

Yapısal reformlara
odaklanmak
Ekonomik Görünüm
2009



İçindekiler

Önsöz	1
Makro Görünüm: IMF'siz de olur (mu?)	2
Global Ortam: Büyük umutlar, hassas dengeler	6
Piyasalar: Temkinli iyimser mi, aşırı iyimser mi?	9
Büyüme ve İstihdam: Hurral Galiba en kötü geride kaldı...	12
Enflasyon ve Para Politikası: Enflasyon düşüşe, PPK faiz indirimlerine devam	15
Mali Politikalar ve Kamu Borcu: Biz bu filmi görmedik mi?	18
Ödemeler Dengesi Cari açıkta daralmaya, finansmanda günü kurtarmaya devam	21
Ek: Tablolar	24

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.

Önsöz



Hüseyin Gürer
Yönetici Ortak
Deloitte Türkiye

2009'un ilk yarısını geride bıraktığımız bugünlerde, hem dünya, hem Türkiye ekonomisinde en kötünün geride kaldığına dair bir görüş birliği oluştu. Ancak iyileşmenin şekli ve gücü konusunda belirsizliklerin bir süre daha devam etmesi kaçınılmaz gözüküyor. Mart raporumuzda belirttiğimiz gibi, global ortamda çok çabuk bir toparlanma ve akabinde Türkiye ekonomisinde eskisi gibi yüksek büyüme oranlarının tutturulmasını beklemek kısa vadede bize pek gerçekçi gelmiyor. Bu açıdan dünya ekonomisinin olduğu kadar, Türkiye ekonomisinin de bir dönüm noktasında olduğunu düşünüyoruz.

Son verilerin çok açık bir şekilde gösterdiği gibi, güçlü, istihdam yaratan bir büyüme ortamına bir an önce geri dönmek, Türkiye'nin şüphesiz en önemli önceliği. Ancak mali disiplinden feragat etmeyen, yapısal reformlara odaklanan ve -- yeni global realiteleri göz önüne alarak -- ağırlıklı olarak kendi kaynaklarımızla finanse edilebilen bir büyüme modelinin benimsenmesi, bu doğrultuda ekonomi politikalarının oluşturulması gerektiğine inanıyoruz.

Nitekim, raporumuz yayına hazırlanırken, hükümetimiz mali sürdürülebilirliği temel alan orta vadeli bir program üstünde çalışmalarını sürdürüyordu. İnandırıcılığı yüksek bir mali programın, gelişmekte olan piyasa ekonomileri arasında Türkiye'nin olumlu anlamda "ayrışması" için büyük önem taşıdığını düşünüyor, bunun sonbaharda finansman tarafı kuvvetli bir IMF programının alt yapısını oluşturmasını temenni ediyoruz. Ancak raporumuzda detaylandırdığımız gibi IMF'li bir senaryoda bile bu sene için %6 civarı bir küçülmenin kaçınılmaz olduğunu, 2010'da ise iyileşme beklemekle beraber, bunun çok kuvvetli olamayabileceğini düşünüyoruz.

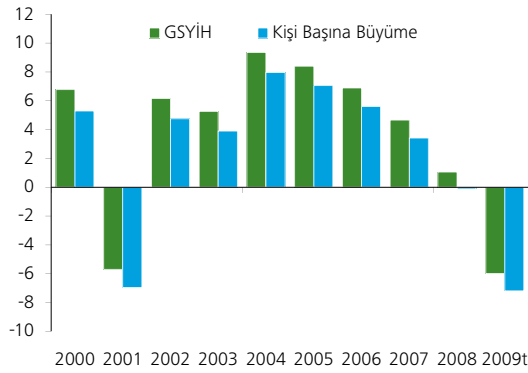
Deloitte olarak danışmanımız tarafından hazırlanmış bu çalışmayı yararlı bulmanızı dileriz.

Makro Görünüm: IMF'siz de olur (mu?)¹

Mart raporumuzda önümüzdeki süreçte Türkiye ekonomisinin seyrinin, büyük ölçüde: 1) dünya ekonomisinin seyrine; ve 2) iktisat politikaları açısından hükümetin alacağı tavra, kısacası yeni bir IMF programının önce imzalanıp, sonra da ciddiyle uygulanıp uygulanmayacağına bağlı olacağına vurgulamıştık.

Dünya ekonomisinin daha fazla kötüleşmeyeceği ancak iyileşmenin zaman alacağı şeklindeki temel beklentimizi bu raporda değiştirmedik. Nitekim Mart raporumuzdan sonra yayınlanan IMF'nin Nisan 2009 World Economic Outlook raporunda benzer bir global görünüm çizildi (Tablo 1)².

Grafik 1 - Büyüme ve kişi başına büyüme (yıllık, %)



Ancak IMF programı konusunda Mart raporumuzdaki baz senaryomuzun aksine gecikmeler devam etti. Bu konuda baştan beri hükümetin "IMF'siz yola devam etmek istemesini" ciddi bir risk olarak görmekle birlikte, orta vadede böyle bir kararın maliyetinin daha yüksek olacağından dolayı, bir orta yol bulunacağı ve yaz aylarında bir stand-by programında anlaşılacağı şeklindeki beklentimiz gerçekleşmedi.

Bu sonuçta, gerekli mali uyumun boyutu -- ve içinde bulunduğumuz hassas konjonktürde bunu uygulamanın siyaseten zorluğu -- kadar, piyasalarda esen olumlu havanın da etkisi olduğunu düşünüyoruz. Mali uyumun boyutu konusunda belirsizlikler devam etse de, Başbakan Yardımcısı Sn. Ali Babacan'ın Haziran ortasında belirttiği gibi şu anda eksi olan faiz dışı dengenin tekrar hatırı sayılır bir oranda artıya dönmesi IMF-hükümet müzakerelerindeki en temel mesele olarak gözüküyor.

Bunu kaba bir hesaplama faiz dışı dengenin Gayri Safi Yurt İçi Hasıla'ya (GSYİH) oran olarak -%1,5'den +%2,5 gibi bir orana geçmesi demek olduğu şeklinde yorumlarsak --ve 1 trilyon'luk bir GSYİH rakamı ile çalışırsak -- bunun program süresince 40 milyar lira gibi ciddi bir rakama işaret ettiğini söyleyebiliriz. Bunun bir bölümü kendiliğinden ekonomideki iyileşme (ve vergi gelirlerindeki artışla) karşılanacak olsa da, program çabalarının, bir kısmı programın başında, bir kısmı da program sırasında uygulanacak ciddi boyutta tedbirler içermesi beklenmeli diye düşünüyoruz.

Doğrudur, Türkiye ekonomisi 1.çeyrek'te şiddetle daraldı ve yılın tamamı için bizim tahminimizle artık 2001 krizindeki boyutları aşabilecek %5,5-%6 civarı bir küçülme kaçınılmaz oldu (Grafik 1). Ancak bir yandan hem dış hem iç piyasalar genelde olumlu seyrini sürdürdü; Hazine eriyen faiz dışı dengeye rağmen hiçbir faiz baskısı olmadan borçlanmakta zorluk çekmedi, döviz nispeten istikrarlı seyir izledi, güven endekslerinde dramatik iyileşmeler yaşandı, vs. Bu gelişmelerin doğal olarak hükümeti cesaretlendirmiş olabileceği ve hükümete IMF'siz yola devam etme opsiyonunu ciddi olarak düşündürdüğü kanısındayız.

Ancak biz bunun halen doğru bir tercih olmayacağını ve bir noktada IMF programının imzalanacağını --veya imzalanmasının zorunlu hale geleceğini-- düşünüyoruz. Bunun arkasında yatan temel nedenleri şöyle özetleyebiliriz:

Türkiye ekonomisi endişe verici boyutlarda daralmaktadır. En kötü geride kalsa da, iyileşmenin sürdürülebilirliği ve gücü konusunda ciddi belirsizlikler devam etmektedir. Daralmanın arkasında dış talepteki zayıflığın yanı sıra, aniden çöken özel yatırım ve tüketim talebi yatmaktadır. Gerek dış finansman olanaklarının kesilmesi, gerekse kriz karşısında tutarlı ve pro-aktif bir çerçeve çizilememesi bunda rol oynamıştır.

1. Raporumuz 1.çeyrek büyüme verileri ve global taraftaki bazı kalitatif gelişmeler hariç, 19 Haziran 2009'a kadar elimizde olan verileri içermektedir. Bu bölümde genel makro tahminlerimize, raporun geri kalanında ise kısaca temel makro sektörlerdeki son gelişmelere yer verilmiştir.
2. IMF'nin Temmuz ayı içinde yayınlayacağı güncelleme raporunda hafif yukarı doğru revize olsa da, 2010 yılına ait ana mesajın --global ekonomide yavaş ve zayıf bir iyileşme beklentisinin-- değişmeyeceğini düşünüyoruz.

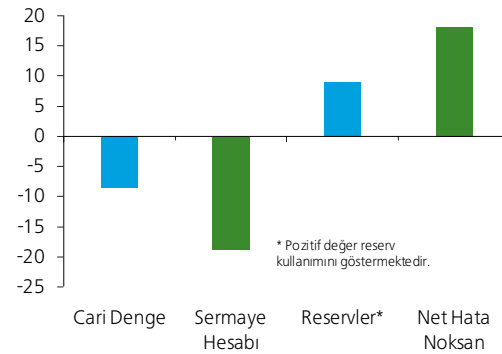
Tablo 1: Dünya Ekonomik Görünümü Raporu: Büyüme tahminleri (yıllık değişim, %)						
	Güncel tahminler				Ocak güncellemesine göre değişim	
	2007	2008	2009	2010	2009	2010
Dünya	5,2	3,2	-1,3	1,9	-1,8	-1,1
Gelişmiş ekonomiler	2,7	0,9	-3,8	0,0	-1,8	-1,1
ABD	2,0	1,1	-2,8	0,0	-1,2	-1,6
Euro bölgesi	2,7	0,9	-4,2	0,4	-2,2	-0,6
Gelişmekte olan piyasalar	8,3	6,1	1,6	4,0	-1,7	-1,0
Gelişmekte olan Asya	10,6	7,7	4,8	6,1	-0,7	-0,8
Tüketici fiyatları						
Gelişmiş ekonomiler	2,2	3,4	-0,2	0,3	-0,5	-0,5
Gelişmekte olan piyasalar	6,4	9,3	5,7	4,7	-0,1	-0,3

Kaynak: IMF Dünya Ekonomik Görünümü Raporu, Nisan 2009

Genişleyici maliye ve para politikaları uygulanmış ve uygulanmaktadır ama bunların etkisi şu ana kadar sınırlı kalmıştır. Daha önemlisi, mali taraftaki bozulma orta vadede ciddi bir risk teşkil etmenin yanında, para politikasının etkinliğini azaltan bir faktör olarak karşımıza çıkmaktadır. Reel politika faizlerinin %2 civarına inmesine rağmen kredi piyasasında güçlü bir kıpırdanma görülmemekte, enflasyon beklentileri katılık emareleri göstermekte ve reel piyasa faizleri politika faizlerinin üstünde seyretmektedir. Ayrıca her ne kadar lira şu ana kadar istikrarlı bir seyir izlese de, bunun sürdürülebilirliği konusunda endişeler devam etmektedir. Şirketler kesiminin açık pozisyonu ciddi boyutlardadır, kurdaki sert bir hareketin yatırım talebini daha da caydırıcı bir rolü olacaktır. Başka bir ifade ile, counter-cyclical tabir edilen finansal politikalarla büyümeyi geri getirme gayretlerinin sonuna gelinmek üzeredir diye düşünüyoruz.

