere kıyasla hala yüksek olduğunu açıklaması indirimde son nokta beklentilerinin daha da ötelenmesine neden oldu. Merkez Bankası'nın Temmuz sonunda açıklanan yılın 3. enflasyon raporunda enflasyon tahminleri oluşturulurken kısa vadeli faizlerin bir miktar daha indirildiği ve 2010 yılı sonuna kadar arttırılmadığı bir görünümü esas aldığı ve kısa vadeli faizlerin üç yıllık tahmin ufku süresince tek haneli seviyelerde kalabileceğini öngördüğünü açıklaması da Banka'nın faizler için öngördüğü yörüngenin daha keskin bir ifadesi oldu.

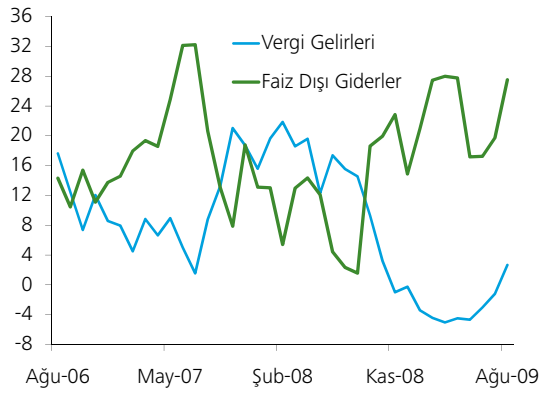
Yine de, piyasa oyuncularının faiz oranlarının geleceği konusunda Merkez Bankası'nın sinyallerinden farklı düşündüğünü vurgulamakta fayda görüyoruz. Merkez Bankası Haziran ayı ilk beklenti anketi sonuçlarına göre 12 ay sonrası borçlanma faizi oranı (basit) %8,1 ile şimdiki borçlanma faiz oranınının 85 baz puan üzerinde bulunuyor. Bu önümüzdeki 12 ay içerisinde - 2010 yılı bitmeden - piyasanın faiz artırımını beklediği anlamına geliyor.



# Mali politikalar ve kamu borcu: Program yapıyorsa bir gereği vardır<sup>5</sup>

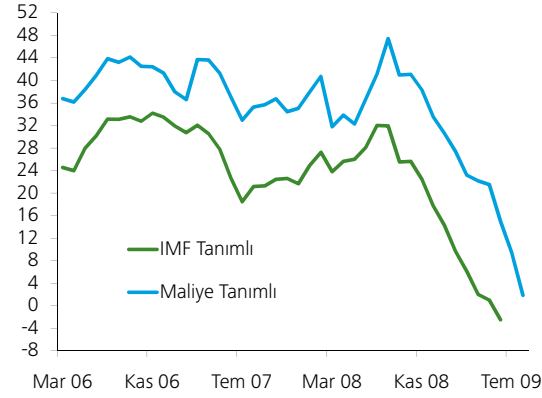
Son raporumuzdan bu yana, vergi gelirlerinde görülen hafif toparlanmayı bir kenara bırakırsak, mali taraftaki bozulma devam etti (Grafik 1). Ağustos ayı itibariyle (3-aylık ortalamalar ve nominal olarak baktığımızda) faiz dışı harcamaların hız kesmeden %20 civarında artmaya devam ettiğini gördük. Vergi tarafında ise, gerek ekonomideki daralmanın sona ermesi gerekse de Mart ayında uygulamaya konulan vergi indirimlerinin hacim/baz artırıcı etkisi sayesinde vergi gelirlerinin toparlanmaya başladığını ve trendin Temmuz/Ağustos ayı itibariyle tekrar artışa geçtiğini gördük.

**Grafik 1 - Vergi gelirleri ve faiz dışı giderler**  
(12-aylık %, 3-aylık hareketli ortalama)



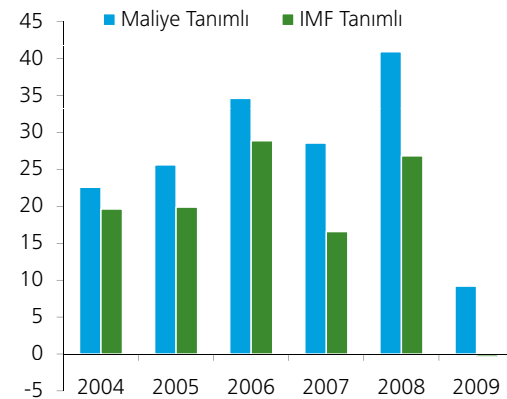
Ancak harcamaların gelirlerden daha hızlı artmaya devam ettiği bu konjonktürde, bekleneceği gibi faiz dışı fazlada --özellikle özelleştirme ve faiz gelirleri gibi bir defaya mahsus gelirleri hariç tutan IMF tanımlı fazlada-- bozulma devam etti. Rakamsal olarak ifade edecek olursak, 12-aylık kümülatif bazda maliye tanımıyla 2 milyar TL'ye kadar gerileyen FDF'nin, IMF tanımıyla, çok daha ciddi bir bozulmaya işaret ettiğini --bu tanımla FDF'nin 9 milyar TL civarında eksiye geçtiğini-- görüyoruz (Grafik 2). Bu rakamların Aralık 2008 itibariyle sırasıyla 33,5 ve 17,8 milyar TL olduğu düşünülecek olursa, mali dengelerdeki bozulmanın hızı ve derinliği bariz bir şekilde ortaya çıkıyor.

