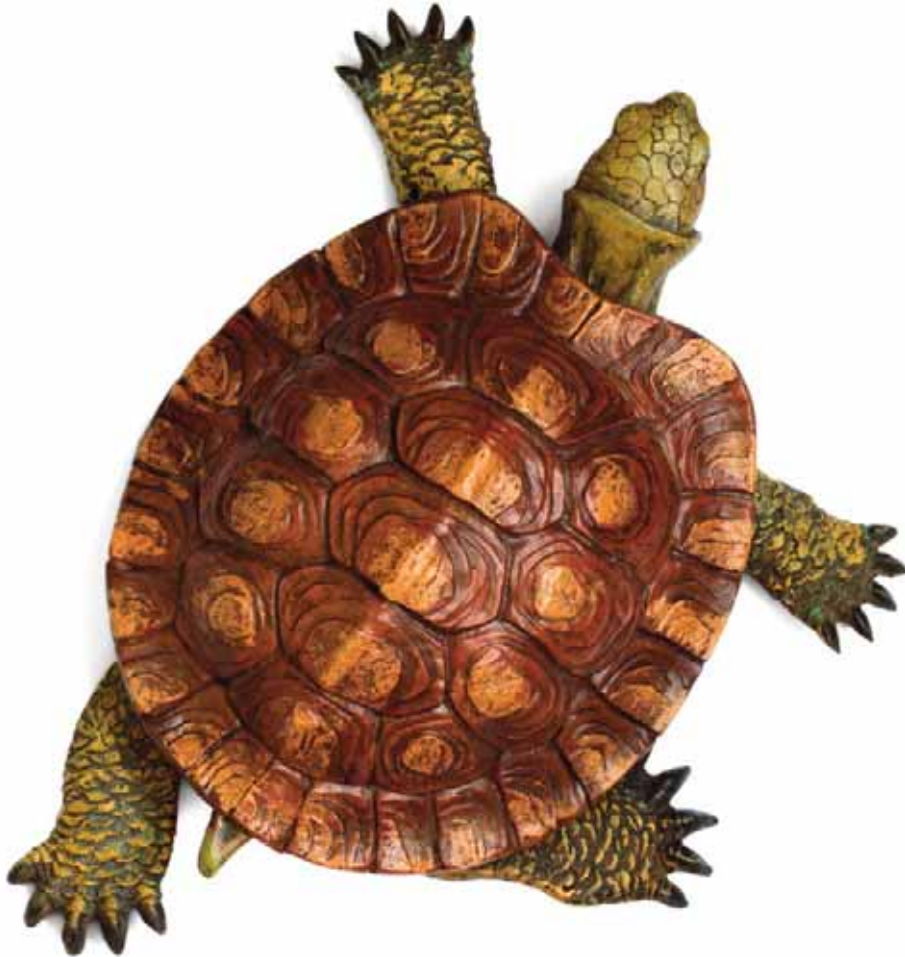


Deloitte.

Yeni yıla temkinli
girerken...
Ekonomik Görünüm
2010



İçindekiler

Önsöz	1
Makro Görünüm: Zor bir yıla girerken...	2
Piyasalar: Olumlu trend devam...	8
Büyüme ve istihdam: İyileşmenin neresindeyiz?	11
Enflasyon ve para politikası: Şimdilik bu kadar yeter	14
Mali politikalar ve kamu borcu: Bozulmanın sonuna geldik mi?	17
Ödemeler dengesi: Finansman tarafı hala zayıf	19
Ek: Tablolar	22

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

2010 yılına girerken hem Dünya, hem Türkiye ekonomisi istikrar kazanmış gözüküyor. Kalıcı bir iyileşmeye yönelik ise genelde veriler cesaret verici olmakla birlikte, önümüzde uzun ve zorlu bir süreç olduğu kesin. Gelişmiş ülkelerde kamu sektörünün artan borç yükü, kriz esnasında uygulanan aşırı genişleyici para ve mali politikaların bir noktada geri çekilmesi gereği, finansal sistemin regülasyonu konusundaki belirsizlikler korumacılığın artması tehlikesi vs. gibi birçok sorun önümüzdeki dönemde tedirginlik yaratacak, piyasalarda çalkantıya yol açabilecek gibi duruyor. En popüler senaryo, global büyümede GOP ekonomilerinin başat olduğu, gelişmiş ülkelerde sorunların devam ettiği ve bu tarz bir ayrışmanın yaşandığı bir senaryo. Bizde bu senaryoyu makul bulmakla beraber, Türkiye açısından temkinli yaklaşılması gerektiğini düşünüyoruz.

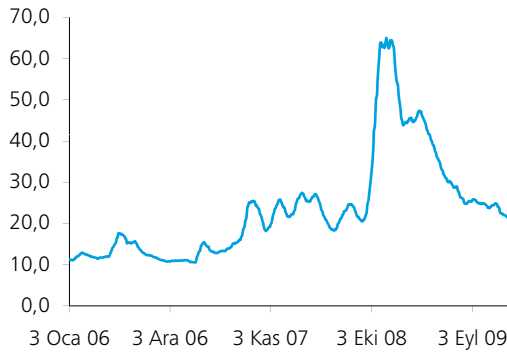
Türkiye ekonomisi tarafında 2009 yılını, global trendlere paralel olarak reel ekonomide ciddi bir daralma, piyasalarda ise oldukça olumlu bir performans yakalamış olarak bitirdik. Ancak IMF programına dair süren belirsizlik ve global tarafta iyileşmeye rağmen dalgalı bir seyrin izleneceği düşünüldüğünde 2010 yılının Türkiye açısından temel bazı riskler barındırdığı kanısındayız. 2010 yılında ağırlıklı olarak baz etkisi dolayısıyla hatırı sayılır bir büyüme oranının tutturulabileceğini düşünüyoruz. Ancak ayrıntılarını raporumuzda okuyacağınız gibi hem dış finansman hem kamu finansmanında sıkışmanın devam edeceği, bunun da 2010 yılında güçlü bir makro görünümün ortaya çıkmasında ciddi bir engel olabileceği kanısındayız. IMF ile yapılacak bir programın bu kısıtları hafifleteceği ve güven ortamı oluşmasına katkıda bulunacağı yönündeki görüşümüzü sürdürüyoruz.

Deloitte olarak danışmanımız tarafından hazırlanmış bu çalışmayı yararlı bulmanızı dileriz.

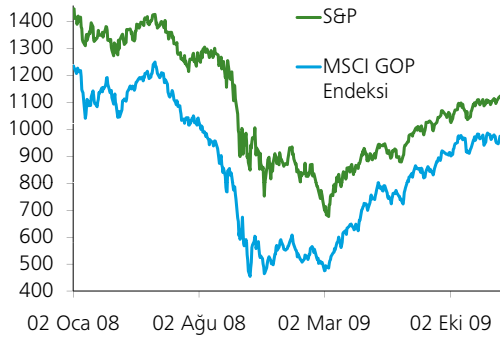
Makro Görünüm: Zor bir yıla girerken...¹

Son raporumuzdan beri hem içeride hem dışarıda piyasalar kuvvetli görünümünü sürdürdü. Risk iştahının bir göstergesi olarak kabul edilen volatilite endeksi (VIX), yatırım bankası Lehman Brothers'ın Ağustos 2008'de iflası öncesi düzeyine gerilerken, hem gelişmiş hem gelişmekte olan piyasa (GOP) ekonomilerinde borsalar yükselmeye devam etti (Grafik 1 ve Grafik 2).

Grafik 1 - CBOE Volatilite Endeksi (20 günlük hareketli ortalama)



Grafik 2 - S&P ve MSCI GOP Endeksleri



Buna paralel olarak iyileşmenin kuvveti ve sürdürülebilirliği ile ilgili belirsizlik sürse de (örneğin ABD'de emlak piyasası, perakende satışlar, tarım-dışı işsizlik gibi bazı önemli verilerin son dönemde çok kuvvetli gelmediğinin altını çizmek gerekiyor), parasal ve mali stimülusun etkisi ile hem dünya hem Türkiye ekonomilerinden genelde olumlu sinyaller gelmeye devam etti. Yılın 3. çeyreğinde ABD ekonomisi yıllıklandırılmış olarak %2,2 büyürken (Aralık ayı revize rakamı), başını Asya'nın çektiği GOP ekonomilerinin hemen hepsi resesyondan çok güçlü bir performansla çıktılar. Nitekim birçok analist tarafından önümüzdeki süreçte global büyümeyi GOP ekonomilerinin çekmesi, gelişmiş ülkelerde ise sorunların (şirket ve hatta bazı devlet iflaslarının devam etmesi, genişlemeci politikaların geri çekilmesi gibi) devam etmesi bekleniyor. Bu anlamda önümüzdeki dönemde GOP ve gelişmiş piyasa ekonomileri arasında genelde "ayırışma" olacağına dair beklenti (decoupling) tekrar popüler hale gelmiş gözüküyor.

Türkiye tarafında ise IMF programı ile ilgili belirsizliğin devam etmesine rağmen, "ucuz para ve güçlü global görünüm", Eylül ayında hükümetin açıkladığı Orta Vadeli Ekonomik Program'ın yarattığı görece iyimserlikle birleşerek, içeriye de olumlu yansıdı (OVEP hedefleri ve tartışması için, bkz. Deloitte: Ekonomik Görünüm, 3. Çeyrek 2009). Nitekim Ekim ayında yaşanan hafif bir düzeltme sonrasında piyasalar genelde olumlu seyrini sürdürdü. 2009 yılını, reel ekonomide ciddi bir daralma yaşanmasına rağmen piyasaların – özellikle Mart/Nisan ayından beri – çok olumlu bir trend yakaladığı bir yıl olarak tamamladık.

Son çeyrekteki gelişmeler ve yeni veriler ışığında makro tahminlerimizde bazı revizyonlara gitmekle beraber, 2010 ile ilgili temel makro görüşümüzü değiştirmedik. Son dönemdeki yakınlaşmaya rağmen, bir IMF programında anlaşılmasının daha zaman alacağını ve global tarafta ise, iyileşme devam etse de 2010'un tamamında global ekonominin dalgalı bir seyir izleneceğini düşünüyor, bu yüzden Türkiye'ye aşırı bir sermaye girişi yaşanmayacağını varsaymaya devam ediyoruz. Bu koşullarda hem dış finansmanda, hem kamu finansmanında sıkışıklık yaşanabileceğini bunun da 2010'da güçlü bir makro resmin ortaya çıkması için engel oluşturacağını düşünüyoruz. Öte yandan 2009'un ilk yarısında mali tarafta görece düzelmeye, ancak enflasyonun – Merkez Bankası'nın da vurguladığı gibi – yukarı yönlü hareket etmesini bekliyoruz.

Daha önceki raporlarımızda da vurguladığımız gibi, Türkiye'de makroekonomik görünüm dış ve iç finansman ile yakından ilintili. Bilindiği gibi "ödemeler dengesi fazlası" – yani cari açığın rahatlıkla finanse edilerek rezerv birikiminin oluşması durumu – Merkez Bankası döviz alımları yoluyla parasal genişlemeye yol açmakta, bu da bankacılık sektörüne "kalıcı" likidite sağlamakta. Öte yandan bütçenin faiz dışı fazla verdiği koşullarda devletin borçlanma ihtiyacı da azaldığından banka bilançolarında, borç senetlerinin payı düşük seyretmekte, bu da artan likiditenin ağırlıklı olarak özel sektöre krediye plase edilmesine imkan tanımakta. Nitekim 2008'de etkisini artarak hissettiğimiz global krize kadar gözlemediğimiz yüksek büyümenin bu şekilde "finanse" edildiğini söyleyebiliriz.

2009 yılında ise, Türkiye'nin dış finansmanın kriz döneminde ciddi bir sorun teşkil etmesi beklenirken, bu dönem, sıkça belirttiğimiz gibi, büyük ölçüde kaynağı belli olmayan sermaye girişleri ve rezerv kullanımı ile atlatıldı. 2009 yılında bu anlamda finansman açısından değil finansmanın kalitesi açısından bir sorun yaşanmış oldu. Öte yandan, kredi talebinin daralması, bankaların muhafazakar bir politika izlemesi, Merkez Bankası faiz indirimleri gibi sebeplerle olumsuz reel konjonktüre rağmen Hazine borçlanmakta herhangi bir sıkıntı yaşamadı.

1. Raporumuz genelde geçen yıl sonuna kadar elimizde olan verileri içermekle birlikte, yıl başındaki bazı gelişmeleri de (örneğin 4 Ocak'ta yayınlanan Aralık enflasyon verisi ve 15 Ocak'ta yayınlanan 2009 tam yıl bütçe verileri) dikkate almaktadır. Bu bölümde global taraf dahil varsayım ve tahminlerimize, raporun geri kalanında ise kısaca temel makro sektörlerdeki son gelişmelere yer verilmiştir. Global gelişmelerin detaylı bir analizi için, bkz. Deloitte Global Economic Outlook: The Shape of the Recovery in 2010, 4th Quarter 2009.

2010 ise farklı bir yıl olmaya aday gözüküyor. Bu açıdan hem dış finansman, hem kamu finansmanı tarafında son gelişmelere ve özellikle 2010 rakamlarına ayrıntılı olarak değinmekte fayda görüyoruz.

Dış finansman tarafında, 2009'daki nispeten olumlu gelişmelere rağmen, 2010'da sıkışmanın devam etmesini bekliyoruz. Başka bir ifade ile, yeniden kuvvetli bir büyüme ortamına geçecek ve cari açığı yeniden genişlemeye başlayacak bir Türkiye'de 2009'daki finansman yapısının sürdürülebilir olduğunu düşünmüyoruz.

Rakamlarla ifade etmek gerekirse, 2009 yılında 14 milyar dolar civarı bir cari açık ve 48 milyar dolara yaklaşan bir borç servisi ile toplam 60 milyar doların üzerinde bir finansman ihtiyacının karşılandığını tahmin ediyoruz (Tablo 1).

2010 yılı için ise bizim beklentilerimiz cari açığın 30 milyar dolara ulaşabileceği yönünde. (Bunun yaklaşık 40 milyar dolarının enerji açığından kaynaklanacağını, enerji dışı cari açığın ise 10 milyar dolar civarında fazla vereceğini hesaplıyoruz.) Cari açığın yanı sıra 2010 yılında 40 milyar doların üzerinde bir borç servisi için de finansman ihtiyacı doğacak. Böylece bizim öngörümüze göre 2010 yılı için toplam 70 milyar doların üzerinde bir sermaye girişi yaratılması gerekecek. Bunun dışında 2010, yaklaşık 25 milyar dolar kadar kısa vadeli kredi borcunun çevrildiği bir yıl olacak.

Geçmiş yıllarda Türkiye ekonomisi bu rakamlardan daha fazla finansman buldu, daha yüksek bir cari açığı ve dolayısıyla hızlı büyümeyi finanse edebildi. Ancak 2010'a yönelik karşımızda duran belki de en önemli soru, bulunduğumuz konjonktürün buna el verip vermeyeceği.