Öte yandan Türkiye'nin dış finansman açığı devam etmektedir. Her ne kadar global krizin derinleştiği Eylül ayından beri ödemeler dengesi bir türlü "dengeye" oturmuş gözükse de, ortaya çıkan resim "büyüme dostu" bir resim değildir. Rakamsal olarak ifade edecek olursak, Ekim-Nisan aylarında cari ve sermaye hesapları toplam 30 milyar dolara yaklaşan bir açık vermiştir (Grafik 2).

Grafik 2 - Ödemeler dengesi: seçilmiş göstergeler (Ekim-Nisan toplam olarak, milyar \$)



Bu açık, net hata noksan (18 milyar dolar) ve Merkez Bankası rezervleriyle (9 milyar dolar) finanse edilmiştir. Ancak - meseleye tarihsel olarak baktığımızda -- sağlıklı bir büyümeye geçmesi için Türkiye'nin makul oranda bir cari açığı rahatça finanse ediyor olması gerekmektedir. Bu anlamda Türkiye'nin finansman açığı devam etmektedir.

Bununla beraber, yeniden borcun sürdürülebilirliğine ve güven tesisine odaklanan orta-vadeli bir mali çerçevenin oluşturulması gerekmektedir. Bu ekonomi politikalarının içsel tutarlılığını sağlamanın yanında, bozulan bütçe dengeleri karşısında kamunun finansman ihtiyacını karşılamak bakımından da gereklidir. Bizim hesaplarımızla, Hazine önümüzdeki sene 175-180 milyar lira civarı bir iç borç yükünü çevirmek zorundadır. Bugünün mali politikaları devam ettiği sürece, bunu – uzun bir aradan sonra yeniden -- faiz dışı açık verirken yapacaktır. Bu anlamda Türkiye'nin "ikiz açıkları" --yani hem dış hem kamu finansmanı tarafında açıkları-- vardır. IMF parası ve bu paranın katalist olarak sağlayacağı özel sektör finansmanı olmadan, bu ikiz açıkların maliyetler daha da büyümeden kapanması zor gözükmektedir. Bir olasılık dünya ekonomisinde çabuk ve güçlü bir iyileşme, GOP ekonomilerine para akımının normalleşmesi Türkiye'nin de doğal olarak böyle bir ortamda IMF'siz yoluna devam edebilmesi senaryosudur. Ama biz bu senaryoyu baz senaryomuz olarak kabullenmek için aşırı iyimser buluyoruz.

Bunun aksine biz, bu raporumuzda da yavaş bir global iyileşme ve er veya geç imzalanacak bir IMF programı ile çalışmaya devam ediyoruz. Ancak bu senaryoda bile hızlı bir iyileşmeyi şu anda olası bulmuyoruz. Rakamsal olarak ifade edecek olursak, ekonominin bu sene %6 civarı daraldıktan sonra gelecek sene %2-%3 civarında büyümesini bekliyoruz (Tablo 2). Enflasyon bu sene hedefin (%7,5) bariz şekilde altında kaldıktan sonra önümüzdeki sene hedefin (%6,5) hafif de olsa üstünde sonuçlanır diye düşünüyoruz. Bütçe açığı bu sene GSYİH'nin %6'ları civarından IMF programı bünyesinde %4,5'lara düşer diye tahmin ediyoruz. Para politikasında faiz indirimlerinin yaz aylarında devam edeceğini ama 12 ay sonra -- piyasa beklentilerine uyumlu olarak-- şu andaki seviyelerinden yüksek bir düzeyde olmasını bekliyoruz. Cari açığı bu sene 10 milyar doların altında ama gelecek sene 25 milyar dolara yakın tahmin ediyoruz, bu sene için öngördüğümüz ciddi boyuttaki enerji-dışı cari fazlanın (yaklaşık 15 milyar dolar) büyümedeki iyileşmeyle birlikte önümüzdeki sene büyük oranda silineceğini düşünüyoruz.

Bu cari açık profiliyle -- ve global olarak kredi olanaklarının nispeten kısıtlı olmaya devam edeceği varsayımıyla -- dış finansman meselesi 2010'da da ekonominin yumuşak karnı olmaya devam edecektir (Tablo 3). Ancak bu yılın kalanında çok ciddi bir finansman sıkıntısı öngörmüyoruz. Yılın ilk 4 aylık döneminde Doğrudan Yabancı Yatırım (DYY) tarafından 2,5 milyar dolarlık giriş sağlanmış olsa da bunun önemli bir bölümünün 2008 yılından devrolması ve özellikle özelleştirmelerin ciddi hız kesmesi (Milli Piyango ihalesinin iptal edilmesi, EGO'nun satışının ardından ödeme konusunda güçlük yaşanması vb.) yılın geri kalanında bu yolla sağlanacak sermaye girişlerinde önemli düşüşlere işaret ediyor. Bu nedenle biz yılın tamamı için DYY'ların geçen seneki 20 milyar düzeylerinden bu yıl 6,5-7 milyar dolara (net) gerilemesini bekliyoruz. Portföy yatırımlarının da benzer şekilde zayıf bir seyir izleyeceği tahminimizi koruyoruz. Yılın geri kalanında özel sektörün (bankalar ve bankacılık dışı kesim) borç çevirme rasyosunun %70 seviyelerinde kalacağını, yerel bankaların ve Merkez Bankası'nın döviz rezervi kullanımlarının bir miktar süreceğini öngörüyoruz. Bu şartlarda bu yılı teknik açıdan ufak bir finansman açığı ile kapatıyoruz, ancak yukarıda değindiğimiz gibi bunun büyük bir sorun teşkil etmesini beklemiyoruz.

Ancak IMF'siz bir senaryo da 2010 finansman açısından sıkıntılı bir yıl olacaktır diye düşünüyoruz. Tüm yıl için 24 milyar dolarlık bir cari açık tahminimizin yanı sıra orta ve uzun vadeli borç amortismanının 40 milyar dolar üstünde olacağını tahmin ediyoruz. Bu rakam ticari işlemlerden kaynaklanan 30 milyar dolar civarındaki kısa-vadeli kredinin (tabloda gösterilmiyor) sorunsuz yenileneceği varsayımını içeriyor. Ancak bu durumda dahi, orta ve uzun vadeli borç ödemeleri artı cari açığı beraber düşündüğümüzde sorunsuz bir dış finansman resmi çizmek zor görünüyor.

DYY tarafında, 2 milyar doları bu seneden devredecek özelleştirme gelirlerinden olmak üzere 7 milyar dolarlık net sermaye girişi öngörüyoruz. Eğer hükümet stand-by'ı imzalamaz ve kriz sonrasında dahi sermaye girişlerinin öncesine nazaran daralacağı varsayımımız gerçekleşirse, bu kaynaktan ciddi bir destek anlamlı görünmüyor.

Özel sektörün borçlanmasında vadesi gelen tüm borçların yenileneceğini öngörüyoruz. Tahminlerimize göre TCMB ise devletin ödemesini öngördüğümüz net 4 milyar dolar dış borcu üstlenerek F/X rezervlerini kullanacak. Tüm bu veriler ışığında biz Türkiye'nin 2010 yılında 14 milyar dolarlık bir finansman açığı ile karşı karşıya kalacağını düşünüyoruz. Bu çok yüksek bir tutar olmasa da küresel şartlar göz önüne alındığında, ekonomide yine sert bir uyum gerektirebilecek ve burada öngördüğümüz düşük ama pozitif büyüme patikasına geçilmesini bile geciktirebilecektir.

Kısaca, Mart raporumuzda belirttiğimiz gibi, IMF programı finansman sağlamanın ötesinde, para ve maliye politikalarında temkinli tavrın sürdürülmesine katkıda bulunacak, bu sayede Türkiye ekonomisinin kırılganlıklarının azaltılmasına yardımcı olacak ve yüksek sürdürülebilir büyümeye geçişin alt yapısını oluşturacaktır diye düşünüyoruz.

Alternatif olarak, yukarıda değinilen IMF'siz iyimser senaryo dışında bir de kötümser -- global ekonomide durgunluğun derinleştiği ve/veya IMF'siz yola devam edilmeye çalışılan -- bir senaryo olduğunu hatırlatarak noktalayalım. Bu senaryoda doğal olarak tahribatın burada belirtilen baz senaryoya oranla daha ağır olacağını düşünüyoruz.