**Grafik 2 - Merkezi yönetim faiz dışı fazlası**  
(milyar TL, 12-aylık toplam olarak)



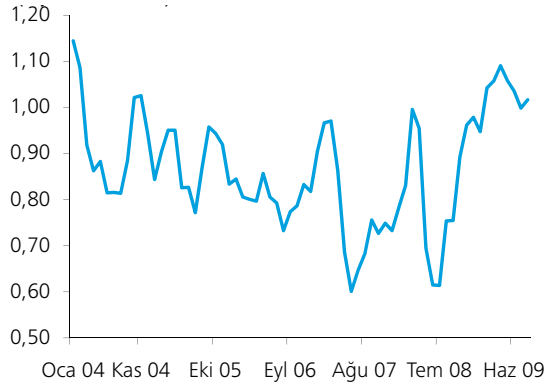
Sadece yılın ilk 8 ayına odaklandığımızda ise, FDF'nin hem IMF, hem maliye tanımıyla mali uyumun başladığı 2004 yılından beri en kötü performansı sergilediğini, IMF tanımlı FDF'nin negatife döndüğünü görüyoruz (Grafik 3). Bu rakamlar son raporumuzdan bu yana bozulmanın çarpıcı bir şekilde devam ettiğine işaret ediyor. Nitekim yılın tamamına baktığımızda, Eylül ortası açıklanan OVEP'ye göre bütçe açığının (FDF artı faiz ödemeleri) GSYİH'nin %7'leri düzeyine yaklaşması bekleniyor. Bu gerçek anlamda mali uyumun başladığı 2003 yılından beri en kötü performans olmanın yanında, faiz dışı denge performansı bizleri 1990'ların başına geri götürüyor.

**Grafik 3 - Merkezi yönetim faiz dışı fazlası**  
(milyar TL, Ocak-Ağustos 8 - aylık toplam)



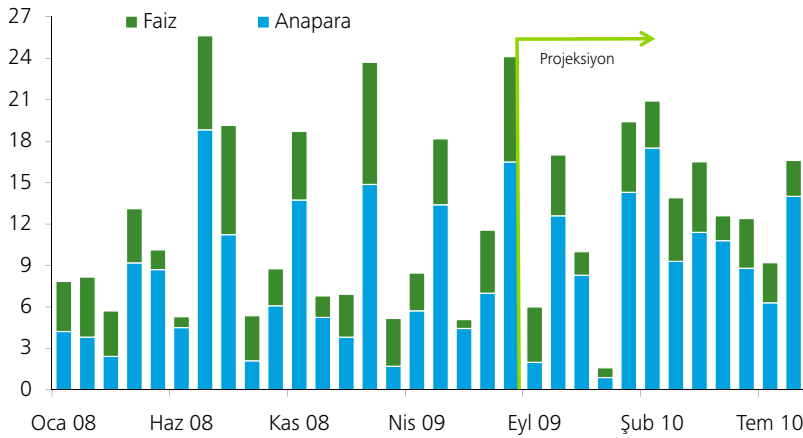
5. "Makro Görünüm" bölümünde ağırlıklı olarak mali gelişmelere değinildiğinden, bu bölüm kısa tutulmuştur.

**Grafik 4 - Hazine borç çevirme rasyosu (3-aylık hareketli ortalama)**



Ancak daha da endişe verici olan, son birkaç raporumuzda da bahsettiğimiz gibi, bu performansın bu defa basit vergi ve harcama önlemleriyle düzeltilmesinin eskisi kadar kolay olmayacağıdır. Başka bir ifade ile daralan bir ekonomik konjunktürde seçim dolayısıyla artan harcamaların geri çekilmesi ve vergi gelirlerinin artırılması, %6-%7 gibi yüksek oranlarda büyürken olduğu kadar kolay olmayacağı, hatta bunun politik-ekonomik açıdan çeşitli sıkıntılar çıkarabileceği beklentisini taşımaya devam ediyoruz. Nitekim IMF ile görüşmelerin tıkandığı, OVEP'in ise zorlu bir sınav vereceği kritik noktanın burası olduğunu düşünüyoruz.

**Grafik 5 - Hazine iç borç geri ödemeleri (milyar TL)**

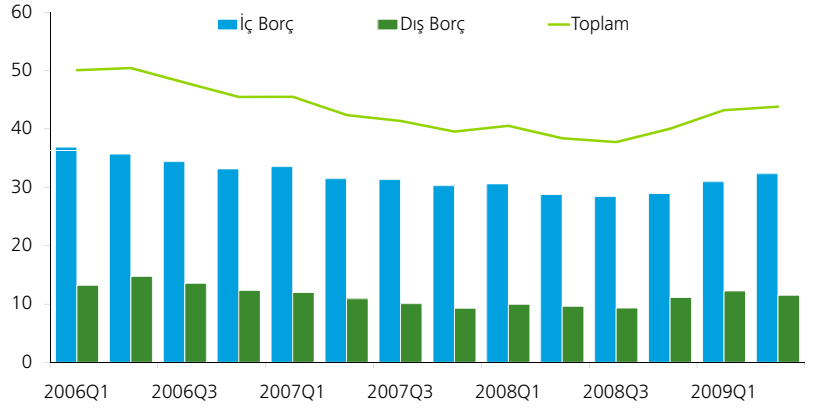


Merkezi hükümet bütçesi dışındaki mali gelişmelerin de çok olumlu olduğunu söylemek mümkün gözüküyor. IMF tanımlı Hazine verilerinde bu tarafta ciddi bir bozulma gözükme de, bu tanımlarda göremediğimiz mahalli idareler bütçesi ve enerji KİT'lerinin mali durumlarının oldukça sıkıntılı devam ettiğinin altını çizmekte yarar görüyoruz. Örneğin 2009 ilk yarı itibarıyla mahalli hükümetlerin faiz dışı açıklarının çok yüksek boyutta olmasa da devam ettiğini gözlemliyoruz.