Rakamlar bunun çok kolay olmayabileceği yönünde. En önemli finansman kaynaklarından Doğrudan Yabancı Yatırım'ın (DYY) 2009'u 7,5 milyar dolar (net, 6,5 milyar dolar) ile bitirmesini 2010'da ise brüt 10 milyar dolara (net 8,5 milyar dolar) yakın bir büyüklüğe ulaşmasını bekliyoruz. Bu rakamın net bazda 2006-2007 döneminde yılda 20 milyar dolar, 2008'de 16 milyar dolar civarında seyrettiğinin ve yakın gelecekte bu seviyelere ulaşılmasının çok zor olduğunun altının çizilmesi gerekiyor. DYY'in detaylarına bakacak olursak, 2009 yılında DYY; gayrimenkul ve de küçük çaplı özel sektör birleşmelerinin yanı sıra bir önceki senenin 3G, İzgaz ve elektrik dağıtım bölgelerinden sağlanan gelirlerden oluştu.

Finansman Tablosu: 2006-2010 (milyar \$)					
	2006	2007	2008	2009t	2010t
Finansman İhtiyacı	63,6	77,3	84,5	61,7	71,0
Cari Açık	32,1	38,2	41,9	14,0	28,7
Borç Servisi (orta-uzun vadeli)	31,6	39,1	42,6	47,7	42,3
Kamu	14,4	13,6	10,6	7,0	8,2
sak: IMF	7,5	5,1	1,9	0,7	2,3
Dış Borç Senetleri	2,5	3,7	3,4	1,9	2,7
Özel	17,1	25,5	32,0	40,8	34,0
Bankalar	2,6	3,1	7,2	7,2	4,6
Diğer sektörler	14,6	22,4	24,8	33,6	29,5
Finansman Kaynağı	63,6	77,3	84,4	61,7	58,4
Doğrudan Yatırımlar (net)	19,3	19,9	15,8	6,5	8,5
Portföy (özel sektör hisse senetleri net)	-2,1	3,1	-0,6	0,0	2,0
Borçlanma (orta-uzun vadeli)	59,5	63,1	64,9	34,9	45,4
Kamu	17,4	5,9	7,7	7,4	8,0
sak: IMF	3,0	1,1	3,6	0,0	0,0
Borç Senetleri 1/	12,0	1,3	-1,1	3,7	6,0
sak: Yurtdışı (TL) Senetler (net)	6,1	-3,3	-5,1	0,0	2,0
Özel	42,1	57,2	57,2	27,5	37,4
Bankalar	11,6	10,5	7,8	5,5	5,0
Diğer sektörler	30,5	46,7	49,4	22,0	32,4
Kısa vadeli (net) 2/	-2,8	2,7	4,6	-6,0	5,0
Bankaların Döviz Varlıkları (net) 3/	-4,1	-5,1	-7,0	16,2	-2,0
Net Hata Noksan 4/	0,0	1,6	5,5	9,0	0,0
Rezerv Varlıklar (' - ' = rezerv birikimi)	-6,1	-8,0	1,1	1,2	-0,5
Finansman Açığı	0,0	0,0	0,0	0,0	12,5

Kaynak: TCMB, Hazine ve GlobalSource
1/ Yurtdışı yerleşiklerin elindeki kağıtlar ile eurobondlar dahil (net)
2/ 2009 3.Ç sonu itibari ile kısa vadeli krediler \$26.9 milyar seviyesindedir.
3/ Diğer varlık ve yükümlülükleri içermektedir (-) yurtdışında varlık birikimi ya da içeride yükümlülük azalışı anlamına gelmektedir.

2010 yılında ise DYY'nin elektrik dağıtım bölgeleri ve üretim santralleri, Başkentgaz, İDO, otoyollar, ve Milli Piyango ihalesi gibi başlıca özelleştirme varlıklarından 2,5 milyar dolar civarında bir sermaye çekmesini, gayrimenkul dahil 7 milyar dolar civarı bir özel sektör katkısı ile yılı 9,5-10 milyar dolar civarında tamamlamasını bekliyoruz. Portföy girişi yatırımları tarafında, 2009 yılında net sermaye gerçekleşmeyeceğini, 2010 yılının ise kuvvetli olmayan bir sermaye girişiyle tamamlanacağını öngörüyoruz. Finansmanın asıl sürükleyicisi olan özel sektör şirketler kesimi borçlanmasının 2009 yılında Türkiye'ye sağlayacağı sermaye girişinin, 2008'deki 50 milyar dolara göre önemli bir azalış yaşayarak 20-25 milyar dolar civarında kaldığını hesaplıyoruz. Bunun yaklaşık %70'ler civarı bir dış borç çevirme rasyosuna işaret ettiğini ve kriz öncesi dönemde bu oranın %200'lerde seyrettiğini vurgulamakta fayda görüyoruz. 2010 yılında ise, uluslararası kredi koşullarındaki görece iyileşmeyi de göz önünde bulundurarak, özel sektör şirketler kesimi borçlanmasının yeniden, hafif bir artış ile 30 milyar doların üzerine çıkacağını, dış borç çevirme rasyosunun bu şekilde tekrar %100'ün az da olsa üstüne çıkacağını tahmin ediyoruz.

2009 yılı finansmanının önemli bir bölümünün net hata noksan kaleminden sağlanan kaynağı belli olmayan sermaye girişleri (Ocak-Ekim döneminde yaklaşık 6 milyar dolar) ile karşılandığını belirtmiştik. 2010'da bu tablonun devam edebileceğini düşünmüyoruz. Bu nedenle yukarıda belirttiğimiz DYY ve portföy yatırımlarından sağlanan sermaye girişlerinin yanı sıra özel sektör dışında bankalar ve kamu kesimini de göz önüne alarak Türkiye'nin 2010'da toplam 45 milyar dolar'ın üzerinde bir orta ve uzun vadeli borç yaratacağını, kısa dönem borçlanmadan 5 milyar dolarlık net sermaye girişi yaşanacağını düşünmüyoruz. Bu, bizim öngörümüze göre 2010'da halen bir finansman açığı olabileceğine işaret ediyor.

2009 yılındaki likidite gelişmelerinin bu yönde olduğunu, Merkez Bankası'nın APİ stokunu yıl sonunda 15 milyar TL düzeyinde kapattığını, yani Banka'nın bu düzeylerde net bazda piyasayı fonladığını belirtmekte fayda görüyoruz.

Finansman tarafındaki olası sıkışıklığın ikinci bacağı ise kamu finansmanı oluşturuyor. Kamu finansmanı tarafında son yıllarda alıştığımızın dışında bir resim ile karşı karşıyayız. Hazine, 2010 Finansman Programı'yla yıl için öngördüğü iç borç çevirme oranını %99,5 olarak açıkladı. Kurum 138,4 milyar TL anapara, 44,2 milyar TL'si faiz olmak üzere toplam 182,6 milyar TL iç borç servisi öngörürken, toplam 181,6 milyar TL iç borçlanma öngörüyor (Tablo 2). Programda 2009'a dair göze çarpan en önemli özellik 2008 sonunda yayınlanan programda %77,8 olarak açıklanan iç borç çevirme oranının, faiz dışı dengedeki sapmaya bağlı olarak %103,5 olarak gerçekleşeceğinin tahmin edilmesi. 2010'da benzer bir borçlanma gereği kaçınılmaz gözüküyor.

Bilindiği gibi borç çevirme rasyosunun %100 düzeylerinde seyretmesi faiz dışı dengenin ciddi bir fazla verememesinden kaynaklanıyor. Bu durumda, dış borç tarafında önemli bir ek kaynak yaratılmayıp, özelleştirme gelirleri nispeten düşük seyredince, iç borcun faiz ve ana para olarak hemen tamamının çevrilmesi gerekiyor. Dış borç ve özelleştirme tarafında rakamlar 2010 içinde benzer bir duruma karşı karşıya olduğumuzu gösteriyor: Uluslararası sermaye piyasalarında 8,4 milyar TL tutarında tahvil ihracının yapılması öngörülmekte, Dünya Bankası, Avrupa Yatırım Bankası ve diğer dış finansman kuruluşlarından proje ve program kredileri yoluyla toplam 5,3 milyar TL dış finansman sağlanması hedeflenmekte.² Bu, dış borç tarafında faiz dahil edildiğinde net ödeyici konumunda olduğumuz anlamına geliyor. Özelleştirme geliri tarafında ise, İşsizlik Sigortası Fonu ve Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu'ndan aktarılacak kaynaklar dahil, sadece 8,7 milyar TL beklenmekte.

Bu noktada daha önceki raporlarımızda sürekli değindiğimiz bir konuya, IMF ile yapılacak bir anlaşmaya tekrar atıfta bulunmakta fayda görüyoruz. Olası bir IMF anlaşması güven unsuru dışında Hazine'ye kaynak sağlayarak borç çevirme oranının düşmesini ve reel sektöre bankalar tarafından kullanılacak kredilerin artmasını sağlayacaktır. Ayrıca ödemeler dengesi tarafında katalitik bir rol üstlenerek, sermaye hesabının rahatlamasına, rezerv birikimine, ve dolayısıyla parasal sistemin rahatlamasına yol açacaktır.

Yukarıda değindiğimiz gibi bizim baz senaryomuz gecikmeli bir IMF programı ve dalgalı bir global ekonomi varsayımlarına dayanıyor. Bu senaryoya göre 2010'a yönelik tahminlerimizi şöyle özetlemek mümkün.

Tablo 2: Finansman Programı: 2008-2010 (milyar TL)				
	2008		2009	
	Ger.	Prog.	Ger.(t)	Prog.
Toplam Borç Servisi	146,5	153,9	148,9	200,3
Anapara	96,9	97,0	96,4	149,6
Faiz	49,5	56,9	52,5	50,7
Yurtiçi	129,6	135,1	134,3	182,6
Anapara	86,0	85,4	88,1	138,4
Faiz	43,6	49,7	46,1	44,2
Yurtdışı	16,9	18,7	14,7	17,7
Anapara	11,0	11,6	8,3	11,2
Faiz	5,9	7,2	6,4	6,5
Finansman	146,5	153,9	148,9	200,3
Borçlanma Dışı Kaynaklar	33,9	36,5	2,1	5,0
Faiz Dışı Fazla	24,0	28,5	-7,3	-4,3
Garantili Borç Geri Dönüşü	0,6	0,5	0,9	0,6
Diğer 1/	9,3	7,5	8,5	8,7
Kasa / Banka Hesabı (net)	1,7	0,0	-4,0	0,0
Döviz Hesabı Kur Farkı	3,6	0,0	0,7	0,0
Toplam Borçlanma	107,2	117,4	150,1	195,3
Dış Borçlanma	10,9	12,2	11,2	13,7
İç Borçlanma	96,3	105,1	138,9	181,6
Memo:				
İç Borç Çevirme Rasyosu (%)	74,3	77,8	103,5	99,5
İç Borçlanma (net)	10,3	19,7	50,8	43,2
Dış Borçlanma (net)	-0,1	0,7	2,9	2,4
Kaynak: Hazine, GlobalSource				
1/ Özelleştirme ve TMSF satışlarını içerir.				

Bu miktar çok yüksek olmasa da, önemli olan nokta, bu finansman resminin Merkez Bankası nezdinde rezerv birikimine izin vermeyeceğidir. (Nitekim 2009'da Merkez Bankası rezervleri ciddi bir artış gösterememiştir.) Rezerv birikiminin olmadığı bir konjunktürde ise Merkez Bankası'nın para yaratmakta zorlanacağı ve para talebindeki artış ile birlikte piyasadaki fonlama ihtiyacının artacağı beklenmelidir.

2. Raporumuzun yayına hazırlanacağı Ocak ayının ilk yarısında, 2 milyar dolar tutarında 30 yıllık (2040 vadeli) Eurobond ihracı gerçekleştirilmiştir.

Tablo 3: Temel Makro Göstergeler

	2008	2009t		2010t	
		Son Rapor	Revize	Son Rapor	Revize
Büyüme (GSMH %)	0,9	-6,0	-5,6	3,1	3,9
Enflasyon (TÜFE, dönem sonu)	10,1	5,6	6,5	6,6	7,8
Cari Açık (milyar \$)	-41,9	-13,5	-14,0	-23,1	-28,7
Cari Açık (GSMH'ya oran olarak)	-5,7	-2,2	-2,3	-3,5	-4,0
Dış Ticaret Açığı (milyar \$)	67,3	38,7	38,7	48,5	56,7
Enerji Faturası (milyar \$)	40,7	28,4	26,8	33,7	38,2
Doğrudan Yabancı Yatırımlar (milyar \$ net)	15,8	5,5	6,5	8,0	8,5
Reel Efektif Döviz Kuru (1995=100 yılsonu Aralık verileriyle)	169,0	174,8	171,0	174,4	176,0
(% değişim)	-11,3	3,5	1,5	-0,2	2,8
Döviz Kuru (TL/\$ yılsonu Aralık verileriyle)	1,540	1,491	1,503	1,610	1,596
MB O/N Faiz Oranları (yılsonu basit %)	15,00	6,50	6,50	7,50	7,50
Gösterge DİBS Faizi (yılsonu bileşik, %)	17,90	...	9,20	...	11,00
Merkezi Hükümet Faiz Dışı Fazlası (GSYİH'ya oran olarak)	3,5	-0,9	0,1	0,3	0,6
Merkezi Hükümet Bütçe Dengesi (GSYİH'ya oran olarak)	-1,8	-6,8	-5,5	-5,0	-4,7
Merkezi Hükümet Brüt Borç Stoku (GSYİH'ya oran olarak)	40,0	...	46,7	...	46,3

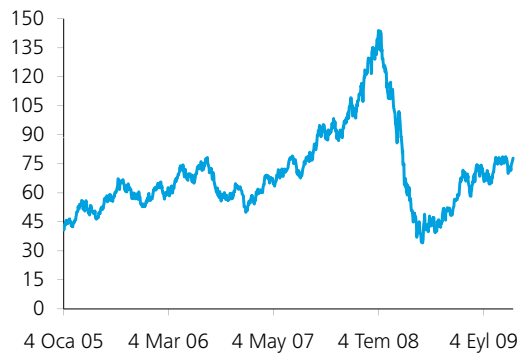
2010 esnasında büyük bir sıkıntı yaşanmaz ise ekonominin baz etkisiyle – geçen yıl %5,5 civarında daraldıktan sonra- %3,5-%4 dolayında büyümesi zor gözüküyor (Tablo 3). 2009 yılında daralmanın ciddi bir kısmının stokların eritilmesinden kaynaklandığı hatırlanacak olursa, stokların tekrar artışa geçmesi, tüketim ve yatırımın bir nebze canlanması ile bu oranların tutturulması çok zor olmayacaktır. Ancak yukarıda detaylandırdığımız gibi 2010 hem kamu hem dış finansman açısından kolay bir yıl olacak gibi durmuyor. Bu açıdan iyileşmenin gücü ve sürdürülebilirliği konusunda tereddütlerimiz devam ediyor.

Enflasyon geçen yılı, son aylarda gösterdiği yükselişle %6,5 düzeyinde kapattı. Önümüzdeki dönemde de, gerek (ağırlıklı olarak enerji fiyatlarından doğan) baz etkisi, gerek ekonomideki hafif canlanma ve mali tarafta gelirleri artırmak amacıyla yapılan fiyat ve vergi uyarlamaları yüzünden, %8-%9 aralığına kadar yükselmesi kaçınılmaz gözüküyor. Temel soru bu seviyeleri gördükten sonra enflasyonun tekrar %6-%6,5 yani hedef enflasyon (%6,5) düzeylerine inip inmeyeceği şeklinde özetlenebilir. Merkez Bankası, Ocak ayı sonunda yayınlayacağı Enflasyon raporunda Ekim raporundaki %5 düzeyindeki beklentisini muhtemelen hedefe doğru revize edecek. Ancak bizim beklentimiz hedefin 2010 sonunda aşılacağı yönünde.