Tablo 2: Temel Makro Göstergeler

	2006	2007	2008	2009t	2010t
Büyüme (GSMH; %)	6,9	4,7	1,1	-5,8	2,5
Enflasyon (TÜFE, dönem sonu)	9,7	8,4	10,1	5,7	6,7
Cari Açık (milyar \$)	-32,1	-38,2	-41,6	-8,8	-23,9
Cari Açık (GSMH'ya oran olarak)	-6,1	5,9	5,7	1,5	-3,8
Dış Ticaret Açığı (milyar \$)	-54,0	-62,8	-70,0	-33,5	-48,3
Enerji Faturası (milyar \$)	25,3	28,7	40,7	23,6	28,9
Doğrudan Yabancı Yatırımlar (milyar \$; net)	19,3	19,9	15,6	6,5	7,0
Reel Efektif Döviz Kuru (1995=100; yılsonu Aralık verileriyle)	60,1	190,3	16,87	171,6	170,7
(% değişim)	-6,6	18,9	-11,4	1,7	-0,5
Döviz Kuru (TL/\$; yılsonu Aralık verileriyle)	1,43	1,18	1,54	1,61	1,66
MB O/N Faiz Oranları (yılsonu; basit; %)	17,50	15,75	15,00	8,00	9,00
Merkezi Hükümet Faiz Dışı Fazlası (GSYİH'ya oran olarak)	5,4	4,2	3,5	-0,5	1,0
Merkezi Hükümet Bütçe Dengesi (GSYİH'ya oran olarak)	-0,6	-1,6	-1,8	-6,6	-4,4
Kamu Net Borç Stoku (GSYİH'ya oran olarak)	34,0	29,5	28,2	34,9	36,6

Tablo 3: Finansman Tablosu: 2006-2010 (milyar \$)

	2006	2007	2008	2009t	2010t
Finansman İhtiyacı	63,6	77,3	84,2	58,5	64,6
Cari Açık	32,1	38,2	41,5	8,8	23,9
Borç Servisi (orta-uzun vadeli)	31,6	39,1	42,7	49,6	40,7
Kamu	14,4	13,6	10,5	8,6	10,4
sak: IMF	7,5	5,1	1,9	0,7	2,2
Dış Borç Senetleri	2,5	3,7	3,4	1,9	2,7
Özel	17,1	25,5	32,2	41,1	30,3
Bankalar	2,6	3,1	7,2	5,5	4,2
Diğer sektörler	14,6	22,4	25,0	35,5	26,2
Finansman Kaynağı	63,6	77,3	84,2	52,8	50,9
Doğrudan Yatırımlar (net)	19,3	19,9	15,6	6,5	7,0
Portföy (özel sektör hisse senetleri net)	-2,1	3,1	-0,6	-1,0	0,5
Borçlanma (orta-uzun vadeli)	59,5	63,1	62,4	35,1	36,9
Kamu	17,4	5,9	5,0	6,0	8,5
sak: IMF	3,0	1,1	3,6	0,0	0,0
Borç Senetleri 1/	12,0	1,3	-1,1	3,5	5,5
o/w: Yurtiçi (TL) Senetler (net)	6,1	-3,3	-5,1	-0,5	2,0
Özel	42,1	57,2	57,4	29,1	28,4
Bankalar	11,6	10,5	7,6	3,7	3,5
Diğer sektörler	30,5	46,7	49,8	25,4	24,9
Kısa vadeli (net) 2/	-2,8	2,7	4,7	0,0	2,0
Bankaların Döviz Varlıkları (net) 3/	-4,1	-5,1	-3,5	3,1	1,5
Net Hata Noksan	0,0	1,6	4,5	5,4	0,0
Rezerv Varlıklar (' - ' = rezerv birikimi)	-6,1	-8,0	1,1	3,7	3,0
Finansman Açığı	0,0	0,0	0,0	5,7	13,7

Kaynak: TCMB, Hazine ve GlobalSource

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

2/ 2008 sonu itibari ile kısa vadeli krediler \$33 milyar seviyesindedir.

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

Global Ortam: Büyük umutlar, hassas dengeler³

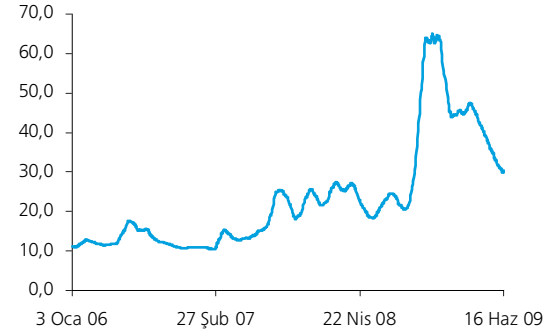
Son raporumuzdan beri, dünya ekonomisinde en kötünün geride kaldığına dair beklentiler kuvvetlendi, piyasalarda risk algılaması belirgin şekilde iyileşerek, geçen Eylül başındaki --Lehman Brothers'ın iflası öncesi -- seviyelere yaklaştı (Grafik 1).

Başta güven endekslerinde belirgin bir iyileşme olmak üzere "yeşil filizlerin" --özellikle A.B.D. ekonomisinde-- yaygınlaşmasıyla, Mart ayı ortalarından beri borsalarda ciddi bir ralli yaşandı⁴. Piyasalarda referans olarak alınan S&P-500 endeksi Mart ortasında dipleri gördükten sonra Haziran ayı sonlarına doğru %30'un üzerinde değer kazandı. Gelişmekte olan piyasa (GOP) hisse senetleri daha etkileyici bir performans gösterirken, aynı dönemde Morgan Stanley'nin GOP endeksi %50'den fazla yükseldi (Grafik 2).

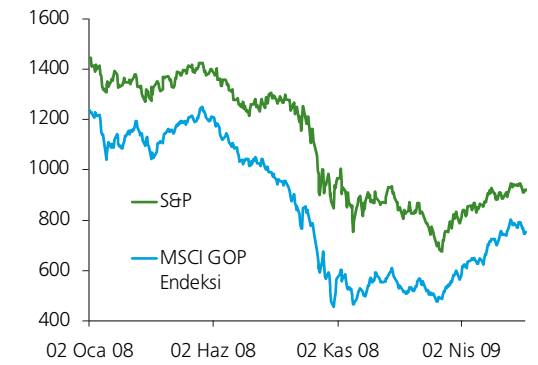
Ancak bu gelişmelerin sanayi üretiminde eş görülmemiş senkronize bir çöküşün ve yine eş görülmemiş stimulus paketlerinin ardından geldiği unutulmamalı (Grafik 3). Bu açıdan bakıldığında, bu görece istikrar ve iyimserliğin kalıcı bir iyileşme açısından ne demek olduğu, talep tarafından desteklenip desteklenmeyeceği ve iyileşmenin bundan sonraki seyrinin nasıl olacağı halen belirsizliğini koruyor.

Bizim görüşümüz, gelişmiş ülkelerde özellikle A.B.D.'de ikinci yarıda --stokların eritilmiş olması, ertelenmiş talep, mali stimulus gibi nedenlerle-- pozitif büyümeye geçilebileceği ancak bunun devamının gelmeyeceği, kısacası "W" (ikinci dip birincisi kadar derin olmasa da) veya 2. yarıdaki kıpırdanmayı bir kenara koyacak olursak "U" tarzı bir iyileşmenin en ciddi olasılıklar olduğu şeklinde⁵.

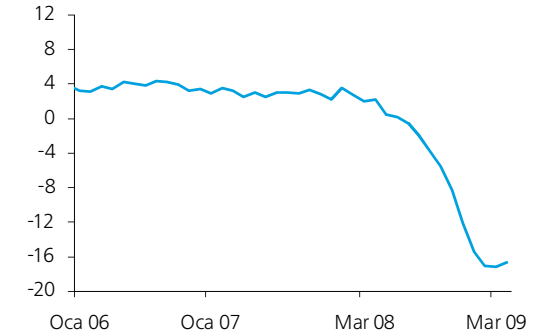
Grafik 1 - CBOE Volatilite Endeksi (20 günlük hareketli ortalama)



Grafik 2 - S&P ve MSCI GOP Endeksleri



Grafik 3 - OECD Sanayi üretimi endeksi (yıllık %)



3. Bu bölüm Deloitte'un 3.çeyrek Global Ekonomi raporunun yayınlanmasından önce kaleme alınmıştır, ancak referans verilen bazı makaleler raporun cut-off tarihinden (19 Haziran) sonrasını da kapsamaktadır. Bu bölümde kapsamlı bir global ekonomik değerlendirmeden ziyade Türkiye'yi özellikle ilgilendiren birkaç ana temaya değinilmesi amaçlanmıştır.

4. "Yeşil filiz" tabiri bizim takip edebildiğimiz kadarıyla ilk defa Nisan ayında Ben Bernanke tarafından kullanıldıktan sonra popülerleşti ve piyasalarda nispeten çabuk bir iyileşme beklentisinin sembolü oldu. Bkz. *Green Shoots: Is the economy really showing signs of recovery?* Daniel Gros, 17 Nisan 2009, Slate.

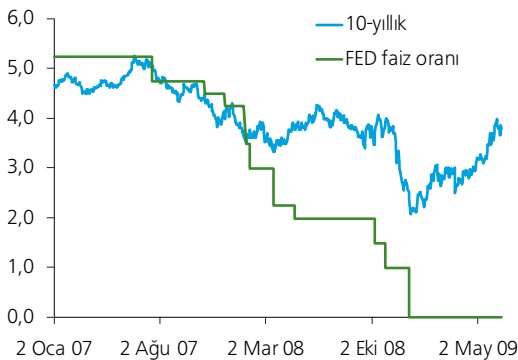
5. İyileşmenin harfleri üzerine bir deneme için bkz. *Recovery not as easy as U, V, W*, Gillian Tett, FT, 26 Mayıs 2009. Nitekim bu raporun cut-off tarihinden sonra A.B.D.'de yayınlanan tarım dışı istihdam rakamı, iyileşme konusunda inişli-çıkışlı bir seyir izlenebileceğine dair bir uyarı niteliğindedir.

Daha önceki raporlarımızda belirttiğimiz gibi, Amerikan tüketicisinin bilanço düzeltilmesi, yani borçluluk oranlarının makul bir düzeye gelmesi zaman alacak, son dönemdeki hızlı yükseliş ardından tasarruf oranları bir müddet yüksek seyredecek ve hızla artan işsizlik oranları tüketim iştahını törpülemeye devam edecek diye düşünüyoruz. Bu bağlamda piyasalar tarafından yakından takip edilen Case-Shiller 20-Şehir Emlak Fiyatları Endeksi'nin de düşüş hızının yavaşladığını ama halen çift haneli daralmanın devam ettiğini belirtmekte yarar görüyoruz. Bu anlamda da normalleşmeden henüz oldukça uzak olduğumuzu düşünüyoruz.