Bu süreçte bozulan mali durumun, bekleneceği gibi, Hazine'nin iç borçlanma rasyosuna yansımaları devam ediyor. Örneğin 2008 yılı ortalarında (3-aylık ortalama olarak) %60'lara kadar düşen iç borç çevirme rasyosu, son aylarda %100'lerin üstünde seyretmeye devam ediyor (Grafik 4). Ancak bu yüksek borçlanma oranının bir miktarında Hazine'nin Merkez Bankası nezdindeki hesabını (döviz ve TL birlikte) güçlendirmeye yönelik olduğunu belirtmek gerekiyor. Bu miktarın Nisan ayında 10 milyar TL düzeyine düştükten sonra, Eylül ortalarında tekrar 20 milyar TL düzeyine yükseldiğini gözlemledik. Dolayısıyla, yüksek borçlanmanın bir amacı faiz dışı açığı finanse etmek olduğu kadar, bir amacı da önümüzdeki yılın ilk 4 ayının yüklü itfalarına hazırlanmak (Grafik 5).

Doğal olarak bu arada brüt merkezi hükümet borcu artmaya devam ediyor (Grafik 6). Önceki raporumuzda bahsettiğimiz gibi, her ne kadar kamu borcu/GSYİH oranı düşük olsa da, bütçe açıklarının GSYİH'ye oranının %6-%7 civarında seyretmeye devam ettiği bir ortamda bu oranın hızla artması ve -- 2002-2003 yıllarında olduğu gibi -- borç sürdürülebilirliği meselesinin tekrar yavaş yavaş gündemimize oturması şaşırtıcı olmayacaktır. Ancak düşük borç düzeyi, Türkiye'nin son yıllarda aldığı mesafe, ve hükümetin açıkladığı Orta Vadeli Program çerçevesindeki çabalarını düşündüğümüzde bu konunun kısa vadede büyük bir sıkıntı yaratmasını beklemiyoruz.

Grafik 6 - Merkezi yönetim toplam borç stoku (GSYİH'ye oran olarak)



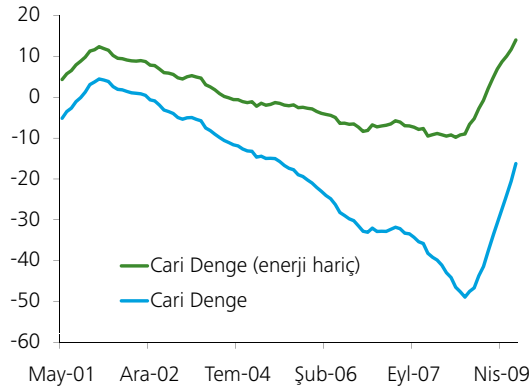
# Ödemeler dengesi:

## Cari tarafta yeni bir şey yok

Geçen raporumuzdan bu yana finansman tarafında hafif iyileşme hariç, ödemeler dengesinin görünümünde önemli bir değişim olmadı. Dış ticaret açığının ve turizm gelirlerinin katkısı ile cari açık daralmaya devam ederken finansman tarafında yine Merkez Bankası rezervleri ve kaynağı belli olmayan para girişleri öne çıktı.

Temmuz ayında 2004 yılından bu yana ilk kez fazla veren cari denge (0,3 milyar dolar), 12-aylık toplamda Haziran ayındaki -20,5 milyar dolarlık seviyesinden -16,2 milyar dolara geriledi. Böylece sene başından beri cari açığa 25 milyar dolarlık bir daralma yaşadı. Enerji-dışı cari açığın yılbaşından bu yana verdiği pozitif katkı Temmuz ayında da devam ederken (12-aylık toplamda 14 milyar dolar) ekonomideki yavaşlamanın yanı sıra kontratların gecikmeli olarak yapılması nedeniyle petrol fiyatlarındaki artışa karşın enerji açığındaki daralma devam etti. Temmuz ayında enerji açığı 12-aylık bazda 2 milyar dolar azalarak 30,3 milyar dolara geriledi (Grafik 1).

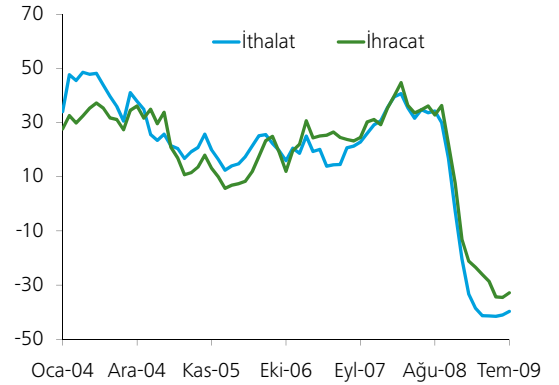
Grafik 1 - Cari denge (12-aylık toplam; milyar \$)



2008 yılı sonunda 70 milyar dolar seviyesinde olan dış ticaret açığı Temmuz ayında 43 milyar doların altına gerileyerek cari açığın daralmasına katkıda bulunan temel etken oldu. Son raporumuzda ihracattaki düşüşün devam ettiğini ancak ithalat tarafındaki daralmanın hız kesmeye başladığını söylemiştik. Geçen süre zarfında ithalat ve ihracattaki daralma aynı oranda hız kesti.