Bu açıdan bakıldığında önümüzdeki süreçte Merkez Bankası açısından en önemli zorluğun beklenti yönetimi olduğu söylenebilir. Ciddi bir krizin olmadığı, çekirdek enflasyon göstergelerinin nispeten düşük seyrettiği, enflasyon beklentilerindeki bozulmanın da makul düzeylerde kaldığı bir senaryoda Merkez Bankası Para Kurulu'nun olumsuz gelişmeleri "geçici" olarak nitelendirmesi ve faizleri artırmadan uzun süre beklemesi söz konusu olacaktır diye düşünüyoruz. Bu

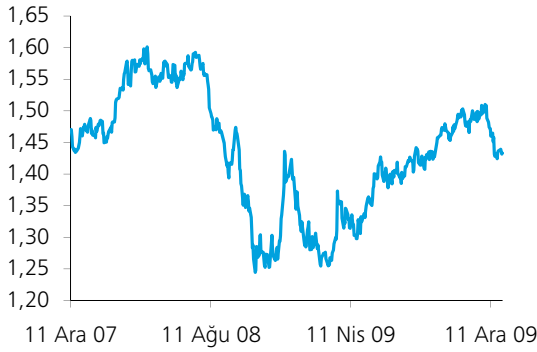
açıdan bizim beklentilerimiz faizin 100 puan kadar yükseleceği yönünde. Bunun en son Merkez Bankası beklenti anketindeki 150 puandan biraz daha düşük olduğunu belirtmekle beraber, GOP Merkez Bankalarının yılın 2. yarısında faiz artırımlarına başlaması ve enflasyondaki artış düşünüldüğünde, risklerin yukarı doğru olduğunun altını çizmemiz gerekiyor.

Cari açık bu yılı 14 milyar dolar düzeyinde kapattıktan sonra, önümüzdeki yıl 30 milyar dolara rahatlıkla yükselir diye tahmin ediyoruz. Burada temel belirleyici yine enerji faturası olacaktır. Petrol fiyatının son dönemdeki düzeyini koruduğu varsayımı altında enerji faturasının 40 milyar dolara yaklaşmasını, enerji dışı cari dengenin ise fazla vermesini bekliyoruz (Grafik 3). Bu şekilde bakıldığında cari açık tahminimizin düşük olduğu kanısına bile varmak mümkün.

Grafik 3 - Petrol Fiyatları (brent, varil başına; \$)

Yukarıda detaylandırdığımız gibi 2010 için karşımızda, dış finansman tarafında rahat bir görünüm bulunmuyor. Bu çerçevede lira'nın reel bazda çok fazla değerlenemeyeceğini düşünüyoruz. Nitekim 2008 yılında %10'nun üstündeki değer kaybının ardından lira'nın 2009 yılında da fazla güçlenemediğini gördük. Bunun dışında yıl sonu nominal kur tahminimizde, dolar/euro paritesi de rol oynuyor. Başka bir deyişle reel değerlenme olmasa bile paritedeki oynamalar lira'nın dolar ve euro karşısındaki seyrini doğal olarak etkiliyor. Bizim tahminimiz dolar/euro paritesinde son dönemde gördüğümüz görece düzelmeye devam edeceği ve doların euro karşısında 2010 yılında hafif kuvvetleneceği ve 1,4 düzeyinde kapatacağı yönünde (Grafik 4). Bunları hesaba kattığımızda dolar/TL kurunu yıl sonunda 1,6 düzeyinde tahmin ediyoruz.

Grafik 4 - €/Ş Paritesi



2009 Merkezi Hükümet bütçesi her ne kadar Eylül ayı tahminlerine göre daha olumlu bir görünüm çizdiyse de, ilk tahminlere göre çok ciddi bir bozulma ve bununla beraber borçlanma ihtiyacında da artış gözlemledik (Tablo 4). Bu durum 2008 sonuna göre, Merkezi Hükümet (brüt) borcunda GSYİH'ya oran olarak 6-7 puan kadar oldukça ciddi bir sıçramaya yol açtı. Yine de brüt olarak %50, net bazlı %40 civarında olan Genel Kamu/Merkezi Hükümet borcunun Türkiye için bir avantaj olduğunu söylemek gerekiyor. Bununla beraber, borcun vadesinin nispeten kısa (3 yıl kadar) olduğunun ve finansal sistemin derinliğinin -- veya borç taşıma kapasitesinin -- çok yüksek olmadığına altını da çizmek gerekiyor.

Özetle, karşımızda 2010'la ilgili olarak hem dış hem kamu finansmanı açısından zor bir resim var. Yukarıda detaylandırdığımız gibi, dış finansman tarafında bir ödemeler dengesi fazlası verilmesi zor gözüküyor. İçeride ise, faiz dışı fazlanın erimesi nedeniyle, borç senetlerinin faizleriyle birlikte çevrilmesi gerekiyor. Başka bir deyişle (Merkez Bankası döviz alımlarının düşük düzeyde seyretmesi dolayısıyla) parasal genişleme sınırlı kalırken, eskiye oranla daha fazla borç senedinin taşınmak durumunda olduğu bir dinamikten söz ediyoruz.

Tablo 4: Merkezi Yönetim Bütçesi 2008 - 2010

	2008	2009	2010	
		Bütçe	Gerçekleşme	
(milyar TL)				
Harcamalar	227,0	259,2	267,3	287,0
Faiz Dışı	176,4	201,7	214,1	230,2
Faiz	50,7	57,5	53,2	56,8
Gelirler	209,6	248,8	215,1	236,8
Vergi	168,1	202,1	172,4	193,3
Vergi Dışı Gelirler	41,5	46,7	42,6	43,5
Bütçe Dengesi	-17,5	-10,4	-52,2	-50,2
Faiz Dışı Denge	33,2	47,1	1,0	6,6
(GSYİH'ya oran olarak, %)				
Harcamalar	23,8	23,3	28,2	27,9
Faiz Dışı	18,4	18,2	22,6	22,4
Faiz	5,3	5,2	5,6	5,5
Gelirler	22,0	22,4	22,7	23,0
Vergi	17,7	18,2	18,2	18,8
Vergi Dışı Gelirler	4,3	4,2	4,5	4,2
Bütçe Dengesi	-1,8	-0,9	-5,5	-4,9
Faiz Dışı Denge	3,5	4,2	-0,1	0,6

Kaynak: Maliye Bakanlığı.

Bu dinamik bize 2010'da çok kuvvetli bir büyümenin düşük olasılık olduğunu düşündürüyor.

Ancak bu resmin farklı gelişebileceğini de vurgulamak da yarar görüyoruz. Örneğin alternatif bir senaryoda, sermaye hareketleri daha kuvvetli seyredebilir ve bu bankacılık sektörünün sağlıklı konumu ile birleştiğinde Türkiye ekonomisinin burada verilen baz senaryoya göre özellikle büyüme açısından nispeten güçlü bir yıl geçirmesi beklenebilir. Bilindiği gibi Türk bankacılık sektörü, yılı oldukça kârlı, sermaye yeterliliği ve aktif kalitesi açısından nispeten kuvvetli kapatmıştır (Bkz. Kutu: Bankacılık Sektörüne Kısa Bir Bakış). Başka bir deyişle kredi vermeye elverişli durumdadır ve bunun işaretleri son aylarda özellikle tüketici kredileri tarafında görülmektedir. Bu durum, ödemeler dengesinin rahatladığı ve mali disipline uyulduğu bir konjonktürde büyüme açısından büyük bir avantaj teşkil edebilir.

Ancak böyle bir senaryoda enflasyon ve cari açık tarafında daha karmaşık bir tablo ile karşılaşacağımızı belirtmek gerek. Canlanan ve çıktı açığını hızla kapatan bir ekonomide dövizde muhtemel bir kuvvetlenmeye rağmen enflasyonda artış görülebilir, cari açık tekrar bir kırılma unsuru olarak karşımıza çıkabilir.

Bankacılık sektörüne kısa bir bakış

Türkiye’de faaliyet gösteren bankaların toplam aktifleri 2009 yılı Kasım sonu itibariyle geçen yılın aynı dönemine oranla %11 üzerinde bir artış gösterdi ve 804 milyar TL olarak gerçekleşti. Kârlılık açısından da oldukça verimli bir dönem geçiren bankaların yine aynı dönemdeki net kâr toplamaları %44 artışla 18,8 milyar TL olarak gerçekleşti.

Çoğunluğunu hazine bonolarının oluşturduğu finansal varlıklar ise % 32 artışla, 257 milyar TL’nin üzerine çıkarken, sadece bu kalemden elde edilen faiz gelirin 25 milyar TL’nin üzerinde olması dikkat çekici.

Kredi tarafından bakıldığında ise hem ekonomideki daralma hem de negatif beklentilerle artan arz tarafındaki kredi standartları, toplam verilen kredilerin artmasını engellemiş gözüküyor. 2009 Kasım sonu itibariyle toplam krediler geçen yılın aynı dönemine göre aynı seviyelerde kalarak 385 milyar TL olarak kaydedilmiştir. Takipteki kredilere bakıldığında ise krizin etkilerini daha net olarak gözlemlemek mümkün. Toplam krediler %4 gibi küçük bir oranda artarken takipteki krediler aynı dönemde %70 artarak 21,9 milyar TL seviyelerine yükselmiştir.

2009 yılını çok iyi geçiren bankacılık sektörü, reel sektöre gerekli finansal desteği sağlayarak 2010 yılında büyümeye çok önemli katkılar sağlayabilir. Ancak büyümenin yetersiz kalması, ya da ekonomide oluşabilecek yeni darboğazlar, bankaların kredi standartlarını yukarı çekecek ve reel sektörün finansmanı açısından sıkıntıya yol açabilecektir.

Kasım/Aralık ayı içinde Referans Gazetesi’nde yayınlanan ve banka yöneticilerinin görüşlerine yer veren bir dizi röportaj da bu görüşümüzü desteklemektedir. Bu röportaj dizisinde Türkiye’nin 12 büyük bankasının genel müdürleri 2010 ve sonrasında bankacılık sektörünün temel risk ve endişelerini belirtmişlerdir. Tüm genel müdürlerin ortak endişesi ekonomik büyüme olarak ortaya çıkmıştır. Bankalar, dış kaynak bulunmadan ve ekonomide tam güven oluşmadan gerçekleşecek olan büyümenin sürdürülebilir olmayacağı düşüncesindedirler. Diğer taraftan, mali tarafta genişlemeci politikaların ve kriz için alınan önlem paketlerinin, 2010 yılı içerisinde geri teperek ekonomide yeni bir darboğaz yaratmasından da korkulmaktadır.

Toplam Bankacılık Sektörü Göstergeleri (milyar TL)			
	Kas 08	Kas 09	% Değişim 1/
Toplam Aktifler	720,7	803,8	11,5
Finansal Aktifler	194,8	257,2	32,0
Mevduat	439,1	502,2	14,4
Krediler	370,2	384,9	4,0
Takipteki Alacaklar	12,9	21,9	69,2
Toplam Özkaynaklar	84,5	108,9	28,9
Net Dönem Karı	13,0	18,8	44,0
Krediler / Toplam Varlıklar (%)	51,4	47,9	-3,5
Menkul Kıymetler / Toplam Varlıklar (%)	27,0	32,0	5,0
Krediler / Mevduat (%)	84,3	76,6	-7,7
Mevduat / Toplam Varlıklar (%)	60,9	62,5	1,5
Takipteki Alacaklar Oranı (%)	0,7	1,0	0,3
Aktif Getirisi (%)	1,8	2,3	0,5
Sermaye Getirisi (%)	15,4	17,3	1,8

Kaynak: BDDK
1/ yüzde olarak belirtilen kalemler için fark alınmıştır.

2010 için belirlenen riskler her şekilde büyümeyle ilişkili olsa da diğer riskleri şu şekilde sıralamak mümkün:

Faiz ve Kredi Riski:

Bono faizi cazibesini kaybetmeye başlamasıyla bankalar kredi hacimlerini artırma adına küçük ve orta büyüklükteki işletmelere yönelecekler. KOBİ'lere verilen krediler kârlılık açısından da, sektörde büyüme açısından da oldukça çekici olsa da kredilerin "geri ödenmeme" riski oldukça yüksek. Büyümenin yeterli düzeyde olmaması da bu riski artıran en önemli etkenlerden. Bu bakımdan, 2009'da bankaların en önemli riski olan kredi riski, 2010'da da değişmeyecek gibi görünüyor.

IMF Anlaşması:

Birçok banka yöneticisi, IMF anlaşmasının hem dış kaynak sağlama açısından hem de ekonomiye güven getirme açısından oldukça önemli olduğunu belirtmiş ve IMF anlaşmasının gerekliliğini savunmuşlardır. Diğer taraftan, bazı CEO'lar IMF konusunda daha temkinli ifadelerde bulunmuşlar ve hedeflere ulaşıldıktan, gerekli yapısal reformlar yapıldıktan sonra Orta Vadeli Ekonomik Program ekonomide istenen büyümeyi ve güveni sağlayacaktır, düşüncesinde olduklarını belirtmişlerdir. Sonuç olarak, IMF konusunda ortak bir fikir olmasa da bankaların çoğu IMF anlaşmasının faydalı olacağını düşünmektedir.

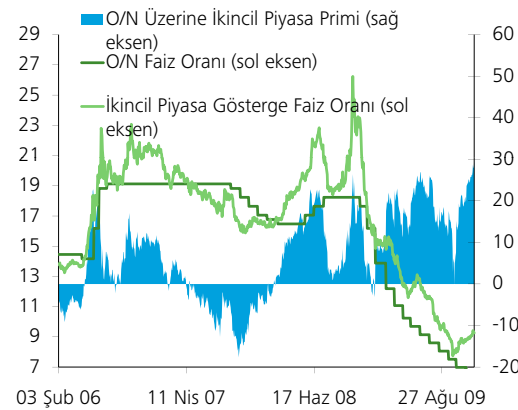
Piyasalar: Olumlu trend devam...

Piyasaların dip seviyeleri gördüğü 2009 Mart'ından bu yana; küresel çapta destek paketleri ile "ekonomik verilerde artık dip seviyenin görüldüğü" kanısı piyasaları sert bir biçimde yükseltirken, Türkiye makroekonomik durumuna kıyasla bu hareketten payını fazlasıyla aldı. 2009'da İMKB hisse senetleri piyasasına nette 2,25 milyar dolarlık yeni yabancı girişi oldu. Mali piyasalar 3. çeyrek raporumuzdan sonra yükselişleri bir süre daha devam ettirirken, artık faiz indirimlerinin sonuna yaklaşıldığı için bankaların 2010'da bono pozisyonları nedeniyle yüksek kâr yazamayacakları, yabancılara "0" stopaj uygulamasının Anayasa Mahkemesi tarafından iptal edilmesi ve mali enstrümanlarda fiyatların görece yüksek seviyelerde bulunması, Türkiye'nin diğer gelişmekte olan piyasaların altında performans göstermesine yol açtı.