Bununla beraber, gelişmiş ülkelerde özellikle A.B.D.'de "V" tarzı bir iyileşme beklentisi çok olası görülmemekle birlikte, başta Çin ve Hindistan olmak üzere gelişmekte olan ülkelerin nispeten çabuk bir iyileşmeye öncü olacağı konusunda iyimserlik devam ediyor. Bu bir anlamda bu ülkelerin cari fazlalarını eritmesi ve kendi iç tüketimleri ağırlıklı bir büyüme moduna girmesi demek⁶. Biz bu görüşe orta vadede katılmakla birlikte, kısa vadede bu tarz bir dönüşümün gerçekçi olmadığı kanısındayız. Bütün bunları bir araya koyduğumuzda, daha korumacı, daha az borçlu, finans sistemleri daha regüle --dolayısıyla daha düşük büyüme oranlarının söz konusu olduğu -- bir "yeni normale" doğru hareket ettiğimizi kabullenmek ve hesapları ona göre yapmak gerektiği kanısındayız⁷.

A.B.D.'de 10-yıllık bono faizleri Mart ortasından beri genelde yükseliş trendini sürdürüyor (Grafik 4).

Grafik 4 - ABD faiz oranları (%)



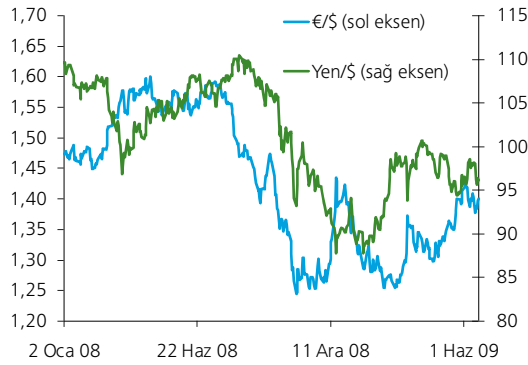
Bunun, bir yandan ekonomide stabilizasyonun işaretlerini verirken, bir yandan da doların geleceği, artan mali yükümlülükler ve az da olsa enflasyonla ilgili endişeleri yansıttığı kanısındayız. Mali tarafta endişeleri paylaşmamak mümkün değil: A.B.D.'de bütçe açığının GSYİH'ye oranı bu yıl için %12 civarında tahmin edilirken, önümüzdeki yıllarda gelişmiş ülkelerde 2. Dünya Savaşı'ndan beri en yüksek borçluluk düzeyine ulaşılacağı tahmin ediliyor. Enflasyonla ilgili endişeler ise zayıf talep ve üretim açığının devam etmesi nedeniyle henüz çok ciddi olmamakla birlikte, bozulan mali tarafın bir noktada enflasyon beklentilerini bozabileceği endişesi belirgin şekilde dillendiriliyor. Böyle bir ortamda kısa vadeli politika faizlerinin yönünü tespit etmek doğal olarak zorlaşıyor. Ancak ekonomideki iyileşmenin zaman alacağı varsayımıyla en azından A.B.D.'de 2010 sonu veya 2011 başından önce faiz arttırımı pek olası gözükmemekte.

6. Bu aslında son yıllarda dünyada hararetle tartışılan "Global Dengesizlikler" meselesinin yavaş yavaş çözüm yoluna girmesi anlamına da geliyor.

7. Bu konuda perspektif veren iki yeni makale için bkz. A New Normal, M. El-Arian, PIMCO's Secular Outlook, Mayıs 2009 ve A new economic era is dawning, Buttonwood, The Economist, 4 Temmuz 2009. Benzer görüşler Türkiye bağlamında inceleyen bir makale için bkz. Yeni global ekonomide Türkiye'nin zor tercihleri, İ. Domaç, Radikal Gazetesi, 3 Temmuz 2009.

Global görünümün iyileşmesi --buna bağlı olarak doların "safe haven" özelliğini nispeten kaybetmesi-- ve özellikle Çin'den gelen dolara alternatif rezerv para arayışları nedeniyle nominal dolar endeksi, Mart ortalarından beri %8-%9 oranında zayıfladı. Endeksin en önemli belirleyicisi euroya karşı beklendiği gibi %8 civarında, yen karşısında ise nispeten daha az değer kaybetti (Grafik 5).

Grafik 5 - G-3 Kurları



Global piyasalarda hakim görüş, doların süratle zayıflamaya devam edeceği yönünde. Ancak kısa vadede dolara rakip bir rezerv para oluşmasının ve/veya Avrupa ve Japon ekonomilerinin A.B.D.'den daha çabuk resesyondan çıkma olasılıklarının düşük olduğu düşünülecek olursa, dolarda keskin bir düşüşün beklenmemesi gerektiği kanısındayız⁸.

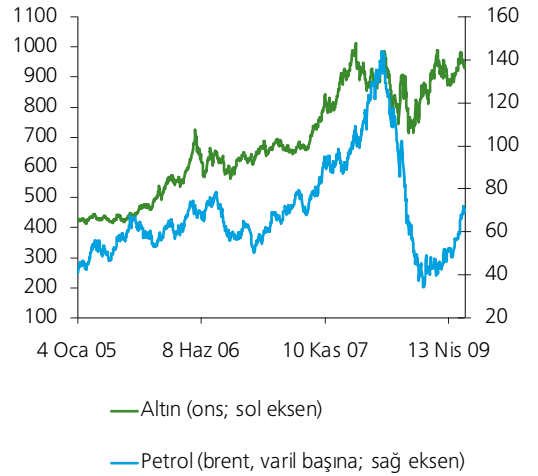
Ayrıca, dolar konusunda en vokal şikayetleri seslendiren Çin'in kendisinin bir kısıp olduğu unutulmamalı; doların süratle zayıflamasının, yaklaşık 2 trilyon dolar değerinde rezervi olan ve bunun çoğunun dolar cinsi olduğu tahmin edilen Çin'in işine gelmediğini kabul etmek gerekiyor. Bunları bir araya koyduğumuzda, güçlenmesi zor olsa da, dolarda hızlı bir zayıflamanın çok olası olmadığını düşünüyoruz⁹.

⁸. Doların rezerv para statüsü konusunda benzer bir görüş için bkz. Despite all the talk, there is no alternative to the dollar, D. Woo, FT, 7 Temmuz 2009.

⁹. IMF tarafından yayınlanan ülke rezervlerinin döviz kompozisyonunu gösteren verilere göre (COFER) 2009 1.çeyrek sonunda doların payının bir önceki yılın aynı dönemine göre %63 oranında sabit olduğunu görüyoruz. Ancak dolar ile ilgili yorumların yoğunlaştığı 2.çeyrek sonu verileri ilgilie takip edilecektir.

Emtia fiyatlarında "yeşil filiz" tartışmaları ve iyileşme umutlarıyla ciddi bir düzelme yaşanırken, petrol fiyatları özellikle sert bir hareketle yıl başından beri neredeyse ikiye katlanarak varil başına 35 dolar düzeylerinden, 65 dolar düzeylerine çıktı. En son OECD ülkelerinin enerji kolu olan Uluslararası Enerji Ajansı'nın (IEA) açıkladığı gibi, arz-talep dengesi ile pek tutarlı olmayan bu hareketin temel değişkenlerle izah edilmesi zor. Ayrıca yükselişin spekülative bir boyutunun da olduğu birçok piyasa analisti tarafından ifade ediliyor. Ancak son dönemde altın fiyatları ile paralel seyri düşünüldüğünde petrolün, dolarda trend zayıflamaya ve olası enflasyona karşın bir nevi "hedge" fonksiyonu gördüğü ve global iyileşme umutlarının da bir müddet devam edeceği varsayımı altında kısa vadede 60 doların çok altına inmesi ve/veya tekrardan 35 dolar düzeylerine gerilemesi zor görülüyor (Grafik 6).

Grafik 6 - Petrol ve altın fiyatları (\$)



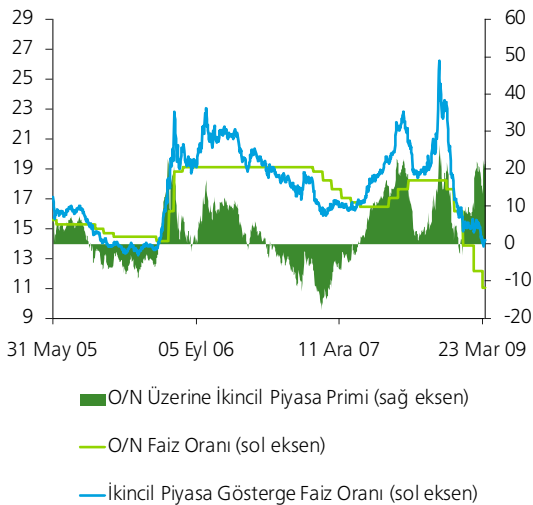
Piyasalar:

Temkinli iyimser mi, aşırı iyimser mi?

Son raporumuzdan beri Türk mali piyasalarının seyrinde ana rüzgar global piyasalardaki nakit fazlası ve IMF programı konusunda beklentiler oldu. Uluslararası piyasalarda Mart ortalarında başlayan ralli genelde devam ederken, küresel ekonomide dibin görüldüğüne dair kanının yerleşmesi, Mart'ın ilk yarısından itibaren nakdin ABD Hazine tahvilleri ve para piyasası fonları gibi güvenli limanlardan çıkarak gelişmekte olan piyasalara akmasına neden oldu. IMF anlaşmasına dair beklentiler uzun süredir devam ederken, anlaşmaya dair artan belirsizlikler, piyasalardaki risk iştahındaki görece iyileşme ve makro görünümde diplerin geride kalmasının etkisiyle göz ardı edildi. Haziran ortasında uzun vadeli faizler ve doların geleceğine yönelik kaygılarla yurtdışı piyasalarda sert satışlar görülürken Başbakan Yardımcısı Ali Babacan ve IMF Başkan Yardımcısı John Lipsky görüşmesi anlaşma beklentisini canlandırarak Türk mali piyasalarının tutunmasını sağladı. Bu son gelişme ile birlikte, anlaşma ihtimalinin en azından Sonbahar'da İstanbul'da yapılacak olan IMF-Dünya Bankası toplantısına kadar Türk mali piyasalarına destek vermesi şaşkırtıcı olmayacaktır diye düşünüyoruz.