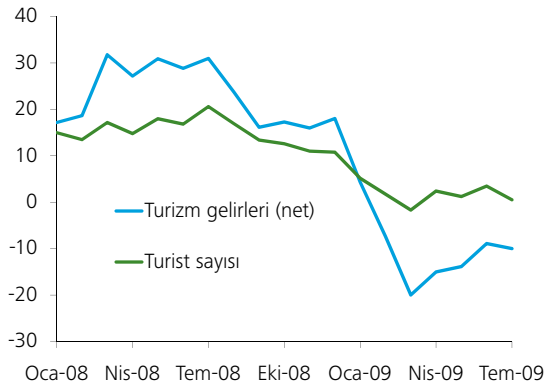
Dalgalanmalardan arındırmak için 3-aylık hareketli ortalama olarak baktığımızda ihracattaki daralma Temmuz ayında %32'ye, ithalattaki daralma ise %40'ın altına geriledi (Grafik 2). Her iki kalemtedeki bu daralmada fiyatlardaki düşüş ağırlık taşıdı. Yine 3-aylık hareketli ortalama olarak ihracat fiyatlarındaki düşüş Temmuz ayında %23'e yakın seyrederken, ithalat fiyatlarındaki düşüş %28'e yaklaştı. Buna karşın miktar/hacim tarafındaki daralma sırası ile %13 ve %16,4 olarak gerçekleşti.

Grafik 2 - İhracat ve ithalat (12-aylık %, 3-aylık hareketli ortalama)



Cari açığının daralmasına destek veren bir diğer kalem turizm gelirleri oldu. Mayıs-Temmuz ayları arasında net turizm gelirleri 12-aylık toplamda 17-18 milyar dolar seviyelerini korudu. 3-aylık ortalama olarak baktığımızda net turizm gelirlerinde geçen seneye göre yaşanan daralmaya karşın turist sayısının az da olsa artış göstermesi turist başına gelirden bir azalmaya işaret ediyor (Grafik 3).

**Grafik 3 - Turizm gelirleri ve turist sayısı (12-aylık %, 3-aylık hareketli ortalama)**

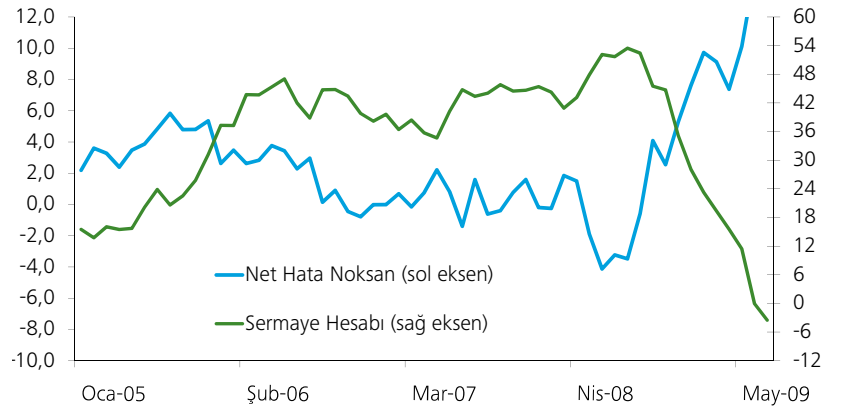


Son dönemde petrol fiyatlarında yaşanan artış nedeni ile yıl sonu enerji açığı tahminimizi bir parça yukarı çekme ihtiyacı duyduk. Böylece enerji açığı beklentimizi 4 milyar dolar artırarak 28 milyar dolara çekerken, yıl sonu cari açık öngörümüzü de 14 milyar dolar olarak revize ettik. (GSYİH'ye oran olarak %2.3)

Geçen raporumuzdan bu yana cari açığın finansmanı tarafında -Temmuz ayı "günü kurtarsa da" - genel tabloda bir değişim yaşanmadı. Sermaye hesabının Nisan-Temmuz ayları arasında pozitif bir seyir izlemesine karşın 12-aylık toplamda Nisan'daki 20 milyar dolarlık fazla, Temmuz'da 1,6 milyar dolara geriledi. Bu dönemde sermaye girişlerine baktığımızda cari açığın finansmanında yine Merkez Bankası döviz rezervlerinin ve kaynağı belli olmayan para girişlerinin öne çıktığını görüyoruz.