Piyasalar söz konusu dönemde IMF anlaşmasının olmayacağı düşüncesine – küresel rallinin devam etmesinin de etkisiyle – kendisini iyice alıştıran, yurtdışı piyasalardaki rallinin devam etmesi ile birlikte Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşu Fitch'in Türkiye'nin kredi notunu iki kademe birden artırması ve sonrasında da IMF anlaşmasına dair Başbakan Recep Tayyip Erdoğan'ın IMF ile yürütülen görüşmelerde pürüzlerin giderildiğinin söylemesi Türk finansal varlıklarının yeniden GOP ortalamasının üzerinde performans göstermesine yol açtı.

Son raporumuzu hazırladığımız günlerde %9 seviyesinin hemen altında bulunan gösterge tahvil bileşik faizi, Merkez Bankası'nın faizlere yönelik düşüş yönündeki tutumunu devam ettirmesi ile birlikte düşüşünü hızlandırdı ve Ekim ayı başında %7'li seviyeleri görerek rekor kırdı. Gösterge tahvil faizinde birkaç hafta içerisinde gözlenen bu hızlı düşüş gecelik faiz üzerine borçlanma priminin 0'a yaklaşmasına neden oldu (Grafik 1).

Grafik 1 - Faiz Oranları (bileşik; %)



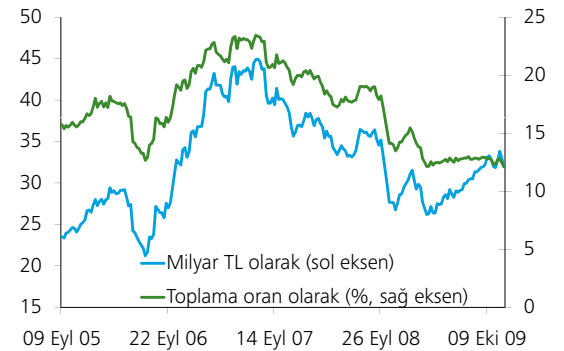
3. Merkez Bankası'nın kamu kağıtlarının itfasi nedeniyle ikincil piyasadan bono alacak olması fakat parametrelerin Aralık ayından önce henüz belirli olmaması da piyasa oyuncularında faizlerin geleceğine dair tedirginlik yaratan başka bir unsurdu.

Piyasa oyuncularının faiz indirimlerinin sonuna yaklaşıldığını düşünmesi, yabancılara "0" stopaj uygulamasının Anayasa Mahkemesi tarafından iptal edilmesi, 2010'un ilk yarısındaki yüklü itfa programı gibi nedenler, gösterge tahvil faizinde görece hızlı bir yukarı hareketi beraberinde getirdi.³ Tahvilin bileşik faizi %10, prim ise %30 seviyelerine yaklaştı. Raporumuzu hazırladığımız günlerde çıkan IMF haberleri gösterge tahvil bileşik faizini yeniden %9 seviyesinin altına çekti.

Bono piyasasında en büyük alıcı 4. çeyrekte de bankalar olurken, kredilerde canlanma görülse de henüz kriz öncesi seviyelerde artış oranları görülmemesi ve Merkez Bankası'nın API ile kaynak sağlamaya devam etmesi bankaların hazine kağıdına olan talebini devam ettirmesine neden oldu. Merkez Bankası gösterge faizi her ne kadar düşük seviyelerde olsa da, Enflasyon ve Para Politikası bölümünde sebeplerini açıklayacağımız gibi enflasyon oranlarında 2010 ilk yarısında görülebilecek sıçrama bono faizlerinin yeniden %7'li seviyeleri görmesini engelleyeceği kanısındayız.

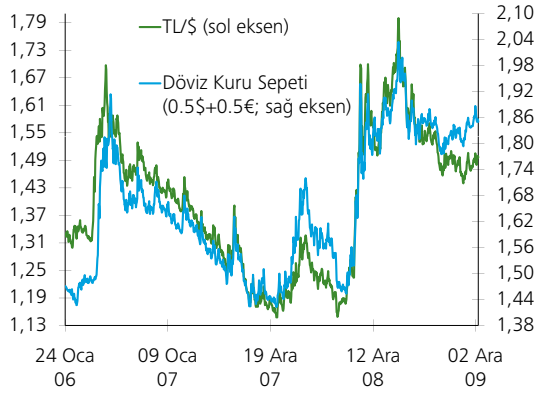
Son raporumuzdan bu yana yabancıların portföylerinde bulundukları bono-tahvil stoku miktar olarak hafif artış gösterirken, toplama oran olarak ise düşüş gözleniyor. Son raporumuz hazırlanırken %13'e yaklaşan seviyede bulunan yabancı yatırımcıların bono pozisyonları, toplama oran olarak 25 Aralık itibarıyla %11,5 seviyesinde bulunuyor (Grafik 2).

Grafik 2 - Yabancıların Tuttuğu Bono-Tahvil Stoku



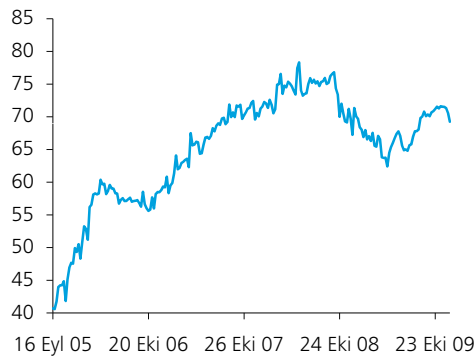
TL son raporumuzdan beri gerek dolar, gerekse de döviz kuru sepetine (0,5\$+0,5€) karşı değer kaybetmiş bulunuyordu (Grafik 3). Ancak IMF anlaşmasına dair yaratılan olumlu hava, yeni not artırım beklentileri, doların diğer para birimleri karşısında değer kaybı, TL'nin yeniden değerlendirilmesini beraberinde getirdi. Son IMF anlaşması haberleri ise döviz kuru sepetininin 1,8 seviyesinin altına inmesine neden oldu. Fakat döviz kurları halen Lehman Brothers'ın iflasından sonra belli bir seviye üzerine oturmuş gibi görünüyor.

Grafik 3 - Döviz Kuru Gelişmeleri



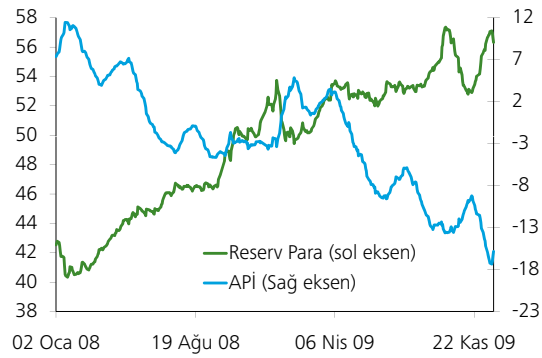
Merkez Bankası brüt döviz rezervleri, döviz alım ihalelerine rağmen son raporumuzdan bu yana 0,5 milyar dolar düşüş gösterdi (Grafik 4). Bu düşüşte Kamu'nun Merkez Bankası'ndaki mevduatlarında meydana gelen yaklaşık 1,5 milyar dolarlık düşüşün de etkisi oldu. Brüt döviz rezervleri halen küresel kredi krizinin henüz tüm şiddetiyle başlamadığı 2008 Mayıs ayında gördüğü 78 milyar dolarlık tarihi zirveye göre 8 milyar dolar civarında daha düşük seviyelerde bulunuyor. Hazine'nin 2010'da döviz cinsi borcunun yaklaşık yarısını döviz cinsinden yenilemesinin, Kamu'nun Merkez Bankası'ndaki döviz mevduatlarını azaltarak, Merkez'in döviz rezervlerini bir miktar olumsuz etkileyebileceği görüşündeyiz.

Grafik 4 - TCMB Brüt Rezervleri (milyar \$)



Merkez Bankası piyasayı ağırlıklı olarak haftalık ve 3 aylık repo ihaleleri yoluyla fonlamaya devam etti (Grafik 5).⁴ Önümüzdeki dönemde Hazine'nin yüklü itfalarını aşan yeniden borçlanması nedeniyle piyasadaki likidite sıkışıklığının artabileceğini, fakat olası IMF anlaşmasının kamunun borçlanmasını azaltarak bankaların likidite koşullarında bir iyileşme getirebileceğini düşünüyoruz.

Grafik 5 - Rezerv Para ve Açık Piyasa İşlemleri (milyar TL, 20-günlük hareketli ortalama)



Hisse senedi piyasalarında geçen yılın Mart ayında son yılların diplerinden başlayan hareket, gelecek dönemde banka kârlarına ilişkin kaygılar vs. gibi nedenlerin dışında hemen hemen kesintisiz devam etti. Son haftalarda Fitch'in kredi notu artırım ve sonrasında IMF anlaşmasına dair Başbakan'ın yaptığı açıklamalar üzerine Ulusal-100 endeksi 2 yıl önceki seviyelerini yakalarken, endeks Ekim 2007'de gördüğü 58.232 puanlık tarihi zirvesine bir adım daha yaklaştı.

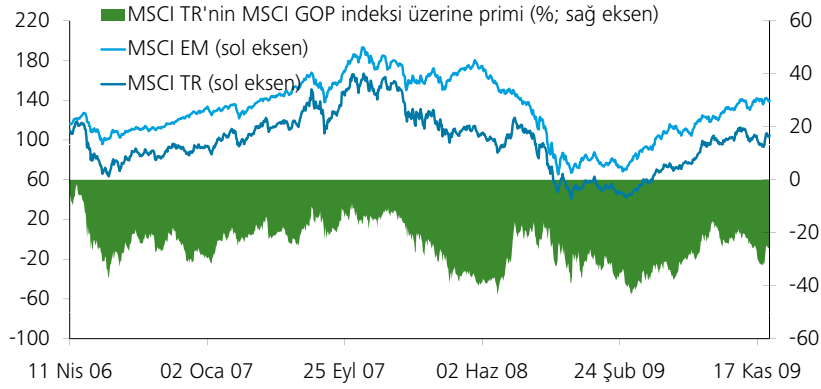
⁴ API stokunun negatif bölgede bulunması Merkez Bankası'nın piyasaya sağladığı fonlardan dolayı alacaklı durumda olduğunu gösteriyor.

Hisse senetleri performansını diğer GOP'larla karşılaştırmamızı kolaylaştıran MSCI endeksleri ile incelediğimizde ise, 2005 Aralık ayı baz olarak alındığında son raporumuzdan bu yana MSCI GOP ortalamasının Türkiye'den önce daha üstün performans gösterdiği, fakat not artırım ve IMF beklentilerinin yeniden canlanması ile birlikte MSCI TR'nin MSCI GOP üzerine iskontosunun bir miktar daha daralarak yeniden son raporumuzu yayına hazırladığımız dönemlere geri çekildiğini gözlemliyoruz. Türk hisseleri 2009 sonu itibarıyla MSCI GOP ortalamasına göre halen %22 iskontolu bulunuyor (Grafik 6).

İMKB'deki fiyatları belirleyen temel unsurlardan birinin küresel likidite olduğu düşünüldüğünde gelişmiş ülkelerde başlayabilecek bir faiz artırım sürecinin, 2010 yılında bankacılık sistemi kârlarının düşmesinin ve fiyatların geldiği bu yüksek seviyelerin ve ayrıca son dönemlerde artığını düşündüğümüz politik risklerin, hisse senedi piyasaları için aşağı yönlü bir risk oluşturduğu görüşündeyiz.

2030 vadeli Eurobond fiyatı son raporumuzdan bu yana 160 dolar üzerindeki seyrini devam ettirdi. Eurobondun getirisi de %6-7 arasında kalırken, ABD tahvil faizlerinde son aylarda gözlenen sınırlı yükselişten dolayı ABD 10-yıllık tahvil faizi ile 2030 eurobond getirisi arasındaki fark bir miktar daha daraldı.

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

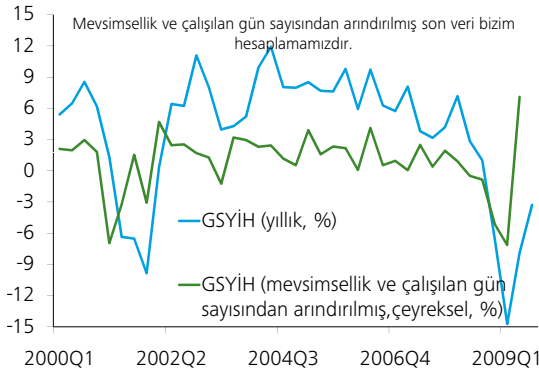


Büyüme ve istihdam: İyileşmenin neresindeyiz?

Son raporumuzda, ekonominin 3. çeyrekte yıllık bazda 2. çeyrek rakamından daha düşük bir oranda daralma göstermesini ve son çeyrekte ekonominin büyümesini beklediğimizi ifade etmiştik. Nitekim Aralık ayının ilk yarısında açıklanan verilere göre, ekonomi 3. çeyrekte yıllık bazda %3,3 oranında daraldı. Mart ayında uygulamaya konulan ve 2. çeyrek büyümesine özel nihai tüketim kanalıyla önemli oranda katkıda bulunan ÖTV/KDV indirimleri ile dış talebin büyümeye olan olumlu etkisinin 3. çeyrekte de devam ettiğini gördük.

Son veriyle birlikte, önceki çeyreklere ilişkin önemli sayılabilecek revizyonlar gerçekleştirilirken, 1. çeyrek verisi ikinci defa revize edilerek %14,3 daraldan %14,7'ye, 2. çeyrek küçülme oranı ise %7'den %7,9'a revize edildi. Mevsimsellik ve çalışılan işgününden arındırılmış 3. çeyrek verileri TÜİK tarafından henüz yayınlanmamış olsa da, hesaplamalarımıza göre ekonomi 3. çeyrekte bir önceki çeyreğe göre %2,5-%3 oranında büyüdü (Grafik 1).

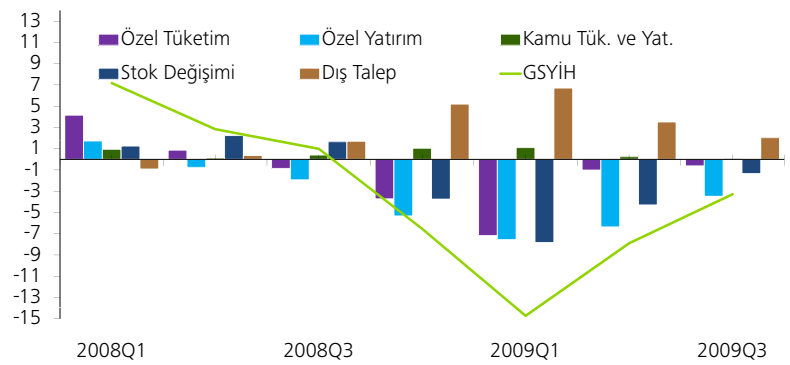
Grafik 1 - GSYİH Büyümesi (%)



Yukarıda değindiğimiz gibi 3. çeyrekte gözlenen (daha düşük negatif büyüme anlamında) görece toparlanmada temel belirleyiciler dış talep ile negatif katkısı azalarak devam eden özel tüketim ve stok değişimi oldu. 2. çeyrekte yıllık bazda %1,5 daralan özel tüketim, 3. çeyrekte yıllık bazda %0,9 daralma gösterdi. Diğer taraftan 2. çeyrekte yıllık bazda %29,4 daralan özel yatırımlardaki sert daralma 3. çeyrekte de bir miktar hafifleyerek devam etti. 3. çeyrekte özel yatırımlar yıllık bazda %19,4 oranında daraldı. Kapasite kullanım oranının düşük seviyelerde kalmaya devam etmesi özel yatırımlardaki yıllık bazda daralmanın da çift haneli yüksek oranlarda devam etmesine neden oldu.