Bono faizleri 10 Nisan sonrasında düşüşünü sürdürerek %12 seviyesinin altında yeni bir rekor kırarken, bozulan bütçe dengelerinin bono arzını arttıracığı, Merkez Bankası'nın faiz indirimlerinin sonuna yaklaştığı beklentisinin yerleşmesi bono faizlerinin daha fazla aşağı inmesini engelledi (Grafik 1).

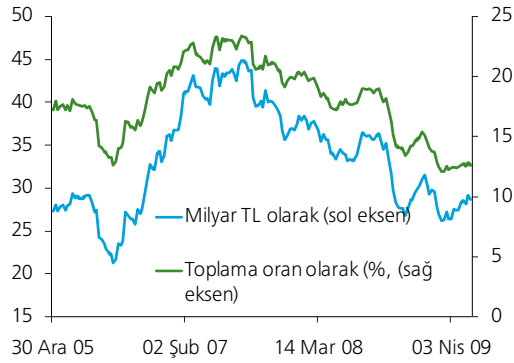
Grafik 1 - Faiz Oranları (bileşik, %)



Gösterge bono bileşik faizi bu nedenlerle yeniden %13'ün üzerine çıktı. Haziran toplantısında Merkez'in 25 baz puanlık beklentinin üzerinde 50 baz puan faiz indirmesi ve IMF anlaşması beklentilerinin yeniden canlanması bono faizlerinin yeniden %12 seviyesine yaklaşmasını sağladı.

Yabancı yatırımcıların portföylerindeki bono miktarı son raporumuzdan bu yana 1,5 milyar lira yükselerek 29 milyar liraya ulaşırken, mevduat bankaları tuttukları bono miktarını 193 milyar liradan 197 milyar liraya çıkardı (Grafik 2).

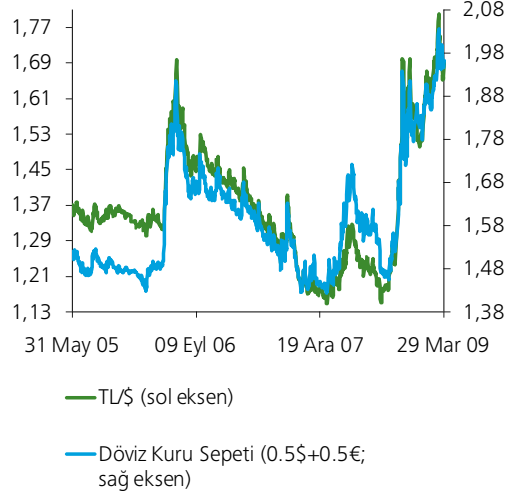
Grafik 2 - Yabancıların tuttuğu bono - Tahvil stoku



Özel sektör şirketlerinin kredi riskinin yüksek görülmesi, bankaların topladıkları mevduatları hazine kağıtlarında değerlendirmeye devam etmesine yol açtı. Bono bileşik faizlerinin raporumuzun cut-off tarihi (19 Haziran) itibariyle %12 civarında bulunduğu ve Haziran'ın ilk Beklenti Anketi'ne göre 12 ay sonrası için yıllık enflasyon beklentisinin %6,6 olduğu göz önüne alındığında reel faizin son raporumuzdan bu yana bir miktar daha, %5,8'den %5,3 seviyesine, gerilediği görülüyor.

Son raporumuzdan bu yana lirada dalgalı bir seyir gözlemledik (Grafik 3).

Grafik 3 - Döviz kuru gelişmeleri



Fakat lira, yurtdışı piyasaların Türk mali piyasalarına destek verdiği dönemlerde dahi dolar karşısında 1,53, döviz kuru sepetinde ise 1,85’li seviyelerinin altına kalıcı olarak inemedi. Lipsky-Babacan görüşmesi dahi liranın bu eşikleri aşmasını sağlayamadı.

Reel faizlerin düşmesinin de etkisiyle döviz mevduatlarında gözlenen artış, liranın döviz karşısında güçlenmesini engelleyen bir unsur oldu. 19 Haziran itibarıyla, lira, döviz kuru sepeti karşısında halen Lehman Brothers’ın iflas ettiği Eylül ortasına göre %20 civarında değer kaybetmiş bulunuyor. Kurun nominal olarak yeni ve daha yüksek bir düzeyde “takılması” daha önce benzer sertlikteki (2006 Mayıs gibi) düzeltmelerle karşılaştırıldığında yeni bir gelişme olarak karşımıza çıkıyor.

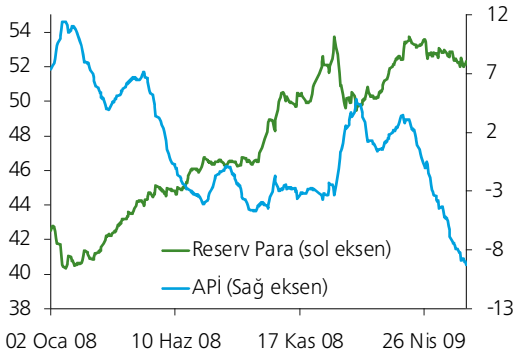
Merkez Bankası brüt döviz rezervleri son raporumuzdan bu yana 2 milyar dolar civarında artışla 66 milyar dolara yaklaştı (Grafik 4). Ancak global kredi krizinin Eylül ayında derinleşmesinden beri hem brüt hem net rezervlerde düşüş trendi hakim. Ödemeler dengesinde net hata ve noksan kalemi altında bulunan ve kaynağı belirlenemeyen döviz girişleri 2008’in son aylarından itibaren Merkez Bankası rezervlerinin daha sert bir düşüş göstermesini engellerken, Nisan ayında net hata noksanının normalleşme işaretleri göstermesi önümüzdeki dönemde TCMB rezervleri üzerinde baskı yaratan bir unsur olarak ön plana çıkabilir. Yaz ayları nedeniyle turizm gelirlerinin artması ise net hata noksan kaleminde gözlenen kaynağı belirsiz döviz girişinin kesilmesinin lira üzerinde yaratabileceği olumsuzluğu dengeleyecek bir unsur olarak etkisini gösterecektir.

Grafik 4 - TCMB brüt rezervleri (milyar \$)



Merkez Bankası piyasada likidite sıkışıklığı olmasına izin vermeyeceğini son raporumuzdan bu yana her fırsatta dile getirdi. Banka, eksiye bulunan ters repo stoku verisinden de görebileceğimiz gibi piyasadaki lira likidite sıkışıklığı durumunu rahatlatmak için haftalık repo ihaleleriyle piyasaya likidite vermeye devam etti (Grafik 5). Lira likiditesi konusunda, son olarak 17 Haziran'da repo ihalelerinin vadesini 3 aya kadar uzatıldığı açıklandı. Merkez Bankası aynı açıklamada, önümüzdeki dönemde teknik faiz indirimine gidebileceğini ve TL mevduatlarına uygulanan zorunlu karşılık oranlarını düşürülebileceğini de ifade etti. Bu hareketleri, sermaye girişlerinin zayıfladığı ve nispeten zayıf kalacağı bir konjunktürde piyasaları TL'nin fiyatı ve miktarı -- yani faiz ve likidite -- konusunda rahatlatma çabaları olarak yorumluyoruz.

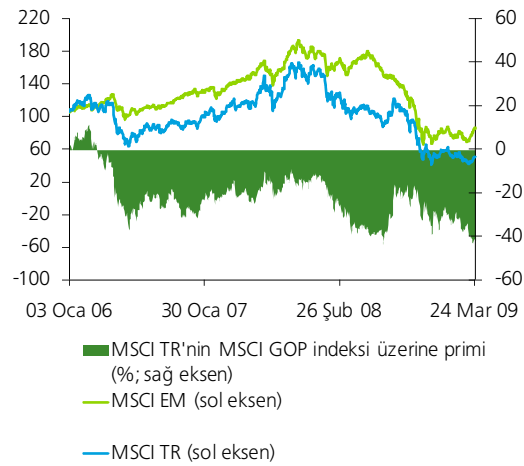
Grafik 5 - Reserv para ve açık piyasa işlemleri (milyar TL, 20-günlük hareketli ortalama)



Hisse senedi piyasasını Morgan Stanley'in Türkiye ve GOP endeksleri ile incelediğimizde, kredi krizinin başladığı tarih diyebileceğimiz Ağustos 2007'den bu yana Türkiye hisse senetleri GOP ortalamasına göre daha ucuz kalıyor (Grafik 6). Ayrıca, Türk hisse senetlerinin GOP ortalamasına göre iskontosunun son raporumuzdan bu yana bir miktar gerilediğini gözlemliyoruz. Türkiye'nin Orta ve Doğu Avrupa Ülkeleri'ne göre sağlam bankacılık sistemi ile bankacılık sistemi karına ilişkin beklentiler İMKB'nin son dönemlerde ön plana çıkmasını sağladı.

Raporumuzu yayına hazırladığımız günlerde, uluslararası piyasalarda uzun vadeli faizlere ve doların geleceğine yönelik kaygıların etkisiyle hemen hemen tüm GOP'lar değer kaybederken, Türk hisselerinin daha dirençli olduğunu gözlemledik ve MSCI GOP üzerine iskontosunun daha da gerilemesine tanık olduk. Son raporumuzu hazırladığımız sırada %34 seviyesinde bulunan Türkiye'nin GOP ortalaması üzerine iskontosu 19 Haziran itibarıyla %31 düzeyinde bulunuyordu.

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

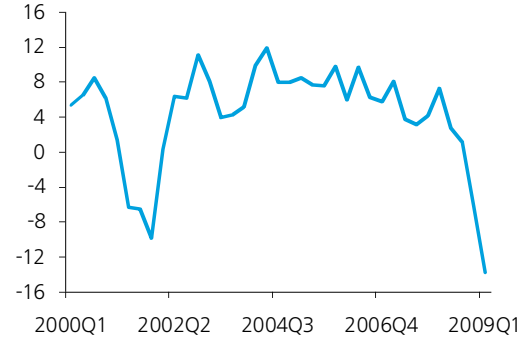


Eurobond fiyatları Mart ayının ilk yarısından son raporumuzu yayına hazırladığımız Nisan ayı başına kadar 120 dolar civarından 140 doların üzerine hızlı bir çıkış yaşamıştı. Son raporumuzdan bu yana 150 doların üzerine yükselen eurobond fiyatı bu seviyelerde seyrediyor. Son hareket %7,5 seviyesindeki eurobond faizini %7'nin altına düşürürken, Türkiye'nin CDS'lerinin (credit default swap) krizin şiddetlendiği dönemlere göre önemli oranlarda gerilemesi de son dönemlerde eurobond fiyatlarının kuvvetli bir seyir izlemesine katkıda bulunuyor.