Temmuz ayında 1 milyar dolarlık rezerv birikimi sağlanmasına karşın 12-aylık toplamda rezerv kullanımına karşın 12-aylık toplamda rezerv kullanımı 5 milyar doların üzerinde gerçekleşti. Yine Temmuz ayında net hata noksan kalemi 0,9 milyar dolarlık küçük bir sermaye çıkışına işaret etse de son dönemde kaynağı belli olmayan para girişleri nedeniyle yakından takip edilen bu kalem halen 12-aylık bazda 14,6 milyar dolarlık tanımlanmamış bir sermaye girişine işaret ediyor. Merkez Bankası, Haziran ayı verilerini açıklarken 2008 yılı son çeyreği için kaynağı belli olmayan bu gelirin verilerini "diğer sektörlerin finansal varlıkları" adı altında sisteme katarak 4-5 milyar dolar olan net hata noksan kalemini aşağı doğru revize etti. Bu durum krizin Türk ekonomisi üstündeki tahribatını azaltan bir unsur olarak karşımıza çıksa da, biz kaynağı belirsiz olan bu para akışının devamına halen şüphe ile yaklaşıyoruz (Grafik 4).

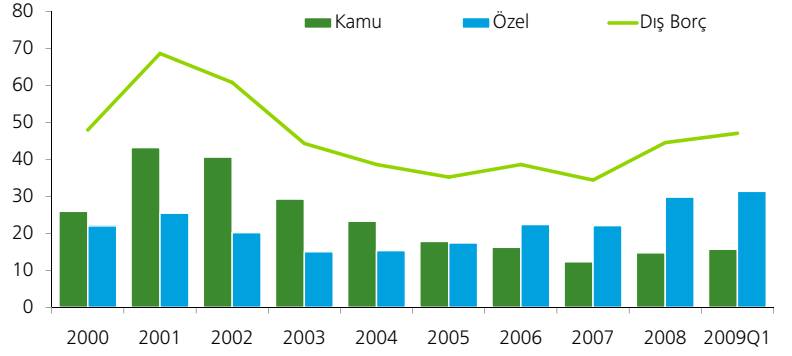
**Grafik 4 - Sermaye hesabı ve net hata noksan (milyar milyar \$, 12 aylık toplam)**





GSYİH'ye oran olarak baktığımızda ise özel sektör dış borcu 2001 yılından bu yana ilk kez %30'un üzerine çıkmış oldu. Raporumuz yayına hazırlanırken henüz 2. çeyrek dış borç verileri açıklanmamıştı. Ancak Merkez Bankası tarafından yayınlanan verilerden takip ettiğimiz kadarı ile Mart-Temmuz ayları arasında özel sektörün dış borçlanmasında önemli bir değişim olmadı. Temmuz verilerine göre özel sektörün uzun vadeli borç stoku 133,6 milyar dolar seviyelerinde bulunuyordu (Grafik 6).

Grafik 6 - Dış borç (GSYİH'ya oran olarak)



# Ek:

## Tablolar

Kredi – Mevduat – MB Rezervleri						
				% Değişim		
	11 Eyl	4 Eyl	28 Ağu	Haftalık	Yılbaşından bugüne	Yıllık
Kredi (milyar TL)	...	286,9	286,1	0,27	0,90	3,1
Tüketici Kredileri (milyar TL)	118,8	118,4	117,9	0,39	4,36	5,4
Mevduat (milyar TL)	...	422,1	421,6	0,12	4,08	19,5
Döviz Mevduat (milyar \$)	...	97,4	97,6	-0,26	8,39	-4,9
Bono (milyar TL)	...	339,1	339,1	0,00	17,08	24,6
Banka	...	212,5	212,6	-0,02	23,74	37,8
Banka Dışı	...	126,6	126,5	0,05	7,38	7,4
Yurtiçi Yerleşikler	...	95,3	95,2	0,08	8,31	16,5
Yurtdışı Yerleşikler	...	31,3	31,3	-0,06	4,65	-13,2
<b>TCMB Rezervleri (milyar \$)</b>	70,8	70,0	69,8	1,08	1,03	-5,6
<b>Rezerv Para (milyar TL)</b>	56,1	57,1	55,2	-1,69	0,86	13,2

Kaynak: TCMB

GSYİH Büyüme Oranları				
	Q2		Yılbaşından bugüne	
	2009	2008	2009	2008
<b>Üretim Yöntemiyle</b>				
Tarım	6,6	-0,3	4,3	1,7
Sanayi	-8,7	5,0	-13,8	6,9
Hizmetler	-6,5	3,6	-8,0	4,9
İnşaat	-21,0	-5,2	-19,9	-4,3
<b>Harcamalar Yöntemiyle</b>				
İç Talep 1/	-7,0	0,2	-17,1	6,7
Özel Nihai Tüketim	-1,2	1,9	-5,7	4,2
Kamu Tüketimi	0,5	-3,4	2,7	0,6
Gayri Safi Sabit Sermaye Oluşumu	-24,6	-2,9	-26,0	1,3
Kamu	5,5	14,9	13,3	16,2
Özel	-29,7	-5,4	-31,6	-0,5
Stok Değişimi 1/	-3,6	2,2	-9,0	2,3
Dış Talep 1/	3,6	0,4	8,5	-0,6
Mal ve Hizmet İhracatı	-10,1	3,6	-10,6	8,1
Mal ve Hizmet İthalatı	-20,5	1,6	-25,9	7,4
Gayri Safi Yurtiçi Hasıla	-7,0	2,8	-10,6	-10,6
<b>Memo:</b>				
GSYİH (milyar YTL, 4 çeyreklik toplam)	933	907	...	...
GSYİH (milyar \$, 4 çeyreklik toplam)	625	736	...	...