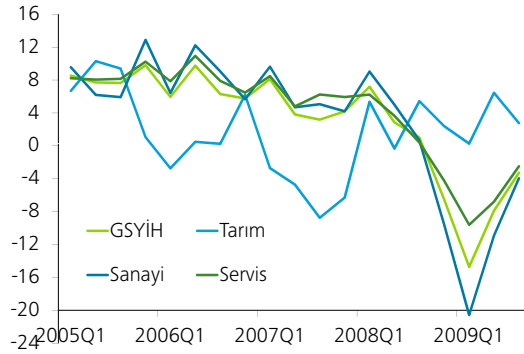
3. çeyreğin büyüme resmine, değişim oranları yerine, bileşenlerin katkıları açısından baktığımızda ise kamu tüketim ve yatırım harcamaları ile dış talebin büyümeye olan pozitif katkısını azaltarak devam ettirdiğini gözlemliyoruz. Stok değişimi ve özel yatırımlar tarafında negatif olan katkının da aynı şekilde azalarak sürdüğü görülüyor. Türkiye ekonomisi için 3. çeyrek mevsimsel olarak stoklarda artışların olduğu bir dönem. Bu trend bu yıl da aynı şekilde devam ederken, stok artışının 2008 3. çeyreğin altında kalması, stok değişiminin büyümeye katkısının negatif kalmasına neden oldu. Stok değişimlerinin büyümeye katkısı 3. çeyrekte -1,3 puan olarak gerçekleşti. Tüketim malı ve ara malı ithalatında yaşanan düşüşün getirdiği ithalat daralmasının ihracattaki daralmanın üzerinde olması dış talebin büyüme oranına 3. çeyrekte 2 puanlık pozitif katkı yapmasını sağladı. İç talebin büyümeye toplam katkısı -4 puan olurken, bunun -3,5 ile en önemli kısmını özel sektör yatırım harcamaları oluşturdu (Grafik 2).

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



2. çeyrekte yıllık bazda %6,4 büyüyen tarım sektörü 3.çeyrekte %2,8 büyürken, 2. çeyrekte %10,9 daralan sanayi sektörü 3.çeyrekte %4 oranında daralma gösterdi (Grafik 3). TÜİK tarafından açıklanan sanayi üretim verilerine göre ise sanayi üretimi 3. çeyrekte yıllık bazda %8 oranında daralma göstermişti. GSYİH ile sanayi üretim verilerinin hesaplanmasındaki metodoloji farklılığından kaynaklanan bu durumun 3. çeyrekte de devam ettiğini görüyoruz (Farklılık GSYİH verilerinin katma değer yöntemi ile, sanayi üretimi verilerinin ise nihai ürün değerleri alınarak hesaplanmasından kaynaklanıyor).

Grafik 3 - GSYİH Büyümesi: Sektörel (%)

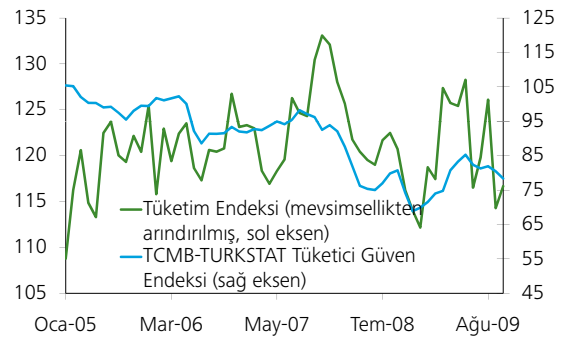


2. çeyrekte yıllık bazda %6,8 daralan hizmetler sektörü, 3. çeyrekte %2,5 oranında daralma gösterirken, inşaat sektörü 3. çeyrekte de yıllık bazda daralmasını %18,1 gibi yüksek bir oranda devam ettirdi. Hizmetler sektörünün yıldızı, bir önceki çeyrekteki gibi 3. çeyrekte de bankacılık sektörü oldu. Mali araç kuruluşların faaliyetleri söz konusu dönemde yıllık bazda %7,8 oranında yükseliş gösterdi.

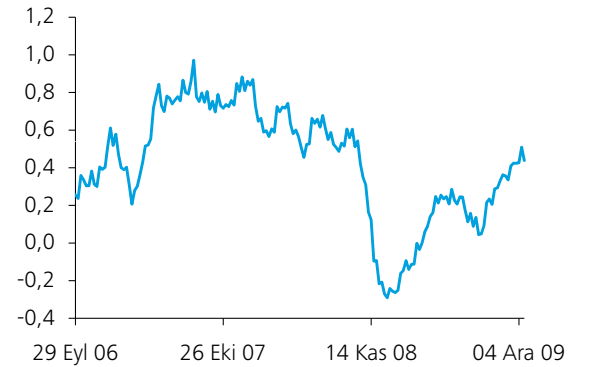
4. çeyrek büyüme tahmini yapabilmek için eldeki veriler açısından henüz erken olsa da geçen yılın son çeyreğinde ekonomide görülen sert daralma nedeniyle, bu yılın son çeyreğinde ekonominin hatırı sayılır bir oranda pozitif büyümeye geçeceğine kesin gözüyle bakılabilir. Fakat KDV/ÖTV indirimlerinin sona ermesi nedeniyle tüketim endeksinin ve tüketici güveninin zayıf bir seyir izlemesi, ve kapasite kullanım oranlarının halen düşük seviyelerde seyretmesi, söz konusu pozitif büyümeye çoğunlukla baz etkisi kaynaklı olacağını gösteriyor (Grafik 4). Diğer bir deyişle mevsimsellik ve çalışılan gün etkisinden arındırıldığında özel tüketimde 3. çeyrekte bir önceki çeyreğe göre bir gerileme bekliyoruz.

Bununla birlikte tüketici kredilerinde son haftalarda yaşanan canlanma dikkat çekici olmakla birlikte baz etkisinin burada da geçerli olduğu ve kredilerdeki artışın çok önemli bir bölümünün emlak kredilerinden kaynaklandığını belirtmekte fayda görüyoruz (Grafik 5). Benzer şekilde, Ekim ve Kasım ayı sanayi üretim verileri de (Ekim'de yıllık bazda %6,5 oranında yükselip, Kasım'da %2,2 oranında daralarak) piyasa beklentilerine göre sürprizli ve dalgalı bir seyir izledi. Ancak burda da, baz etkisi dışında kuvvetli bir iyileşme işareti görmediğimizi eklemek isteriz. gösterdi. Bu gözlemler ışığında yılın 4. çeyreğinde hatırı sayılır oranda bir pozitif büyümeye ardından 2009 yılının tamamı için %5,5 civarında bir daralma tahmin ediyoruz.

Grafik 4 - Tüketici Güveni ve Tüketim Endeksi

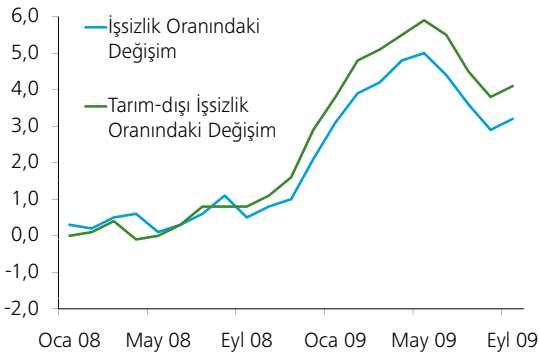


Grafik 5 - Tüketici Kredileri ve Kredi Kartları (haftalık %; 8 hafta hareketli ortalama)



Aradaki gecikme nedeniyle büyüme görünümünü yeterince yansıtamayan istihdam piyasasında ise Şubat döneminde (Ocak-Şubat-Mart) %16,1 ile zirve yapan işsizlik oranının - çoğunlukla mevsimsel nedenlerle - Temmuz döneminde %12,8'e kadar gerilediğini, Ağustos ve Eylül dönemleri için ise %13,4 olarak açıklandığını görüyoruz. Her ne kadar işsizlik oranının geçen yılın aynı dönemine göre farkı Ağustos döneminde yükseliş gösterse de genel trendin aşağı yönlü olması işsizlik oranında yeniden Şubat ayında görülen zirvenin geçilmesi ihtimalini düşük bulmamıza neden olurken, aradaki farkın azalsa da sürmesi 2009 Aralık döneminde işsizlik oranının %15 civarında gerçekleşebileceğini düşünmemize neden oluyor (Grafik 6). Burada önemli bir riskin -- 2001 krizi sonrasında olduğu gibi -- işsizlik oranının kalıcı olarak yeni daha yüksek bir oranda takılması olduğunu söyleyebiliriz.

Grafik 6 - İşsizlik ve Tarım-dışı İşsizlik Oranındaki Değişim (12 aylık; %)

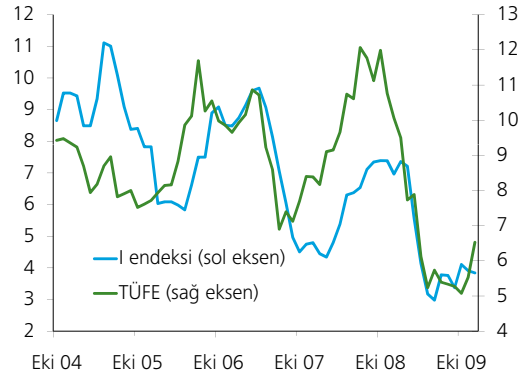


Enflasyon ve para politikası: Şimdilik bu kadar yeter

2008 Eylül'ünde yatırım bankası Lehman Brothers'ın batmasıyla şiddetlenen küresel krizin emtia ve gıda fiyatları üzerinde yaptığı şok etkinin, kriz kaynaklı düşük taleple birleşmesi, tüketici fiyatları enflasyonunu Ekim 2008'deki %12 seviyesinden Mayıs ayında %5,2'ye kadar düşürmüştü. 3. çeyrek raporumuzdan sonra, Ekim'de aylık tüketici fiyatları enflasyonu yüksek gelse de, yıllık enflasyon baz etkisinin desteğiyle %5,1 ile tarihi düşük seviyelerini gördü.

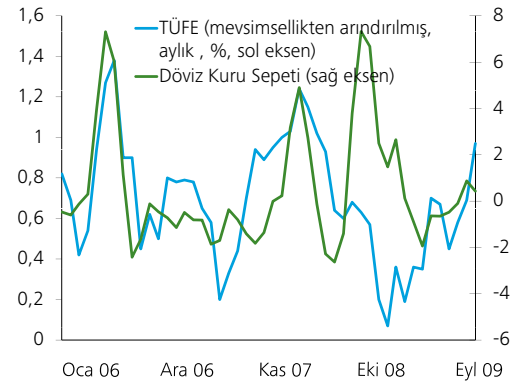
Enflasyon son aylarda gıda fiyatlarında görülen artış ve Aralık 2008'in düşük bazı nedeniyle, seneyi bir miktar yükselerek %7,5'lik enflasyon hedefinin oldukça altında, %6,5 seviyesinde bitirdi. Enflasyonda dalgalanmaya sebep olan unsurların sepetten çıkartılarak hesaplanması nedeniyle enflasyon görünümü konusunda daha net bir görüntü veren çekirdek enflasyon göstergelerinden, enerji, gıda, alkollü ve alkolsüz içecekler, tütün ürünleri ve altını dışarıda bırakan ve Merkez Bankası tarafından yakından takip edilen I endeksindeki düşüş de yerini yatay denilebilecek bir seyre bıraktı. Yıllık I-endeksi enflasyonu Aralık sonu itibarıyla %3,8 seviyesinde bulunuyor (Grafik 1).

Grafik 1 - TÜFE ve Çekirdek Enflasyon (12-aylık; %)



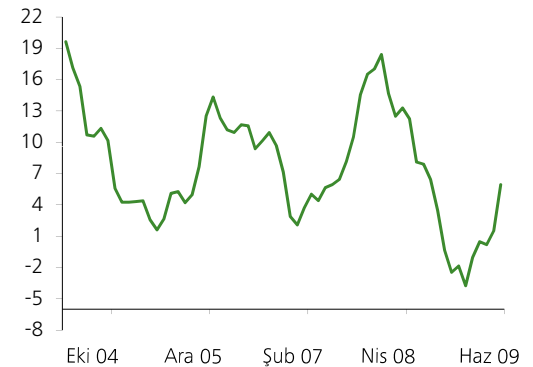
Küresel krizin etkisini iyice hissettirmesiyle TL sert bir değer kaybı yaşarken, daha sonraki toparlanma sürecinde her ne kadar TL döviz kuru sepeti karşısında değer kazansa da 1,80 seviyesinin altına kalıcı olarak inmekte zorlandı. TL bu şekilde değer kaybetmişken, düşük iç ve dış talep ile kriz öncesi dönemde biriktirilen yüksek miktarda stok TL'nin değer kaybının enflasyona yansımaları engellerken, düşen stok seviyeleri ve krizin en şiddetli zamanlarına oranla toparlanan talep nedeniyle önümüzdeki dönemde üretilecek ürünlerde yeni maliyetlerin fiyatlara daha yüksek oranda yansıtılabileceği görüşündeyiz (Grafik 2).

Grafik 2 - TÜFE Enflasyonu ve Döviz Kuru Sepeti (% 3-aylık hareketli ortalama)



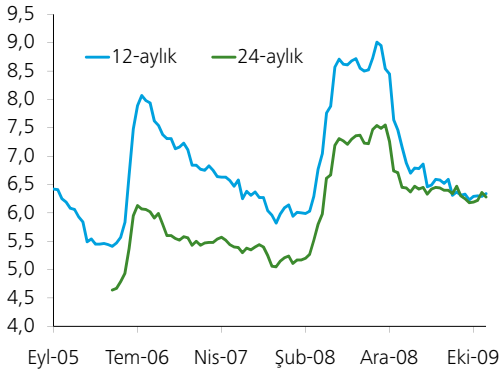
Son raporumuzda %-3,75 ile Temmuz ayında tarihi bir rekor kıran üretici fiyatları endeksi düşük bazı nedeniyle Eylül'de yeniden pozitifte dönerken, geçen yıl Aralık ayının düşük bazı nedeniyle seneyi %5,9 ile tamamladı (Grafik 3). ÜFE enflasyonu şu an için Temmuz 2008'deki %18,4 gibi yüksek seviyelerden uzak bulursa da, uluslararası piyasalarda artan emtia fiyatları ile yukarıda bahsettiğimiz gibi stokların yenilenmesiyle kur ve yeni girdi fiyatlarının maliyetlere yansımaları üretici fiyatlarını yükselterek tüketici fiyatları üzerinde yukarı yönlü baskı oluşturabilir.