Büyüme ve istihdam: Hurra! Galiba en kötü geride kaldı...

Sanayi üretiminin yılın ilk çeyreğinde yıllık bazda %22 oranında rekor bir daralma göstermesi, piyasa oyuncularında 1.çeyrek için ekonomide %12 gibi çift haneli bir daralma beklentisi ortaya çıkarmıştı. Gayri safi yurtiçi hasıla (GSYİH) 1. çeyrekte yıllık bazda %13,8 daralırken, 1994 ve 2001 krizlerinde yaşanan daralma oranlarından daha yüksek bir düşüş gösterdi (Grafik 1). (1. çeyrekte ekonominin daralma oranı Türkiye'nin 2. Dünya Savaşı yıllarında yaşadığı %14,9'luk yıllık ekonomik daralma oranını anımsatıyor.)

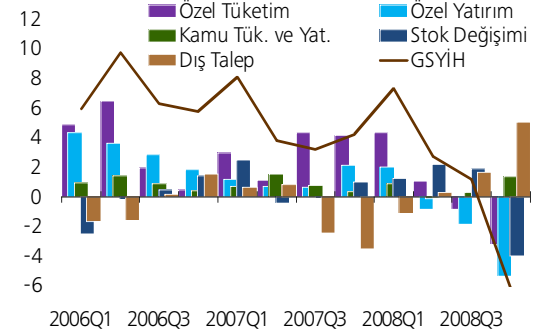
Grafik 1 - GSYİH büyümesi (%)



Hesaplamalarımıza göre, mevsimsellikten arındırılmış GSYİH 1. çeyrekte 2008'in son çeyreğine göre %5,8 (yıllıklandırılmış olarak %23 civarında) daralma gösterdi.

Büyüme verileri harcamalar yöntemi ile incelendiğinde, ekonomik krizin özel sektör harcama ve yatırımları üzerindeki olumsuz etkisini daha da derinleştirdiği gözleniyor. Özel tüketim harcamaları 2008 1.çeyreğe göre %9,2 düşerken, özel sektör yatırımları %35,8 oranında geriledi. Özel tüketim ve yatırımların %-13,8'lik ekonomik büyümeye katkısının toplam -14,9 puan olduğunu, kamu tüketim ve yatırım harcamalarının ise sadece 1,2 puan olduğunu gözlemliyoruz (Grafik 2).

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

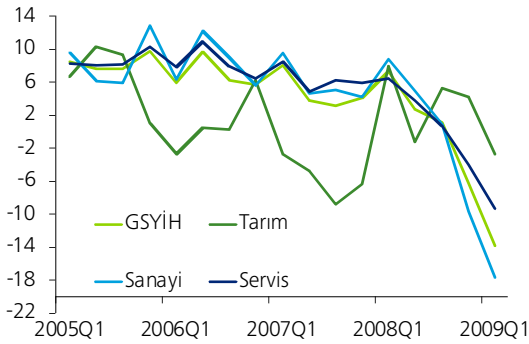


Özellikle yerel seçimler öncesinde ekonomik daralmanın hızını azaltmaya yönelik alınan önlemlerin etkisinin 1. çeyrekte sınırlı kaldığı anlaşılıyor.

Tüketimin önemli miktarda stoklardan karşılanması ekonominin bu kadar şiddetli bir biçimde daralmasına katkıda bulundu. 2008'in son çeyreğinde büyümeye negatif katkıda bulunan stok değişimi 1. çeyrekte de büyümeye negatif katkısını 7,1 puanla artırarak sürdürdü. Dış talep ise 1.çeyrek büyümesine 7,1 puanlık pozitif bir katkıda bulundu. Kriz nedeniyle ithal edilen nihai ürünlere ve ara mallarına talebin azalması nedeniyle ithalatın ihracattan daha yüksek oranlı düşüşler göstermesi dış talebin katkısının yüksek olmasını sağladı. Özetle, özel tüketim ve yatırımlardaki düşüş ile stoklardaki hızlı erimenin yarattığı negatif etkiyi kamu harcamaları ile dış talep bir miktar frenlemiş oldu.

2008 son çeyrek büyüme verilerini değerlendirdiğimiz son raporumuzda servis sektöründeki daralmanın sanayi sektöründeki daralmanın oldukça altında kaldığını, bu nedenle 1.çeyrekte servis sektörünün 4.çeyrekte çok daha derin bir daralma yaşayacağını tahmin ettiğimizi ifade etmiştik. 1.çeyrek büyüme rakamları, sanayi ve hizmetlerde geçen yılın aynı dönemine göre daralmanın şiddetlendiğini tarımda ise azımsanmayacak bir miktar daralma görüldüğünü gösteriyor. Sanayi, hizmetler ve tarım sektörü sırayla %17,6; 9,4 ve 2,7 oranında daralma göstermiş oldu (Grafik 3).

Grafik 3 - GSYİH Büyümesi: Sektörel (%)

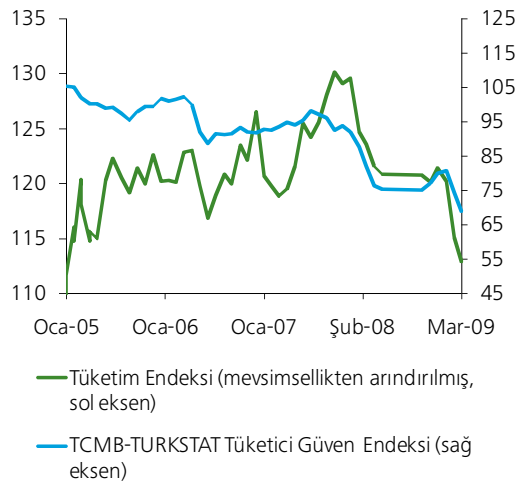


Aynı sektörlerin büyümeye katkısı sırasıyla -5; -6,1 ve -0,1 puan olarak gerçekleşti. Finansal aracılık hizmetleri sektörünün 1. çeyrekte yıllık olarak %10'un üzerinde büyümesi hizmetler sektörünün daha da daralmasını engelledi.

2. çeyreğin tüm aylarına ait büyüme göstergelerinin (sanayi üretimi, kapasite kullanım oranı, tüketim endeksi, ithalat ve ihracat endeksleri, kredi verileri vb.) henüz tamamı mevcut olmasa da, 2. çeyrekte ekonomideki daralmanın hız kesmesini ve küçülmenin tek haneli yüksek bir oranda devam etmesini bekliyoruz. Sanayi üretimi Nisan'da yıllık bazda %18,5 daralma gösterirken, çalışılan gün sayısının azlığı nedeniyle Nisan'da da sanayi üretiminde buna yakın oranda bir daralma bekliyoruz. Fakat yaz aylarına giriliyor olması nedeniyle tarım ve turizmin GSYİH içerisindeki ağırlığının artması ekonominin 2. çeyrekte tek haneli daralma göstereceği tahminimize yol açıyor. Sanayi üretimi dışında, kapasite kullanımı, güven endeksleri, tüketim endeksi ve reel kesim güven endeksi ile tüketici kredileri ile kredi kartlarının haftalık değişim oranları da daralmanın şiddetinin 2. çeyrekte azaldığına işaret ediyor.

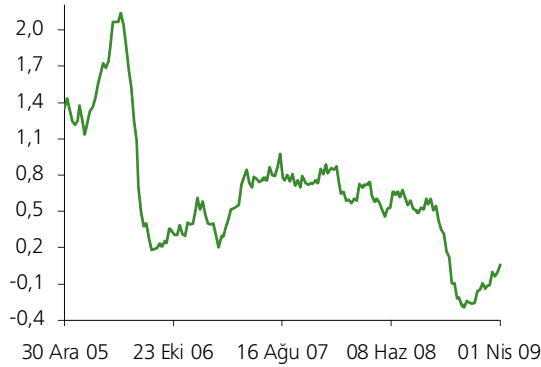
Fakat burada önemli olan toparlanmanın güven endekslerinde yansıtılan kadar kuvvetli ve kalıcı olup olmayacağı (Grafik 4).

Grafik 4 - Tüketici güveni ve tüketim endeksi



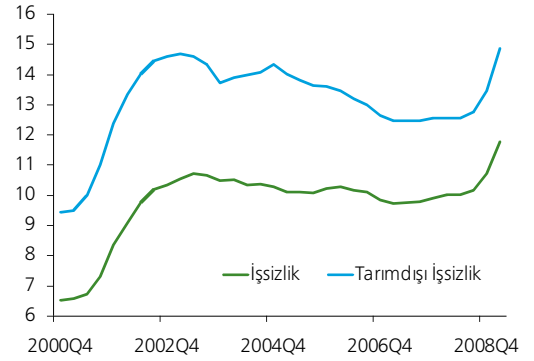
Bu noktada toparlanmanın bundan sonraki hızına dair öngöründe bulunmayı zorlaştıran iki unsur bulunuyor. Birincisi öncü göstergeler ve güven endekslerinde izlenen toparlanmanın ne kadarının hükümet tarafından iç talebi canlandırmak için sağlanan teşviklerden kaynaklandığı belirsizliğini koruyor. Örneğin tüketim endeksinde gözlenen sıçrama bazı sektörlerde ÖTV ve KDV'nin indirildiği aylara denk geliyor. Diğer unsur ise beklenti endekslerinin en kötünün geride kalmasının yarattığı coşku ile gerçek ekonomik durumun ötesine geçmiş olması ihtimali bulunuyor. Tüketici kredilerindeki gelişmeleri bu açıdan anlamlı buluyoruz. Gelişmelere haftalık artış oranları olarak baktığımızda yıl başından beri önemli bir toparlanma olduğunu, ancak bu toparlanmanın hız kestiğini ve tarihsel olarak oldukça düşük bir düzeyde stabilize olduğunu gözlemliyoruz (Grafik 5). Bu da bize önümüzdeki dönemde iyileşmenin güven endekslerinin ima ettiği kadar güçlü olamayabileceği riskini hatırlatıyor.