1/ GSYİH büyümesine katkı (bir önceki dönemin GSYİH'sine oran olarak)

İşgücü ve İstihdam: 2008-2009 (1000 kişi)				
	Haz 09	Haz 08	Fark	2008
<b>Kurumsal Olmayan Sivil Nüfus</b>	70.505	69.686	819	69.724
15 Yaş ve Üstü Nüfus	51.644	50.769	875	50.772
İş Gücü	25.216	24.407	809	23.805
İstihdam	21.947	22.111	-164	21.194
Tarım	5.801	5.548	253	5.016
Sanayi	4.037	4.510	-473	4.441
İnşaat	1.383	1.403	-20	1.241
Hizmet	10.725	10.649	76	10.495
İşsiz	3.269	2.297	972	2.611
Kent	2.666	1.882	784	2.053
Kır	603	414	189	558
Diğer	26.428	26.361	67	26.967
sak: İş aramayıp iş başı yapmaya hazır 1/	1.848	1.626	222	1.850
İşgücüne Katılım Oranı (%)	48,8	48,1	0,7	46,9
İşsizlik Oranı (%)	13,0	9,4	3,6	11,0
Kent	16,0	11,6	4,4	12,8
Kır	7,0	5,1	1,9	7,2
<b>Memo:</b>				
Tarım dışı işsizlik (%)	16,4	11,9	4,5	13,6

Kaynak: TUIK; GlobalSource.  
1/ İş arayıp son 3 ayda iş bulamayanları da içerir.

Enflasyon: Ağustos 2009 (yüzde)					
	Aylık		12 Aylık		Yılbaşından Bugüne
	Ağu 09	Ağu 08	Ağu 09	Tem 09	
<b>TÜFE</b>	<b>-0,30</b>	<b>-0,24</b>	<b>5,33</b>	<b>5,39</b>	<b>1,78</b>
Yiyecek ve Alkolsüz İçecek	-1,57	-0,03	6,83	8,51	1,35
Tütün ve Alkollü İçecek	1,73	0,01	20,80	18,76	20,81
Giyim ve Ayakkabı	-5,22	-6,05	1,93	1,05	-5,19
Konut	0,74	2,12	4,41	5,84	-1,62
sak: Kira	0,51	1,08	7,46	8,06	3,68
Ev Eşyası	0,17	0,00	-1,58	-1,76	-4,18
Sağlık	0,03	1,54	2,55	4,09	2,74
Ulaştırma	1,67	-1,55	0,00	-3,17	4,43
sak: Kişisel Ulaştırma Araçlarının İşletimi	4,05	-4,74	-2,75	-10,96	10,43
İletişim	0,20	0,45	3,08	3,34	1,03
Eğlence ve Kültür	0,28	0,24	10,27	10,22	6,25
Eğitim	0,21	0,51	4,64	4,95	2,64
Lokanta ve Oteller	0,44	0,78	7,52	7,88	3,99
Çeşitli Mal ve Hizmetler	0,61	-2,02	14,60	11,62	8,44
<b>ÜFE</b>	<b>0,42</b>	<b>-2,34</b>	<b>-1,04</b>	<b>-3,75</b>	<b>2,97</b>
Tarım	0,02	-1,99	2,03	-0,02	8,01
Maden ve taşocakçılığı	-3,00	0,40	-0,48	3,01	4,52
İmalat Sanayi	0,91	-3,14	-2,37	-6,28	2,95
Elektrik, Gaz ve Su	-3,21	5,69	2,40	11,82	-11,56

Kaynak: TUIK, GlobalSource

**Merkezi Yönetim Bütçesi: 2008 – 2009**

	Ağu		Reel Büyüme (%)	Oca-Ağu		Reel Büyüme (%)
	2009	2008		2009	2008	
<b>Merkezi Yönetim Gelirleri</b>	<u>22,0</u>	<u>26,4</u>	-21,1	<u>140,4</u>	<u>146,9</u>	-10,3
Genel Bütçe Gelirler	<u>21,7</u>	<u>26,1</u>	-20,9	<u>136,3</u>	<u>143,0</u>	-10,6
Vergi Geliri	<u>19,3</u>	<u>18,9</u>	-3,2	<u>112,8</u>	<u>115,4</u>	-8,3
Gelir Üzerinden Alınan Vergiler	8,4	8,0	-0,5	37,7	37,8	-6,2
Mal ve Hizmet Üzerinden Alınan Vergiler	7,3	6,9	0,3	47,2	45,2	-2,0
sak: KDV	2,5	2,1	13,6	13,5	11,6	8,8
ÖTV	4,1	4,1	-5,0	27,8	27,9	-6,6
Dış Ticaretten Alınan Vergiler	2,4	2,7	-17,0	17,9	22,9	-26,6
Vergi Dışı Gelirler	2,7	7,5	-66,0	27,6	31,4	-17,6
<b>Giderler</b>	<u>23,5</u>	<u>20,4</u>	9,2	<u>171,7</u>	<u>142,3</u>	13,3
Faiz-Dışı Giderler	15,5	12,3	19,4	131,2	105,9	16,2
Faiz Giderleri	8,1	8,1	-6,0	40,5	36,3	4,7
Bütçe Dengesi	-1,5	6,0	...	-31,3	4,6	...
Faiz Dışı Denge	6,5	14,2	...	9,2	40,9	...

Kaynak: Maliye Bakanlığı, Global Source.