Grafik 3 - ÜFE Enflasyonu (yıllık, %)



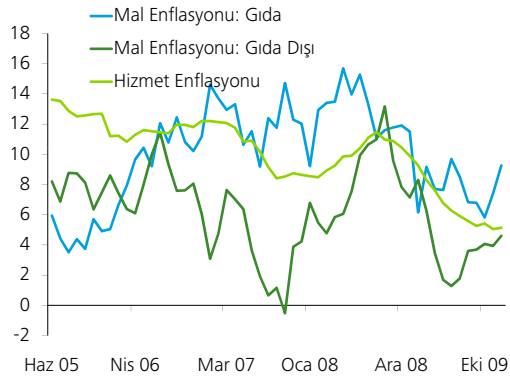
Son raporumuzdan bu yana 12 ve 24 aylık enflasyon beklentileri %6'nın üzerindeki seyrini devam ettirdi (Grafik 4). Önümüzdeki dönemde baz etkisi nedeniyle artacak olan yıllık enflasyon ile yönetilen/yönlendirilen fiyatlarda finansman ihtiyacı nedeniyle yapılacak zamların artık iyice dillendiriliyor olmasının, beklentilerin daha da yükselmesine neden olacağını düşünüyoruz. Raporumuz yayına hazırlandığı dönemde 12 ay sonrası için yıllık enflasyon beklentisi %6,7 seviyesinde bulunuyordu. Enflasyon beklentilerinin fiyatlama davranışı üzerindeki olumsuz etkisi dikkate alındığında beklentilerde oluşabilecek bir yükselişin enflasyonu ivmelendirecek ek bir gelişme olabileceğini düşünüyoruz.

Grafik 4: Enflasyon Beklentileri (%)



Mayıs'ta %5'in altına gerileyen 12-aylık mal fiyatları enflasyonu son raporumuzdan bu yana %5'in üzerinde seyrederken, gıda fiyatlarındaki artışın da etkisiyle Aralık ayında %7'ye sızdı (Grafik 5). Enerji ve gıda fiyatlarındaki artış nedeniyle bu yükselişin önümüzdeki aylarda sürmesini bekliyoruz. Diğer taraftan Ağustos ayında %5,6'ya kadar gerileyen hizmet fiyatları enflasyonu ise Aralık itibarıyla %5,1 de bulunuyor ve düşüşteki ivmenin azaldığı görülüyor. Ev kirası gibi unsurların hızla düşmesi hizmet fiyatlarındaki düşüşe önemli katkıda bulunurken, yönetilen/yönlendirilen fiyatların da etkisiyle mal fiyatlarında görülebilecek yükselişe ek olarak potansiyel talep artışının hizmet fiyatlarını yükseltebileceği görüşündeyiz.

Grafik 5 - TÜFE: Ticarete Konu Olan ve Olmayan Mallar (2003=100; 12-aylık; %)

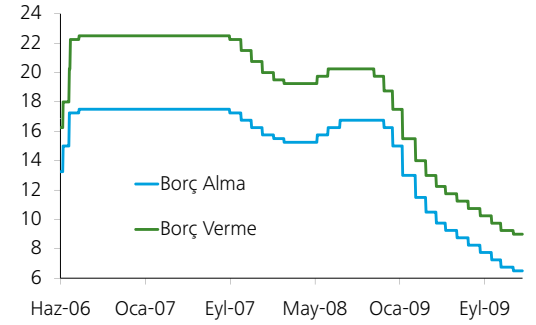


2010'a girerken enflasyon oranları üzerindeki en önemli belirleyicinin; 2009'da enflasyonun sert bir şekilde düşmesine neden olan gıda ve enerji fiyatlarındaki düşüşlerin yerini yükselişlere bırakması ile oluşacak baz etkisi olmasını bekliyoruz. IMF anlaşması beklentilerinin yeniden alevlendiği bugünlerde, 2010 bütçesinde ekonomik büyüme oranlarının oldukça üzerinde vergi geliri artışı koyan hükümetin bu hedefini çoğunlukla ÖTV gibi dolaylı vergiler üzerinden gerçekleştirme eğiliminin de enflasyon oranları üzerinde yukarı yönlü bir risk unsuru olmaya devam edeceğini düşünüyoruz. Özellikle kamu enerji kitlelerinin yükümlülüklerinden dolayı zarar etmemek için yüksek oranlı zamlar isteyebilecek olması ve yılbaşında alınan ve önümüzdeki dönemde alınabilecek vergi artış kararları nedeniyle tüketici fiyatları enflasyonunun ilk çeyrekte %8'in üzerine çıkabileceğini, bahar aylarında %9'a yaklaştıktan sonra yılı %6,5 enflasyon hedefinin üzerinde %8'e yakın bir seviyede bitireceğini tahmin ediyoruz.

Merkez Bankası 2009'un son gününde yapılan vergi ve ücret artışlarının enflasyona doğrudan etkisinin 1,5 puan kadar olacağını açıklarken, Ocak ayı enflasyonu için tahmin yapmak için henüz çok erken olsa da yıllık enflasyonun %7,5'a yakın gerçekleşeceğini ön görüyoruz.

Merkez Bankası 2008 Kasım ayında başladığı ve 2009'un Kasım ayında 25 baz puanlık sonuncusu ile gecelik borçlanma faizlerinde toplamda 1025 puan indirmeye giderken, Aralık ayındaki toplantısında faizlerde değişikliğe gitmeyerek borçlanma faizini %6,5'te bıraktı (Grafik 6). Ancak Para Politikası Kurulu toplantı sonrasında yaptığı açıklamada faizlerin bir süre bu "düşük" seviyelerde kalacağını işaret etti. Her ne kadar piyasa oyuncuları yılın ikinci yarısında Merkez Bankası'nın faiz artırım sürecini başlatmasını öngörse de, enflasyonda görülecek yükselişin beklentileri artırarak reel faizleri negatif bölgeye çekmesinin Banka'yı daha erken faiz artırmaya zorlayabileceğini ancak büyümeye destek olmak amacıyla Bankanın bunu mümkün olduğu kadar geciktireceği görüşündeyiz.

Grafik 6 - TCMB O/N Faiz Oranı (basit, %)



Merkez Bankası, Ekim sonunda yayınlanan yılın son Enflasyon Raporunda Temmuz raporuna göre para politikasında duruş değişikliği ifade etmezken, baz senaryoda politika faizlerinin sınırlı bir miktar daha düşerek 2010 sonuna kadar sabit kalacağını ifade etmişti. Bu görünümün Ocak sonunda yayınlanacak raporda değişip değişmeyeceği merak konusu. Ancak yukarıda değindiğimiz gibi Banka'nın faiz artırım sürecine mümkün olduğunca geç başlamaya çalışacağını tahmin ediyoruz.

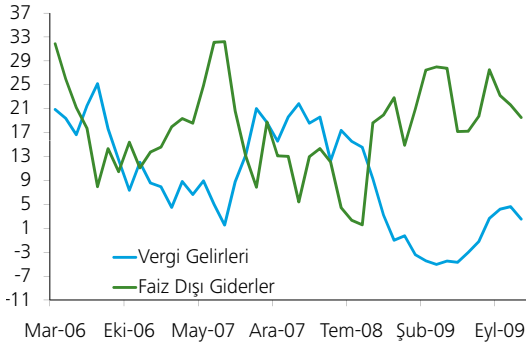
Durum böyleyken piyasa oyuncularının faizlerin geleceği konusunda beklentilerinin Merkez Bankası'nın baz senaryosunda yer alandan oldukça farklı olduğunu vurgulamamız gerekiyor. Ocak ayının ilk beklenti anketi sonuçlarına göre 12 ay sonrası borçlanma faiz oranı beklentisi %8 ile şimdiki borçlanma faiz oranı olan %6,50'nin yaklaşık 1,5 puan üzerinde. Yani piyasa oyuncuları Banka'dan 12 ay içerisinde 150 baz puan faiz artırımını bekliyor.

Mali Politikalar ve kamu borcu: Bozulmanın sonuna geldik mi?

Bütçe performansında son aylarda bir toparlanma gözükmemekte ve nakit bazlı Hazine bütçesinden anlaşıldığı üzere yılın tamamı için Orta Vadeli Mali Program'da verilen 63 milyar TL veya GSYİH'nin %6,6'sına denk gelen açığın daha düşük düzeylerde seyretmiş olabileceği anlaşılmaktadır.⁵

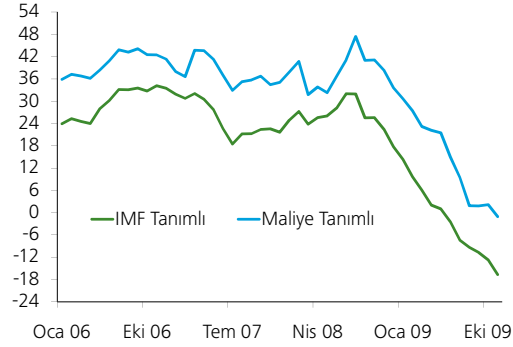
Ancak bu düzelmeye daha çok gelirler tarafında gözlemlenmektedir. Harcama tarafında Kasım ayı itibarıyla (3-aylık ortalamalar ve nominal olarak baktığımızda) faiz dışı harcamaların hız kesmeden %20 civarında artmaya devam ettiğini gördük (Grafik 1). Vergi tarafında ise, gerek ekonomideki daralmanın sona ermesi gerekse de Mart ayında uygulamaya konulan vergi indirimlerinin etkisiyle toparlanan vergi gelirleri, indirimlerin son bulmasıyla hafif momentum kaybetse de genelde iyileşmeye devam etti. Vergi gelirlerinin artmasında ekonomideki iyileşme kadar, idari çabaların önemli olduğu izlenimini ediniyoruz.

Grafik 1 - Vergi Gelirleri ve Faiz Dışı Giderler (12-aylık %, 3-aylık hareketli ortalama)



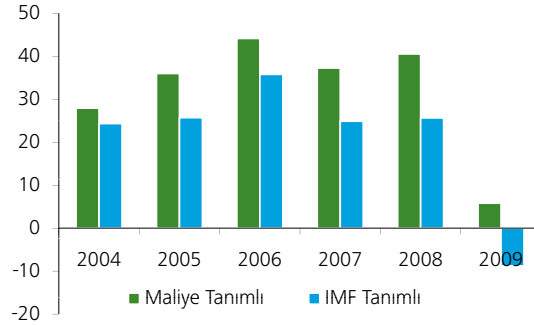
Harcamaların gelirlerden daha hızlı artmaya devam ettiği bu konjonktürde, beklenene göre faiz dışı fazlada --özellikle özelleştirme ve faiz gelirleri gibi bir defaya mahsus gelirleri hariç tutan IMF tanımlı fazlada-- bozulma devam etti. Rakamsal olarak ifade edecek olursak, 12-aylık kümülatif bazda maliye tanımıyla -1,1 milyar TL'ye kadar gerileyen FDF'nin, IMF tanımıyla, çok daha ciddi bir bozulmaya işaret ettiğini --bu tanımla FDF'nin -16,7 milyar TL civarındaeksiye geçtiğini-- görüyoruz (Grafik 2). Bu rakamların Aralık 2008 itibarıyla sırasıyla 33,5 ve 17,8 milyar TL olduğu düşünülecek olursa, mali dengelerdeki bozulmanın hızı ve derinliği bariz bir şekilde ortaya çıkmakta.

Grafik 2 - Merkezi Yönetim Faiz Dışı Fazlası (milyar TL, 12-aylık toplam olarak)



Yılın ilk 11 ayına baktığımızda 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). Kasım sonu itibarıyla Maliye tanımlı FDF 5,8 milyar TL, IMF tanımlı FDF ise -8,8 milyar TL olarak gerçekleşti. Bu rakamlar son raporumuzdan bu yana ağırlıklı olarak harcamalar tarafından kaynaklanan bozulmanın genelde devam ettiğine işaret ediyor.

Grafik 3 - Merkezi Yönetim Faiz Dışı Fazlası (milyar TL, Ocak-Kasım 11-aylık toplam)



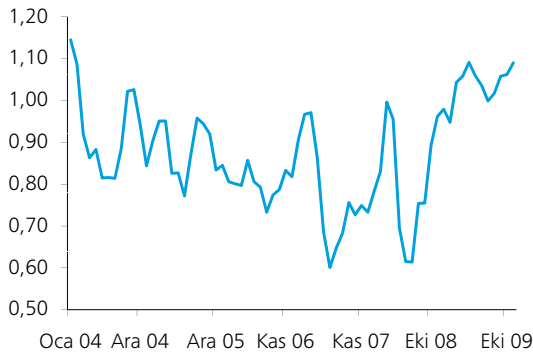
5. Nitekim, raporumuzun yayına hazırlandığı sırada açıklanan ve kısaca Makro Görünüm bölümünde değinilen tam yıl bütçe verileri, bunu desteklemiştir.

2009'un tamamına ait verilere nakit bazlı bütçeden ulaşmak mümkün. (Nakit bazlı ve Hazine kaynaklı bütçe ile Maliye tarafından yayınlanan bütçe rakamları genelde benzer bir seyir izlese de bazı farklılaşmalar olabiliyor. Örneğin, 2008 yılında nakit bazlı bütçe açığı 16 milyar düzeyinde iken, Maliye bazlı açığın 17 milyar TL civarında olduğunu gördük.) Bu verilere göre 2009 yılında 12-aylık nakit açığı (faiz giderleri dahil) 50 milyar TL'ye yaklaşırken faiz dışı açık ise 4,6 milyar TL olarak gerçekleşti. 2008 Aralık ayında ise bu rakamlar sırasıyla 16,3 milyar TL açık ve 24 milyar TL fazla olarak gerçekleşmişti.

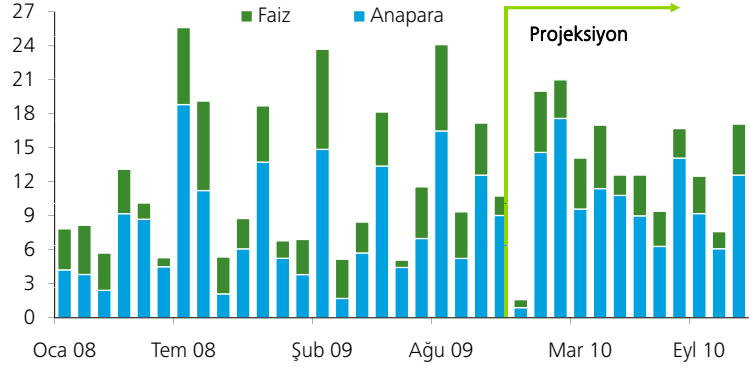
Merkezi hükümet bütçesi dışındaki mali gelişmelerin de çok olumlu olduğunu söylemek mümkün gözüküyor. IMF tanımlı Hazine verilerinde ciddi bir bozulma gözükmesine de, bu tanımlarda göremediğimiz mahalli idareler bütçesi ve enerji KİT'lerinin mali durumlarının oldukça sıkıntılı devam ettiğinin altını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

2009'da 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 miktarının da 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 amacının faiz dışı açığı finanse etmek olduğu kadar, bir amacının da önümüzdeki yılın ilk 4 ayının yüklü itfalarına hazırlanmak olduğu anlaşılıyor (Grafik 5).