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



Son raporumuzda büyüme görünümünün bozulması ile birlikte işgücü piyasası üzerindeki baskıların arttığını ifade etmiştik. İşgücü piyasasındaki görünüm daha da kötüleşti. Bu bozulmada hem işgücüne katılan kişi sayısının artması, hem de işten çıkarmalar sonucunda istihdam edilen kişi sayısındaki düşüş etkili oldu. İşsizlik oranı Şubat döneminde (Ocak-Şubat-Mart ortalaması) %16,1 ile rekor kırmış oldu. İşsizlik oranı Şubat dönemindeki %16,1'den Mart'ta %15,8'e gerilese de yaz mevsiminin yaklaşması ile turizm ve tarım sektörlerinde artan istihdam kaynaklı mevsimsellik bu düşüşün ana nedeni. İşsizlik oranının geçen yılın aynı ayına göre farkının Mart ayında da yükselmeye devam ettiğini görüyoruz. Bu nedenle işsizlik oranı düşse de, istihdam piyasasındaki kötüleşmenin Mart döneminde de devam ettiği görüşündeyiz (Grafik 6).

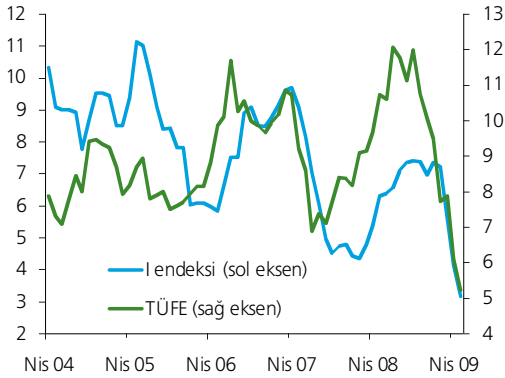
Grafik 6 - İşsizlik ve tarımdışı işsizlik oranı (4-çeyreklik hareketli ortalama, %)



Enflasyon ve Para Politikası: Enflasyon düşüşü, PPK faiz indirimlerine devam

İç ve dış talepteki çöküş ile birlikte emtia fiyatlarında görülen sert düşüşle 2008 sonlarına doğru gerilemeye başlayan yıllık tüketici fiyatları enflasyonu Mart ayında %7,9 seviyesine düşmüştü (Grafik 1).

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



Nisan ve Mayıs aylarında da gerek vergi indirimlerinin etkisi gerekse de geçen yılın yüksek bazı nedeniyle yıllık enflasyondaki gerileme devam etti ve enflasyon oranları son 40 yılın en düşük seviyelerine indi. Nisan'da %6,1'e gerileyen enflasyon, Mayıs'ta %5,2 seviyesine düştü. Çekirdek enflasyon göstergelerinde de benzer bir seyir gözlemlendi. Son raporumuzdan bu yana tüm çekirdek fiyat endeksleri düşüş gösterirken, Merkez Bankası tarafından yakından takip edilen enerji, gıda ve alkollü ve alkolsüz içecekler, tütün ürünleri ve altını dışlayan I endeksi enflasyonu Mayıs ayı itibarıyla %3,2'ye kadar geriledi.

Türkiye'de geçmiş dönemlerde kuvvetli seyreden kur-fiyat geçişkenliğindeki zayıf seyrin son raporumuzdan bu yana devam ettiğini gözlemledik (Grafik 2).

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



Kur fiyat geçişkenliğinin düşük seviyede kalmasında tüketicilere sunulan ürünlerin daha çok stoklarda bulunan ürünler olması, dezenflasyonist "çıktı açığı" gibi nedenler etkili oldu. Stok seviyelerinin önemli derecede azalması ile önümüzdeki dönemde kur-fiyat geçişkenliğinin bir miktar kuvvetlenebileceğini tahmin ediyoruz. Ancak mevsimsellikten arındırılmış enflasyon rakamlarıyla yaptığımız hesaplamalar da kur-fiyat geçişkenliğinin düşük seviyelerde kalmaya devam ettiğini gösteriyor. TL, döviz kuru sepeti karşısında Eylül 2008 ve Mayıs 2009 arasında %23,6 değer kaybederken aynı dönemde mevsimsellikten arındırılmış kümülatif enflasyonun sadece %3,1 oranında gerçekleşmesi kur-fiyat geçişkenliğinin azaldığını gösteriyor. Nisan-Ekim 2006 döneminde TL sepeti karşısında %12 değer kaybı yaşarken mevsimsellikten arındırılmış enflasyon kümülatif olarak %5,8 olmuştu.

Diğer taraftan üretici fiyatları endeksi TÜFE ile benzer bir seyir izledi. Mart ayında %3,5 seviyesinde bulunan yıllık üretici fiyat enflasyonu Nisan'da -0,35 ile negatife geçerken, üretici fiyatları yıllık olarak ilk defa düşüş göstermiş oldu (Grafik 3).

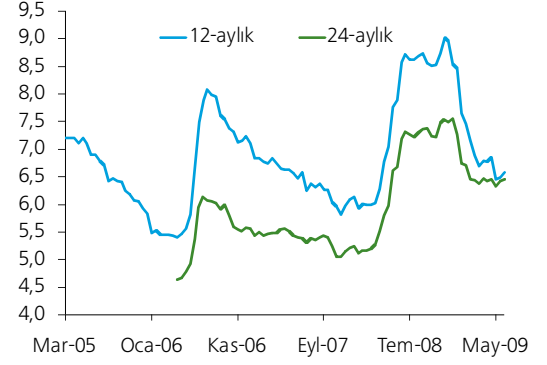
Grafik 3 - ÜFE enflasyonu (yıllık, %)



Düşüş Mayıs'ta da devam ederken, üretici fiyatları yıllık olarak %2,5 oranında gerileme gösterdi. Geçen yıl Temmuz'da %18,4 rakamını gören yıllık üretici fiyatları enflasyonu o tarihten sonra sert bir gerileme göstermiş oldu. Emtia fiyatlarında yaşanan sert düşüşlerin maliyetlerde meydana getirdiği iyileşme ve talep eksikliği üretici fiyatlarındaki düşüşün temel nedenleri olurken, önümüzdeki dönem için stokların erimesiyle birlikte artan hammadde fiyatlarının etkisini gösterebilecek olmasını, üretici fiyatları üzerinde yukarı yönlü bir risk unsuru olarak görüyoruz.

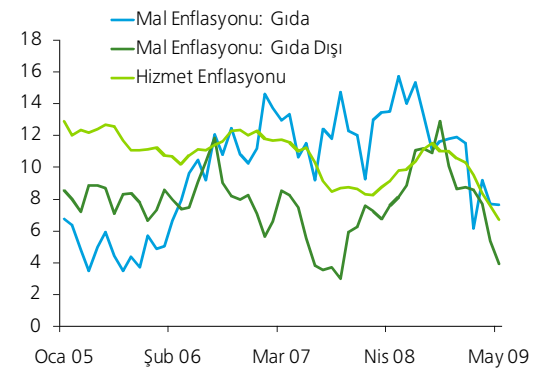
Enflasyon beklentilerinde enflasyondaki düşüğe paralel olarak 2008'in son aylarında başlayan ve son raporumuza kadar devam eden düşüş Mayıs ayı enflasyonunun düşük çıkmasının etkisiyle bir miktar daha devam etse de 12 ay ve 24 ay sonrasının enflasyon beklentileri bir noktada gerilemeyi durdurdu (Grafik 4).

Grafik 4 - Enflasyon beklentileri (%)



Nisan ayı ilk beklenti anketine göre %6,8 ve 6,4 seviyelerinde bulunan 12 ay ve 24 ay sonrası enflasyon beklentileri Haziran'ın ilk anketi itibarıyla %6,6 ve %6,4 seviyesinde bulunuyor. Ekonomide en kötünün geride kaldığı algısının yerleşmesinin enflasyon beklentilerindeki düşüşü sınırladığı görüşündeyiz. Enflasyon beklentilerinde oluşan bu katılığın önümüzdeki dönemde dezenflasyon sürecini olumsuz yönde etkileyebileceğini düşünüyoruz. Öte yandan hizmet enflasyonunda düşüşü cesaret verici bulmakla birlikte burda da bir noktada katılık oluşabileceği konusundaki beklentimizi koruyoruz (Grafik 5).

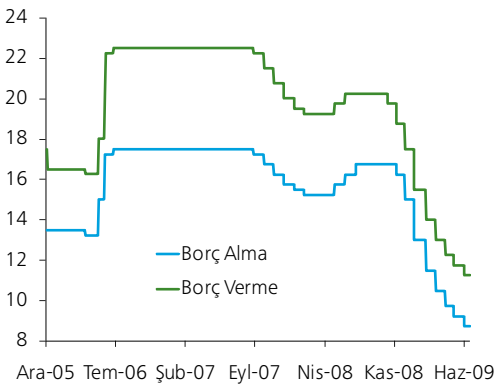
Grafik 5 - TÜFE: ticarete konu olan ve olmayan mallar (2003=100; 12-aylık; %)



Düşük iç ve dış talebin tüketici enflasyonu üzerine olumlu etkilerini kabul etmekle birlikte, yılın 2. yarısında olumlu baz etkisinin ortadan kalkacak olması, stokların eritilmesi ile birlikte kur-fiyat geçişkenliği unsurunun ön plana çıkabilecek olması, hükümet tarafından kaynak yaratmak amacıyla yönetilebilir fiyatların arttırılabilecek olmasını enflasyon için yukarı yönlü riskler olarak görüyoruz. Bu nedenle enflasyonun 2009 yılı ikinci yarısında %5 seviyesinin altına düşebilecek olsa bile, yılı Merkez Bankası'nın %7,5'lik hedefinin oldukça altında, %5,7 ile tamamlamasını bekliyoruz. 2010 yılı için, ekonomik toparlanma etkisiyle azalmasını beklediğimiz çıktı açığı ve artmasını beklediğimiz emtia fiyatları etkisiyle enflasyonun yılsonunda Merkez Bankası'nın %6,5'lik hedefinin hafif üzerinde %6,7 olarak gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz.