**Kamu Net Borç Stoku (milyar YTL)**

	2005	2006	2007	2008	2009Q1
Toplam Kamu Borç Stoku (Brüt)	351,3	365,8	355,4	408,0	436,3
İç Borç Stoku	259,8	268,2	273,2	295,8	313,7
Merkezi Hükümet	244,8	251,5	255,3	274,8	292,3
GSYİH'ye oran olarak	37,7	33,2	30,3	28,9	30,9
Dış Borç	91,5	97,6	82,2	112,3	122,6
Merkezi Hükümet	86,7	93,6	78,2	105,5	115,5
GSYİH'ye oran olarak	13,4	12,3	9,3	11,1	12,2
Eksi: Merkez Bankası Net Varlıkları	30,8	45,7	41,8	60,4	67,9
Kamu Mevduatı	32,2	38,2	34,6	41,5	40,8
İşsizlik Sigortası Fonu Net Varlıkları	18,0	23,7	30,7	38,4	40,2
<b>Toplam Net Kamu Borcu</b>	270,3	258,2	248,4	267,8	287,4
GSYİH'ye oran olarak	41,6	34,0	29,5	28,2	30,4
Net İç Borç Stoku	228,2	227,7	237,1	248,4	264,9
GSYİH'ye oran olarak	35,2	30,0	28,1	26,1	28,0
Net Dış Borç Stoku	42,1	30,5	11,2	19,4	22,5
GSYİH'ye oran olarak	6,5	4,0	1,3	2,0	2,4

Kaynak: Hazine, Globalsource.

**Cari Denge (milyon \$)**

	Tem		Oca – Tem		12 Aylık Toplam	
	2009	2008	2009	2008	Tem	Haz
<b>Cari açık</b>	286	-4.006	-6.553	-31.800	-16.243	-20.535
Enerji Dışı 1/	2.388	90	7.720	-7.056	14.036	11.737
Dış Ticaret Dengesi	-2.214	-6.385	-10.244	-35.253	-28.034	-32.205
İhracat	9.810	13.343	61.225	86.197	115.829	119.362
%	-26,5	39,8	-29,0	36,4	-16,3	-11,3
İthalat	-12.024	-19.728	-71.469	-121.450	-143.863	-151.567
%	-39,1	36,7	-41,2	37,3	-26,2	-20,1
Hizmetler (net)	2.850	2.659	7.275	7.248	17.540	17.349
Turizm (net)	2.617	2.720	7.493	8.377	17.561	17.664
%	-3,8	22,4	-10,6	28,1	2,9	6,6
Gelir (net)	-474	-483	-4.682	-4.905	-7.743	-7.752
Faiz Harcamaları	-472	-561	-4.381	-4.600	-8.255	-8.344
Cari Transfer	124	203	1.098	1.110	1.994	2.073
<b>Memo 2/</b>						
Dış Ticaret Dengesi	-3.398	-7.962	-17.999	-45.060	-42.875	-47.439
Enerji 3/	-2.102	-4.096	-14.272,72	-24.743,59	-30.279	-32.272
Enerji Dışı	-1.296	-3.866	-3.726,12	-20.316,52	-12.597	-15.167

Kaynak: TCMB, Globalsource

1/ Enerji açığı (TURKSTAT tanımlı) hariç cari açık

2/ TUIK tanımlı

3/ STIC tanımlı; ham petrol, petrol ürünleri ve doğalgaz içerir.

**Dış Borcun Yapısı (milyar \$)**

	2004	2005	2006	2007	2008	2009Q1
<b>Toplam Borç Stoku</b>	161,0	169,7	207,6	249,4	277,1	265,3
Kısa Vadeli	32,2	38,3	42,6	43,2	50,6	48,1
Kamu Sektörü	1,8	2,1	1,8	2,2	3,2	2,7
TCMB	3,3	2,8	2,6	2,3	1,9	1,7
Özel Sektör	27,1	33,4	38,3	38,7	45,5	43,7
Finans	13,1	17,2	20,7	16,6	21,8	20,9
Finans Dışı	14,0	16,2	17,6	22,1	23,6	22,8
Orta ve Uzun Vadeli	128,8	131,5	165,0	206,2	226,6	217,2
Kamu	73,8	68,3	69,8	71,3	74,9	73,3
TCMB	18,1	12,7	13,1	13,5	11,7	10,7
Özel Sektör	36,9	50,5	82,0	121,4	140,0	133,1
Finans	8,6	16,1	28,5	41,9	41,1	38,1
Finans Dışı	28,3	34,4	53,5	79,5	98,9	95,1
<b>GSYİH'ya oran olarak</b>						
Dış Borç Stoku	38,6	35,2	38,6	34,4	44,5	46,9
Kısa Vadeli	7,7	7,9	7,9	6,0	8,1	8,5
Orta ve Uzun Vadeli	30,9	27,2	30,6	28,4	36,4	38,4
Kamu	23,3	17,8	16,2	12,3	14,7	15,7
Özel Sektör	15,3	17,4	22,4	22,1	29,8	31,3

Kaynak: Hazine, Globalsource.