Grafik 4 - Hazine Borç Çevirme Rasyosu (3-aylık hareketli ortalama)

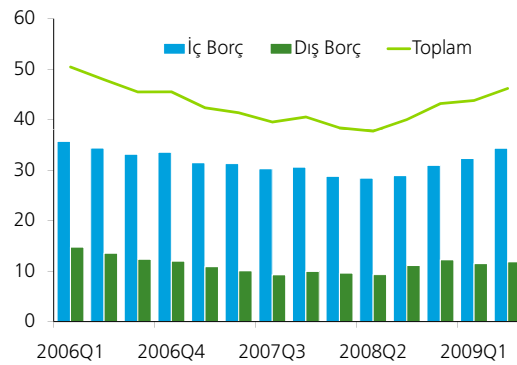


Grafik 5 - Hazine İç Borç Geri Ödemeleri (milyar TL)



Doğal olarak bu arada net ve 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:

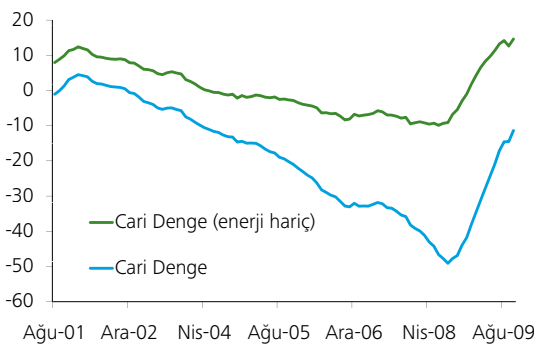
Finansman tarafı hala zayıf

Ödemeler dengesinde, geçen raporumuzda bahsettiğimiz sıra dışı tablo halen devam ediyor. Önceki yıllarda görmeye alıştığımız, yüksek cari açığı finanse eden ve aynı zamanda rezerv birikimi de sağlanan sermaye girişleri, yerini bu yıl, hızla daralan bir cari açık ve finansman tarafında kaynağı belli olmayan sermaye girişleri ile rezerv kullanımına bırakmıştı. Son yayınlanan Ekim ayı verileri, bu görünümün ana hatları ile devam ettiğini gösteriyor.

Ekim ayında 0,7 milyar dolar fazla veren cari denge böylece 12-aylık toplamda -11,4 milyar dolara geriledi. Bu, sene başından beri cari açığa 30 milyar dolarlık ciddi bir daralma anlamına geliyor. Cari açığındaki bu daralmaya en önemli katkı enerji-dışı cari dengeden geldi. Yılbaşından beri aralıksız fazla veren enerji-dışı cari denge, böylece Ekim ayında 12-aylık toplam olarak 15 milyar dolara ulaştı (Grafik 1).

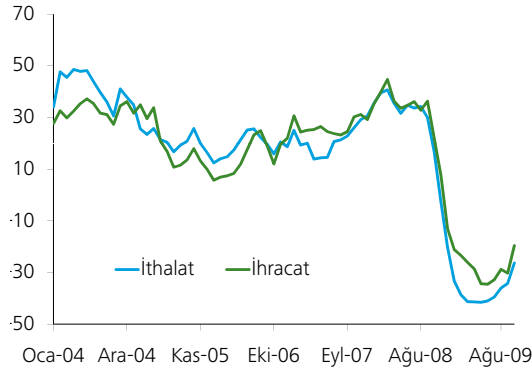
Bu dönemde enerji açığında da önemli bir daralma yaşandı. 12-aylık enerji açığı 2008 sonundaki 41 milyar dolarlık seviyesinden Ekim ayında 26 milyar dolara geriledi. Geçen raporumuzda belirttiğimiz gibi aynı dönemde petrol fiyatlarının (brent) %80'nin üzerinde yükselmesine karşın ekonomideki yavaşlama ve kontratların gecikmeli olarak yapılması, enerji açığının daralmasında etkili oldu. Ancak önümüzdeki dönemde özellikle doların zayıf seyretmesinin etkisi ile petrol fiyatlarındaki artışın devam etmesini ve bunun da Türkiye'nin enerji açığını negatif etkilemesini bekliyoruz.

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



Cari açığın en önemli bileşeni olan dış ticaret açığında da benzer bir daralma yaşanmaya devam ediyor. Ekim ayında 12-aylık toplamda 36 milyar dolara (TÜİK tanımlı) gerileyen dış ticaret açığı böylece sene başından beri 34 milyar dolarlık bir daralma gördü. İhracat, Ekim ayında baz etkisinin de katkısı ile son bir yıldır ilk kez pozitif bir artış yaşarken (ihracat miktar endeksi %11'lik bir artış gösterdi), ithalattaki daralma da hız kesmeye devam etti. Dalganmalardan arındırmak için 3-aylık hareketli ortalama olarak baktığımızda ihracat ve ithalattaki daralma Haziran ayındaki (sırası ile) %35 ve %41'lik seviyelerinden Ekim ayında %20 ve %26'lara geriledi (Grafik 2).

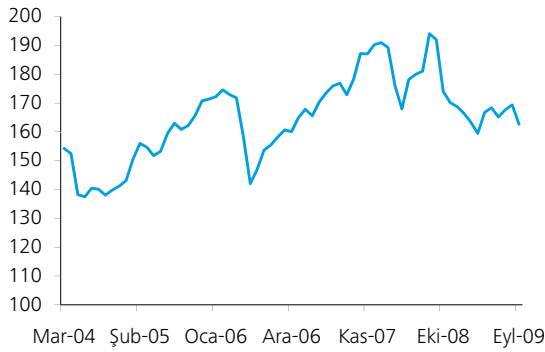
Grafik 2 - İhracat ve İthalat
(12-aylık %, 3-aylık hareketli ortalama)



2009 yılının geri kalan son iki ayında cari açığın hafif artmaya başlamasını bekliyoruz. Yıl sonu enerji açığı öngörümüzü geçen raporda belirttiğimiz civarda (27 milyar dolar) korumaya devam ederken, yaklaşık 14 milyar dolar seviyesindeki cari açık beklentimizin de halen geçerli olduğunu düşünüyoruz. 2010 yılında cari açığındaki daralmanın sona ereceğine daha önceki raporlarımızda değinmiştik. Ancak petrol fiyatlarındaki artışın öngörülerimizden fazla olması enerji açığı ve buna bağlı olarak cari açık beklentimizi revize etmemize neden oldu. Biz petrol fiyatlarının 2010 yılında ortalama 85 dolar civarında olacağı öngörüsü ile enerji açığı tahminimizi 38 milyar dolara, cari açık beklentimizi ise 30 milyar dolara (GSYİH'ya oran olarak %4,5) çekmeyi uygun gördük.

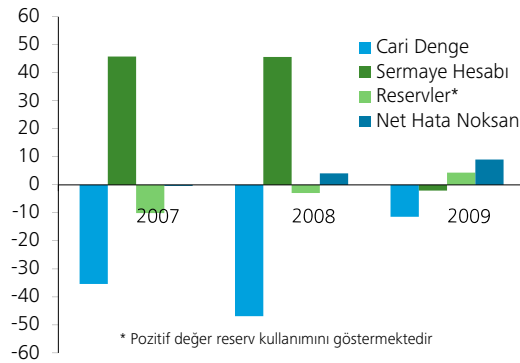
Reel döviz kuru, 2009 yılında yatay bir seyir izledi. Kasım verilerine göre sene başından beri %1,2'lik sınırlı bir değer kazancı yaşayan reel kurun, yılı bu şekilde tamamlamasını, 2010 yılında ise aynı şekilde stabil bir seyir izlemesini –ya da en azından önemli ölçüde değer kazancı yaşamamasını- bekliyoruz (Grafik 3). Bu, önceki Makro Görünüm bölümünde detaylandırdığımız gibi, aynı zamanda finansman tarafında da zor bir yılın bizi beklediğine işaret ediyor.

Grafik 3 - Reel Döviz Kuru
(TÜFE Bazlı; 1995=100)



Finansman tarafında, 12-aylık toplam sermaye hesabı Temmuz-Ekim ayları arasında, 2002 krizinden bu yana ilk kez negatif seyretti. Böylece Ekim ayında 11,4 milyar dolarlık cari açığın yanı sıra sermaye hesabı tarafında da 2 milyar doların üzerinde bir finansman ihtiyacı doğmuş oldu. Bu finansman ihtiyacı yukarıda belirttiğimiz gibi büyük oranda kaynağı belli olmayan sermaye girişleri ve rezerv kullanımı ile DYY tarafından karşılandı. 12-aylık kümülatif net hata noksan kaleminden kaynağı belli olmayan sermaye girişi 9 milyar dolar civarında seyrederken aynı dönemde 4,4 milyar dolara yakın rezerv kullanımı gerçekleşti (Grafik 4).

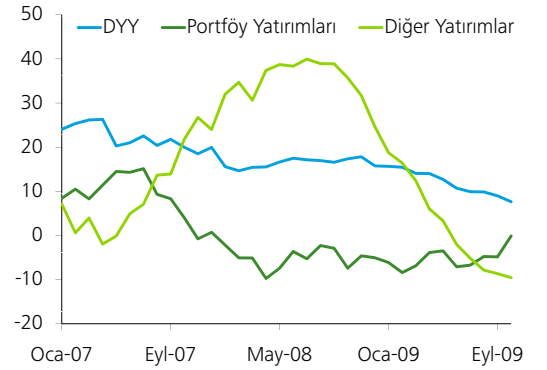
Grafik 4 - Ödemeler Dengesi (Ekim ayı verileri ile 12- aylık toplam olarak, milyar \$)



12-aylık kümülatif DYY'den sağlanan sermaye girişi ise Ekim ayı verileri ile 7,5 milyar doların üzerinde seyretti. Bu, geçen yılın aynı dönemine oranla 10 milyar dolara yakın bir azalma anlamına gelse de 2009 için cari açığın finansmanında dikkate değer bir sermaye girişine işaret ediyor. Sene başından beri dalgalı bir seyir izleyen portföy yatırımları Ocak-Ekim arasında 0,6 milyar dolarlık bir sermaye girişi sağladı. Ancak 2008 yılı sonundaki ciddi sermaye çıkışları nedeni ile aynı kalemden 12-aylık toplamda (0,1 milyar dolarlık) hafif bir sermaye çıkışı yaşanmış oldu. Geçen yılın Aralık ayından bu yana net ödeyici konumunda olan özel sektör, Ekim ayı verileri ile 12-aylık toplamda 8,5 milyar dolara yakın kredi geri ödemesi gerçekleştirdi (Grafik 5).

Böylece kriz öncesinde (2008 Temmuz) %230 seviyelerinde olan özel sektör borç çevirme rasyosu Ekim ayında %70'e kadar geriledi.

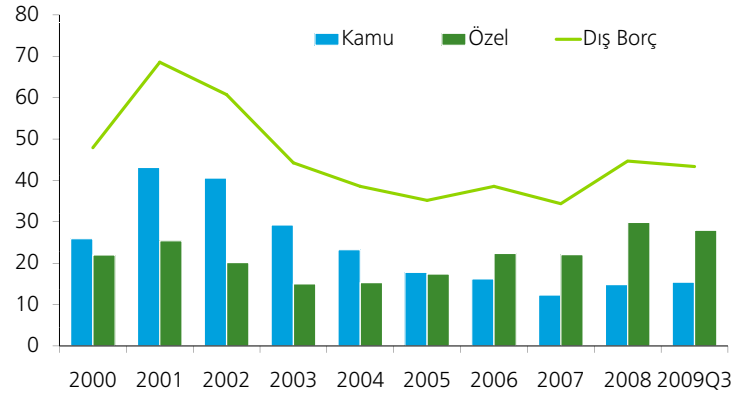
Grafik 5 - Ödemeler Dengesi Finansmanı: Seçilmiş Kalemler (12-aylık toplam, milyar dolar)



Raporumuzun hazırlandığı sırada Başbakan Erdoğan "IMF ile anlaşmanın her an imzalanabileceğine" dair bir açıklamada bulundu. Bu, Türkiye'nin finansman ihtiyacı açısından önemli bir gelişme olsa da biz 2010 yılında finansmanın en önemli kalemlerinde –DYY ve özel sektör borçlanması- anlamlı bir iyileşme olacağına dair kuvveli bir sinyali halen göremiyoruz. Her ne kadar 2009 yılında "günü kurtarmış" görülsük de bu finansman yapısının, büyümeyi destekleyici ve sürdürülebilir olmaktan uzak olduğunu bir kez daha vurgulamak anlamlı olacaktır.

Geçen raporumuzdan bu yana Türkiye'nin toplam dış borç stoku görünümünde önemli bir değişim yaşanmadı. 2009 3. çeyrek sonu itibari ile toplam dış borç stoku 2008 yılı sonundaki 278 milyar dolarlık seviyesinden 273 milyar dolara geriledi (GSYİH'ya oran olarak %43). Kamu kesimi dış borcu ilk kez 80 milyar doların üzerine çıkarken (3,4 milyar dolar kısa vadeli dış borç ile birlikte 83,5 milyar dolar) GSYİH'ya oran olarak %15 seviyelerini korudu. Dış borcun asıl sürükleyicisi olan özel sektör tarafında ise 2008 yılsonunda 186 milyar dolar olan dış borç, Eylül ayı itibari ile 176 milyar dolara geriledi (44 milyar doları kısa vadeli) böylece GSYİH'ya oran olarak %30'un hafif altındaki seviyelerini korudu (Grafik 6).

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



Ek:

Tablolar

Kredi-Mevduat-MB Rezervleri						
	18 Aralık	11 Aralık	4 Aralık	% Değişim		
				Haftalık	Yılbaşından bugüne	Yıllık
Kredi (milyar TL)	...	307,2	304,7	0,81	8,05	7,6
Tüketici Kredileri (milyar TL)	123,9	124,4	123,7	-0,40	8,85	7,7
Mevduat (milyar TL)	...	443,1	436,9	1,42	9,25	12,8
Döviz Mevduat (milyar \$)	...	98,6	99,0	-0,45	9,71	17,5
Bono (milyar TL)	...	359,0	357,3	0,48	23,94	25,3
Banka	...	234,7	232,1	1,12	36,65	36,3
Banka Dışı	...	124,3	125,2	-0,71	5,44	8,7
Yurtiçi Yerleşikler	...	92,7	93,2	-0,55	5,37	8,1
Yurtdışı Yerleşikler	...	31,6	32,0	-1,17	5,62	10,6
TCMB Rezervleri (milyar \$)	69,2	70,6	71,3	-1,85	-1,18	3,0
Rezerv Para (milyar TL)	55,9	58,9	61,0	-5,21	0,38	-3,1

Kaynak: TCMB

GSYİH Büyüme Oranları (%)				
	Q3		Yılbaşından bugüne	
	2009	2008	2009	2008
Üretim Yöntemiyle				
Tarım	2,8	5,4	3,3	3,9
Sanayi	-4,0	0,7	-11,8	4,8
Hizmetler	-2,5	0,4	-6,3	3,3
İnşaat	-18,1	-9,8	-19,5	-6,2
Harcamalar Yöntemiyle				
İç Talep 1/	-4,0	-2,4	-18,9	5,5
Özel Nihai Tüketim	-0,9	-0,5	-4,1	2,6
Kamu Tüketimi	5,2	2,6	3,6	1,3
Gayri Safi Sabit Sermaye Oluşumu	-18,0	-9,7	-23,3	-2,5
Kamu	-10,6	5,2	4,0	11,7
Özel	-19,4	-12,1	-27,7	-4,5
Stok Değişimi 1/	-1,3	1,6	-10,7	3,2
Dış Talep 1/	2,0	1,7	9,4	0,1
Mal ve Hizmet İhracatı	-4,6	3,0	-8,5	6,2
Mal ve Hizmet İthalatı	-11,9	-3,5	-21,1	3,5
Gayri Safi Yurtiçi Hasıla	-3,3	1,0	-8,4	3,5
Memo:				
GSYİH (milyar TL; 4-çeyreklik toplam)	934	937
GSYİH (milyar \$; 4-çeyreklik toplam)	597	772

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

İşgücü ve İstihdam: 2008-2009 (1000 kişi)				
	Ağu 09	Ağu 08	Fark	2008
Kurumsal Olmayan Sivil Nüfus	70.639	69.824	815	69.724
15 Yaş ve Üstü Nüfus	51.789	50.916	873	50.772
İş Gücü	25.537	24.570	967	23.805
İstihdam	22.108	22.068	40	21.194
Tarım	5.854	5.622	232	5.016
Sanayi	4.163	4.532	-369	4.441
İnşaat	1.373	1.337	36	1.241
Hizmet	10.718	10.577	141	10.495
İşsiz	3.429	2.502	927	2.611
Kent	2.784	2.004	780	2.053
Kır	644	498	146	558
Diğer	26.252	26.346	-94	26.967
sak: İş aramayıp iş başı yapmaya hazır 1/	1.860	1.705	155	1.850
İşgücüne Katılım Oranı (%)	49,3	48,3	1,0	46,9
İşsizlik Oranı (%)	13,4	10,2	3,2	11,0
Kent	16,5	12,2	4,3	12,8
Kır	7,4	6,1	1,3	7,2
Memo:				
Tarım dışı işsizlik (%)	17,0	12,9	4,1	13,6

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

Enflasyon: Aralık 2009 (yüzde)					
	Aylık		12-aylık		Yılbaşından Bugüne
	Ara 09	Ara 08	Ara 09	Kas 09	
TÜFE	0,53	-0,41	6,53	5,53	6,53
Yiyecek ve Alkolsüz İçecek	2,22	0,48	9,26	7,40	9,26
Tütün ve Alkollü İçecek	-0,05	0,00	20,91	20,96	20,91
Giyim ve Ayakkabı	-2,79	-3,92	3,39	2,19	3,39
Konut	0,49	-0,53	2,31	1,27	2,31
sak: Kira	0,26	0,39	5,28	5,43	5,28
Ev Eşyası	-0,36	0,59	-2,68	-1,75	-2,68
Sağlık	-0,44	-0,31	2,44	2,57	2,44
Ulaştırma	-0,26	-2,51	7,89	5,46	7,89
sak: Kişisel Ulaştırma Araçlarının İşletimi	0,39	-6,42	14,30	6,55	14,30
İletişim	0,93	0,51	3,35	2,91	3,35
Eğlence ve Kültür	-0,38	0,59	8,92	9,99	8,92
Eğitim	0,00	-0,08	5,47	5,39	5,47
Lokanta ve Oteller	0,63	0,23	7,31	6,89	7,31
Çeşitli Mal ve Hizmetler	0,50	1,49	13,75	14,87	13,75
ÜFE	0,66	-3,54	5,93	1,51	5,93
Tarım	1,90	-2,87	14,22	8,87	14,22
Maden ve taşocakçılığı	2,31	-3,05	10,58	4,79	10,58
İmalat Sanayi	0,28	-3,81	5,20	0,90	5,20
Elektrik, Gaz ve Su	0,64	-2,67	-10,50	-13,44	-10,50

Kaynak: TUIK, Globalsource

Merkezi Yönetim Bütçesi: 2008-2009 (milyar TL)						
	Kas		Reel Büyüme (%)	Oca-Kas		Reel Büyüme (%)
	2009	2008		2009	2008	
Merkezi Yönetim Gelirleri	<u>17,8</u>	<u>18,0</u>	-6,1	<u>193,2</u>	<u>193,8</u>	-6,1
Genel Bütçe Gelirler	<u>17,4</u>	<u>17,3</u>	-4,7	<u>187,3</u>	<u>188,2</u>	-6,3
Vergi Geliri	<u>15,1</u>	<u>15,8</u>	-9,3	<u>154,2</u>	<u>156,1</u>	-7,0
Gelir Üzerinden Alınan Vergiler	7,1	7,2	-6,9	51,4	51,5	-6,1
Mal ve Hizmet Üzerinden Alınan Vergiler	4,8	5,4	-16,9	64,8	61,9	-1,5
sak: KDV	0,1	1,2	-93,6	17,3	15,5	4,9
ÖTV	4,0	3,5	9,1	39,5	38,5	-3,4
Dış Ticaretten Alınan Vergiler	2,4	2,2	0,6	25,4	30,5	-21,6
Vergi Dışı Gelirler	2,7	2,2	15,8	38,9	37,7	-2,7
Giderler	<u>20,9</u>	<u>21,4</u>	-7,2	<u>239,5</u>	<u>202,0</u>	11,6
Faiz-Dışı Giderler	19,0	15,9	13,1	187,4	153,2	15,1
Faiz Giderleri	1,9	5,4	-66,6	52,2	48,8	0,6
Bütçe Dengesi	-3,1	-3,4	...	-46,4	-8,3	...
Faiz Dışı Denge	-1,2	2,1	...	5,8	40,5	...

Kaynak: Maliye Bakanlığı, Global Source.

Kamu Net Borç Stoku (milyar TL)						
	2004	2005	2006	2007	2008	2009Q3
Toplam Kamu Borç Stoku (Brüt)	332,6	351,3	365,8	355,5	408,2	455,8
İç Borç Stoku	234,7	259,8	268,2	273,2	295,8	338,7
Merkezi Hükümet	224,5	244,8	251,5	255,3	274,8	320,6
<i>GSYİH'ye oran olarak</i>	40,2	37,7	33,2	30,3	28,9	34,3
Dış Borç	97,9	91,5	97,6	82,3	112,4	117,1
Merkezi Hükümet	92,0	86,7	93,6	78,2	105,5	110,6
<i>GSYİH'ye oran olarak</i>	16,5	13,4	12,3	9,3	11,1	11,8
Eksi: Merkez Bankası Net Varlıkları	27,9	30,8	45,7	41,8	60,4	62,6
Kamu Mevduatı	17,2	32,2	38,2	34,6	41,5	47,6
İşsizlik Sigortası Fonu Net Varlıkları	13,3	18,0	23,7	30,7	38,4	42,6
Toplam Net Kamu Borcu	274,2	270,3	258,2	248,4	268,0	302,9
<i>GSYİH'ye oran olarak</i>	49,0	41,6	34,0	29,5	28,2	32,4
Net İç Borç Stoku	199,3	228,2	227,7	237,1	248,4	276,1
<i>GSYİH'ye oran olarak</i>	35,7	35,2	30,0	28,1	26,1	29,6
Net Dış Borç Stoku	74,9	42,1	30,5	11,3	19,6	26,9
<i>GSYİH'ye oran olarak</i>	13,4	6,5	4,0	1,3	2,1	2,9

Kaynak: Hazine, Globalsource.

Cari Denge (milyon \$)						
	Eki		Oca-Eki		12-Aylık Toplam	
	2009	2008	2009	2008	Eki	Eyl
Cari açık	<u>671</u>	<u>-2.429</u>	<u>-7.903</u>	<u>-38.319</u>	<u>-11.396</u>	<u>-14.496</u>
Enerji Dışı 1/	2.762	768	12.957	-2.729	14.624	12.630
Dış Ticaret Dengesi	-1.013	-4.041	-18.136	-49.072	-22.044	-25.072
İhracat	10.975	10.498	89.624	122.343	108.082	107.605
%	4,5	-0,9	-26,7	31,8	-25,4	-25,8
İthalat	-11.988	-14.539	-107.760	-171.415	-130.126	-132.677
%	-17,5	-2,1	-37,1	30,9	-35,7	-34,6
Hizmetler (net)	2.023	2.079	15.258	15.891	16.587	16.643
Turizm (net)	2.167	1.952	15.473	16.804	17.114	16.899
%	11,0	25,8	-7,9	21,9	-6,2	-5,3
Gelir (net)	-464	-624	-6.567	-6.977	-7.755	-7.915
Faiz Harcamaları	-506	-806	-6.078	-6.839	-7.713	-8.013
Cari Transfer	125	157	1.542	1.839	1.816	1.848
Memo 2/						
Dış Ticaret Dengesi	<u>-2.573</u>	<u>-5.220</u>	<u>-29.635</u>	<u>-63.576</u>	<u>-35.996</u>	<u>-38.643</u>
Enerji 3/	-2.091	-3.197	-20.859,92	-35.589,68	-26.020	-27.126
Enerji Dışı	-482	-2.023	-8.775,48	-27.986,10	-9.976	-11.517

Kaynak: TCMB, Globalsource

1/ Enerji açığı (TURKSTAT tanımlı) hariç cari açık

2/ TUIK tanımlı

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

Sermaye Hesabı
(milyon \$)

	Eki		Oca-Eki		12-Aylık Toplam	
	2009	2008	2009	2008	Eki	Eyl
Cari Açık	671	-2.429	-7.903	-38.319	-11.396	-14.496
Sermaye Hesabı	<u>-283</u>	<u>-2.751</u>	<u>1.592</u>	<u>38.972</u>	<u>-2.045</u>	<u>-4.513</u>
Doğrudan Yabancı Yatırım	481	1.824	5.649	13.774	7.641	8.984
Portföy Yatırımı	-50	-4.781	609	-4.317	-120	-4.851
Hisse Senedi	291	-1.365	2.047	716	2.047	391
Borç Senetleri 1/	-67	-3.426	805	-3.579	-102	-3.461
Yurtiçi	-67	-3.426	-1.015	-4.713	-1.375	-4.734
Diğer Yatırımlar	<u>-714</u>	<u>206</u>	<u>-4.666</u>	<u>29.515</u>	<u>-9.566</u>	<u>-8.646</u>
Varlıklar	1.038	1.318	3.665	-12.992	5.761	6.041
Yükümlülükler	<u>-1.752</u>	<u>-1.112</u>	<u>-8.331</u>	<u>42.507</u>	<u>-15.327</u>	<u>-14.687</u>
Kısa Vadeli	-221	-435	-6.421	7.855	-9.986	-10.200
Uzun Vadeli	-1.099	375	-9.578	26.275	-11.930	-10.456
Banka Dışı Özel Sektör	-1.068	743	-8.226	22.934	-8.425	-6.614
IMF Kredileri	0	-235	-680	2.008	-987	-1.222
Diğer	-432	-817	8.348	6.369	7.576	7.191
Net Hata Noksan	-364	3.676	5.669	2.039	9.050	13.090
Rezerv Varlıklar 2/	-24	1.504	642	-2.692	4.391	5.919
Memo:						
Borç 3/	<u>-1.055</u>	<u>-3.210</u>	<u>-6.104</u>	<u>24.482</u>	<u>-11.733</u>	<u>-13.888</u>
Kamu	-296	-3.984	587	-2.151	-115	-3.803
Özel	-1.523	-554	-8.113	41.079	-15.314	-14.345
Varlıklar	764	1.328	1.422	-14.446	3.696	4.260
Borçlanma Dışı (net) 4/	408	4.135	13.365	16.529	18.738	22.465

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.

Dış Borcun Yapısı						
(milyar \$)						
	<u>2004</u>	<u>2005</u>	<u>2006</u>	<u>2007</u>	<u>2008</u>	<u>2009Q3</u>
Toplam Borç Stoku	<u>161,0</u>	<u>169,7</u>	<u>207,6</u>	<u>249,4</u>	<u>278,3</u>	<u>273,5</u>
Kısa Vadeli	<u>32,2</u>	<u>38,3</u>	<u>42,6</u>	<u>43,1</u>	<u>50,5</u>	<u>49,3</u>
Kamu Sektörü	1,8	2,1	1,8	2,2	3,2	3,4
TCMB	3,3	2,8	2,6	2,3	1,9	1,8
Özel Sektör	27,1	33,4	38,3	38,7	45,4	44,1
Finans	13,1	17,2	20,7	16,6	21,8	22,5
Finans Dışı	14,0	16,2	17,6	22,1	23,5	21,6
Orta ve Uzun Vadeli	<u>128,8</u>	<u>131,4</u>	<u>165,0</u>	<u>206,3</u>	<u>227,8</u>	<u>224,1</u>
Kamu	73,8	68,3	69,8	71,4	75,0	80,1
TCMB	18,1	12,7	13,1	13,5	12,2	11,8
Özel Sektör	36,8	50,5	82,0	121,4	140,6	132,2
Finans	8,6	16,1	28,5	42,0	41,2	36,8
Finans Dışı	28,2	34,4	53,5	79,4	99,4	95,4
GSYİH'ya oran olarak						
Dış Borç Stoku	<u>38,6</u>	<u>35,2</u>	<u>38,6</u>	<u>34,4</u>	<u>44,7</u>	<u>43,4</u>
Kısa Vadeli	7,7	7,9	7,9	5,9	8,1	7,8
Orta ve Uzun Vadeli	30,9	27,2	30,7	28,4	36,6	35,5
Kamu	23,3	17,8	16,2	12,3	14,8	15,4
Özel Sektör	15,3	17,4	22,4	22,1	29,9	28,0
Kaynak: Hazine, Globalsource						

Söz konusu materyaller ile içeriğindeki bilgiler, Deloitte Türkiye tarafından sağlanmaktadır ve belirli bir konunun veya konuların çok geniş kapsamlı bir şekilde ele alınmasından ziyade genel çerçevede bilgi vermek amacını taşımaktadır.

Buna uygun şekilde, bu materyallerdeki bilgilerin amacı, muhasebe, vergi, yatırım, danışmanlık alanlarında veya diğer türlü profesyonel bağlamda tavsiye veya hizmet sunmak değildir. Bilgileri kişisel finansal veya ticari kararlarınızda yegane temel olarak kullanmaktan ziyade, konusuna hakim profesyonel bir danışmana başvurmanız tavsiye edilir.

Bu materyaller ile içeriğindeki bilgiler, oldukları şekliyle sunulmaktadır ve Deloitte Türkiye, bunlarla ilgili sarıh veya zımni bir beyan ve garantiye bulunmamaktadır. Yukarıdakileri sınırlamaksızın, Deloitte Türkiye, söz konusu materyal ve içeriğindeki bilgilerin hata içermediğine veya belirli performans ve kalite kriterlerini karşıladığına dair bir güvence vermemektedir.

Deloitte Türkiye, satılabilirlik, mülkiyet, belirli bir amaca uygunluk, ihlale sebebiyet vermeme, uyumluluk, güvenlik ve doğruluk konularındaki garantiler de dahil olmak üzere her türlü zımni garantiden burada feragat etmektedir.

Materyalleri ve içeriğindeki bilgileri kullanımınız sonucunda ortaya çıkabilecek her türlü risk tarafınıza aittir ve bu kullanımdan kaynaklanan her türlü zarara dair risk ve sorumluluğu tamamen tarafınızca üstlenilmektedir. Deloitte Türkiye, söz konusu kullanımdan dolayı, (ihmkarlık kaynaklı olanlar da dahil olmak üzere) sözleşmeyle ilgili bir dava, kanunlar veya haksız fiilden doğan her türlü özel, dolaylı veya arzi zararlardan ve cezai tazminattan dolayı sorumlu tutulamaz.

Ekonomik Görünüm Serisi'ne ulaşmak için:
www.deloitte.com/tr/ekonomik-gorunum

Daha fazla bilgi için

Deloitte Türkiye

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
www.verginet.net
www.denetimnet.net

Deloitte, faaliyet alanı bir çok endüstriyi kapsayan özel ve kamu sektörü müşterilerine denetim, vergi, danışmanlık ve kurumsal finansman hizmetleri sunmaktadır. Küresel bağlantılı 140'tan fazla 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'den fazla 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 adresine bakınız.

©2010 Deloitte Türkiye. Member of Deloitte Touche Tohmatsu
Tasarım Clients and Markets tarafından yapılmıştır.