Sermaye Hesabı (milyon \$)						
	Tem		Oca – Tem		12 Aylık Toplam	
	2009	2008	2009	2008	Tem	Haz
Cari açık	286	-4.006	-6.553	-31.800	-16.243	-20.535
Sermaye Hesabı	<u>1.661</u>	<u>5.117</u>	<u>-3.754</u>	<u>34.892</u>	<u>-3.504</u>	<u>-48</u>
Doğrudan Yabancı Yatırım	651	1.377	4.039	9.825	9.847	10.573
Portföy Yatırımı	1.277	885	959	2.535	-6.622	-7.014
Hisse Senedi	52	579	1.276	3.351	-1.359	-832
Borç Senetleri 1/	1.651	413	936	-364	-3.186	-4.424
Yurtiçi	401	413	-1.768	2	-6.843	-6.831
Diğer Yatırımlar	<u>-267</u>	<u>2.855</u>	<u>-8.752</u>	<u>22.532</u>	<u>-6.729</u>	<u>-3.607</u>
Varlıklar	-949	-4.015	-1.929	-16.313	3.487	421
Yükümlülükler	<u>682</u>	<u>6.870</u>	<u>-6.823</u>	<u>38.845</u>	<u>-10.216</u>	<u>-4.028</u>
Kısa Vadeli	-119	2.764	-4.717	8.164	-8.589	-5.706
Uzun Vadeli	268	1.953	-6.222	21.243	-3.603	-1.918
Banka Dışı Özel Sektör	-524	1.354	-4.642	17.986	46	1.924
IMF Kredileri	0	0	-680	2.658	-1.637	-1.637
Diğer	533	2.153	4.796	6.780	3.613	5.233
Net Hata Noksan	-896	-814	6.928	-2.433	14.652	14.734
Rezerv Varlıklar 2/	-1.051	-297	3.379	-659	5.095	5.849
<b>Memo</b>						
Borç 3/	<u>958</u>	<u>3.161</u>	<u>-9.069</u>	<u>21.716</u>	<u>-11.992</u>	<u>-9.789</u>
Kamu	2.473	897	687	2.493	-4.659	-6.235
Özel	-140	6.386	-6.574	35.988	-8.743	-2.217
Varlıklar	-1.375	-4.122	-3.182	-16.765	1.410	-1.337
Borçlanma Dışı (net) 4/	-193	1.142	12.243	10.743	23.140	24.475

Kaynak: TCMB, Globalsource  
1/ Yerleşik olmayanlara yapılan yurtiçi ihraçlar dahil.  
2/ (-) işaret rezerv birikimini gösterir.  
3/ Sermaye hesabındaki tüm yükümlülük kalemleri ve diğer yatırım varlıkları.  
4/ Dipnot 3'ün dışında kalanlar ve net hata noksan.



Ekonomik Görünüm Serisi'ne ulaşmak için:  
[www.deloitte.com/tr/ekonomik-gorunum](http://www.deloitte.com/tr/ekonomik-gorunum)

Daha fazla bilgi için

**DRT Kurumsal Finansman  
Danışmanlık Hizmetleri A.Ş.**

Sun Plaza  
Maslak Mah. Bilim Sok. No:5  
34398 Şişli, İstanbul  
Tel: 90 (212) 366 60 00  
Fax: 90 (212) 366 60 30

Armada İş Merkezi  
A Blok Kat:7 No:8  
06510, Söğütözü, Ankara  
Tel: 90 (312) 295 47 00  
Fax: 90 (312) 295 47 47

Punta Plaza  
1456 Sok. No:10/1  
Kat:12 Daire: 14 – 15  
Alsancak, İzmir  
Tel: 90 (232) 464 70 64  
Fax: 90 (232) 464 71 94

[www.deloitte.com.tr](http://www.deloitte.com.tr)  
[www.verginet.net](http://www.verginet.net)  
[www.denetimnet.net](http://www.denetimnet.net)  
[www.gumruknet.net](http://www.gumruknet.net)

Deloitte, faaliyet alanı bir çok endüstriyi kapsayan özel ve kamu sektörü müşterilerine denetim, vergi, danışmanlık ve kurumsal finansman hizmetleri sunmaktadır. Küresel bağlantılı 140 ülkedeki üye firması ile Deloitte, nerede faaliyet gösterirse gösterebilir, başarılarına katkıda bulunmak için müşterilerine birinci sınıf kapasitesini ve derin yerel deneyimini sunar. Deloitte'un 168.000 uzmanı, mükemmelliğin standardı olmayı kendilerini adanmıştır.

Deloitte uzmanları; ortak kültürün sağladığı birlik, pazar ve müşterilere sağlanan katma değer, birbirlerine olan bağlılık ve kültürel çeşitliliğin gücü ile tek bir bütündür. Uzmanlar, sürekli öğrenim, mücadele isteyen deneyimler ve zengin kariyer olanakları sunan bu çevrede çalışır. Deloitte uzmanları kurumsal sorumluluğu güçlendirmeye, kamu güvenini oluşturmaya ve toplumlarında pozitif bir etki yaratmaya kendilerini adanmışlardır.

Deloitte; bir veya birden fazla, ayrı ve bağımsız birer yasal varlık olan, İsviçre mevzuatına göre kurulmuş Deloitte Touche Tohmatsu'ya ve üye firma ağına atfedilmektedir. Deloitte Touche Tohmatsu ve üye firmalarının yasal yapısının detaylı açıklaması için lütfen [www.deloitte.com/about](http://www.deloitte.com/about) adresine bakınız.

©2009 Deloitte Türkiye. Member of Deloitte Touche Tohmatsu  
Tasarım Clients and Markets tarafından yapılmıştır.