Büyüme göstergelerinin henüz güven verecek kadar toparlanma göstermemiş olması ile enflasyon görünümünden aldığı destek birleşince Merkez Bankası geçen yıl Kasım ayında başlattığı faiz indirim sürecine devam etti. Mart'tan sonra Nisan, Mayıs ve Haziran'da yapılan sırasıyla 75, 50 ve 50 baz puanlık indirimler toplam faiz indirimlerinin Kasım ayından bu yana 800 baz puana ulaşmasına yol açtı (Grafik 6).

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



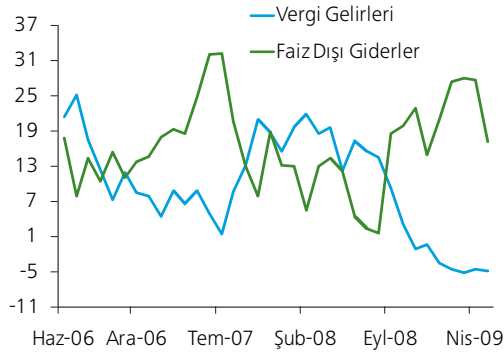
Raporumuz yayına hazırlandığı Haziran ayı sonlarına doğru, piyasa oyuncuları arasında Merkez Bankası'nın faiz indirimlerinde sona yaklaştığı ve Temmuz ayında yapılacak bir indirimden sonra Para Piyasası Kurulu'nun indirimlere ara vererek izlemeye geçeceği beklentisi hakimdi. Ayrıca, Merkez Bankası Beklenti Anketi'ne göre reel ve mali sektör temsilcileri önümüzdeki 12 ay içerisinde Banka'nın borçlanma faizini mevcut seviyesinden arttırmasını bekliyordu. Nitekim, Haziran ayının 1. anketine göre 12 ay sonrası borçlanma oranının (basit) %10,05 ile şimdiki borçlanma faiz oranının 130 baz puan üzerinde gerçekleşmesi öngörülüyor. Ancak biz PPK'nın bundan etkilenmeyerek, reel politika faizlerinin başka ülkelere kıyasla nispeten halen yüksek olduğu görüşüyle hareket edeceği ve faiz indirimlerine Temmuz sonrasında da bir veya iki toplantı daha devam edebileceği görüşündeyiz.



Mali Politikalar ve Kamu Borcu: Biz bu filmi görmedik mi?

Son raporumuzdan bu yana mali taraftaki bozulma devam etti. Vergi gelirleri düşerken, faiz dışı harcamalar arttı (Grafik 1). Rakamsal olarak ifade edecek olursak, Mayıs ayı itibarıyla (3-aylık ortalamalar ve nominal olarak baktığımızda) vergi gelirleri yıllık %4 civarında düşerken, faiz dışı harcamaların %18 oranında yükseldiğini gördük.

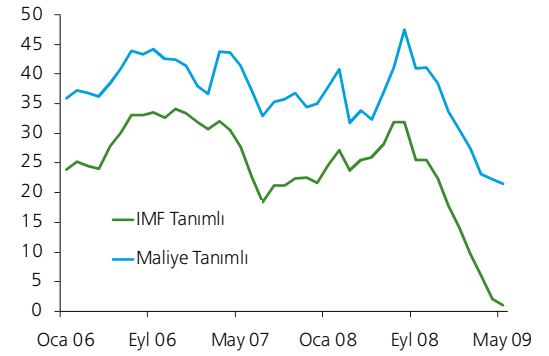
Grafik 1 - Vergi gelirleri ve faiz dışı giderler
(12-aylık %, 3-aylık hareketli ortalama)



Mayıs ayında harcama tarafında bir toparlanma söz konusu olmakla birlikte, bunun mal alımları ve yatırımlarda yaşanan sert daralmalarla ilgili olduğunu görüyoruz. Dolayısıyla yavaşlamanın sürdürülüp sürdürülemeyeceğini önümüzdeki aylar belirleyecek diye düşünüyoruz. Vergi tarafında ise dolaysız vergilerdeki geçici olduğunu düşündüğümüz iyileşmenin, kurumlar vergisindeki zayıflama ile dengelendiğini görüyoruz. Af ve vergi indirim beklentilerinin arttığı, iyileşmenin sürdürülebilirliği konusunda şüphelerin devam ettiği bir ortamda vergi gelirlerinde kalıcı bir iyileşme zor gözüküyor.

Bu olumsuz trend, beklendiği gibi FDF'de -- özellikle özelleştirme ve faiz gelirleri gibi bir defaya mahsus gelirleri hariç tutan IMF tanımlı fazlada -- hızlı bir bozulma yaratıyor. 12-aylık kümülatif bazda maliye tanımıyla 21,5 milyar TL'ye kadar gerileyen FDF'nin, IMF tanımıyla, çok daha ciddi bir bozulmaya işaret ettiğini -- bu tanımla FDF'nin 1 milyar TL'ye kadar gerilediğini -- görüyoruz (Grafik 2). Basit bir hesaplama, 2. çeyrek itibarıyla IMF tanımlı FDF'nin GSYİH'ye oran olarak sıfırlandığını hatta hafif eksiyeye döndüğünü tahmin ediyoruz.

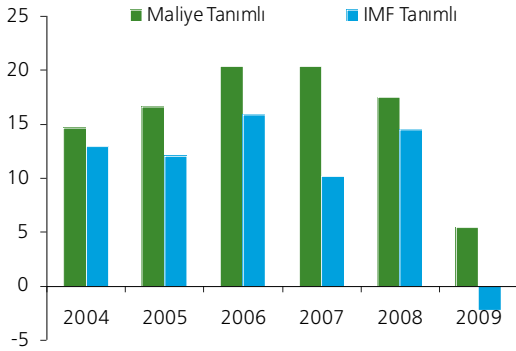
Grafik 2 - Merkezi yönetim faiz dışı fazlası
(milyar TL, 12-aylık toplam olarak)



Sadece yılın ilk 5 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 ettiğini işaret etmenin yanında, geçen yılın aynı dönemine oranla yaklaşık 17 milyarlık veya GSYİH'nin %2'sine yaklaşan bir bozulmaya işaret ediyor.

Yılın tamamına baktığımızda, ekonomideki iyileşmenin zaman alacağı ve genelde dalgalı bir seyir izleyen ve Aralık ayında önemli artışlar gösteren faiz dışı harcamaların kontrolünde zorlanılacağı varsayımları bütçe performansı konusunda iyimser olmamızı engelliyor. Bu şartlarda toplam bütçe açığının (FDF artı faiz ödemeleri) hükümet tahmini olan GSYİH'nin %5'leri düzeyini rahatlıkla aşacağını tahmin ediyoruz.

Grafik 3 - Merkezi yönetim faiz dışı fazlası (milyar TL, Ocak-Mayıs 5 - aylık toplam)

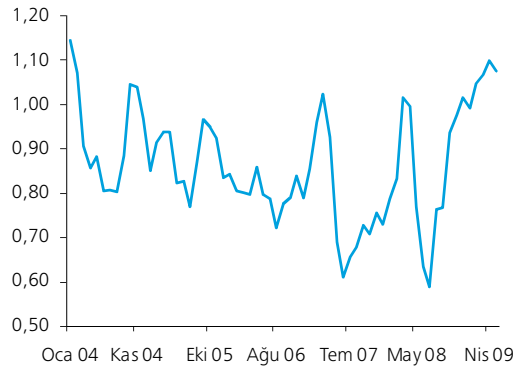


Ancak daha da endişe verici olan, Mart raporumuzda da bahsettiğimiz gibi, bu performansın bu defa basit vergi ve harcama önlemleriyle düzeltilmesinin eskisi kadar kolay olmayacağıdır. Başka bir ifade ile daralan bir ekonomik konjunktürde seçim dolayısıyla artan harcamaların geri çekilmesi ve vergi gelirlerinin arttırılması, %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 de tıkandığı ana noktanın burası olduğunu düşünüyoruz.

Merkezi hükümet bütçesi dışındaki mali gelişmelerin de çok olumlu olduğunu söylemek mümkün gözüküyor. IMF tanımlı Hazine verilerinde bu tarafta ciddi bir bozulma gözükmesi de, bu tanımlarda göremediğimiz mahalli idareler bütçesi ve enerji KİT'lerinin mali durumlarının oldukça sıkıntılı olduğunun altını çizmekte yarar görüyoruz.

Bu süreçte bozulan mali durumun, bekleneceği gibi, Hazine'nin iç borçlanma rasyosuna yansımalarının devam ettiğini gözlemliyoruz. Örneğin 2008 yılı ortalarında (3-aylık ortalama olarak) %60'lara kadar düşen iç borç çevirme rasyosunun, son aylarda %100'lerin üstüne çıktığını görüyoruz (Grafik 4).

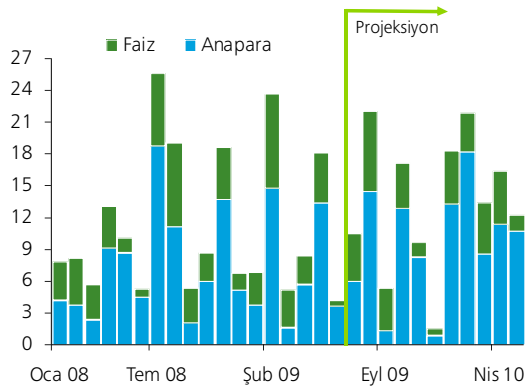
Grafik 4 - Hazine borç çevirme rasyosu (3-aylık hareketli ortalama)



Ancak bu arada Hazine'nin Merkez Bankası nezdindeki 10 milyar TL'nin de oldukça altına düşen hesabının (döviz ve TL birlikte) güçlenerek Haziran ayı sonlarına doğru 20 milyar düzeyine yükseldiğini gözlemledik. Bu miktar 2007/2008'deki düzeylerin oldukça altında olsa da, bu yükselişin olumlu bir gelişme olduğu muhakkak. Ancak bono piyasasında son aylarda olan bitenin bir ölçüde teknik faktörlerden kaynaklandığını (enflasyondaki dönemsel düşüş, faiz indirimleri, bazı büyük bankaların bono talebi ve kredi vermekteki iştahsızlığı, vb.), ve sürdürülebilirliği konusunda şüphelerimiz bulunduğu altını çizmek isteriz.

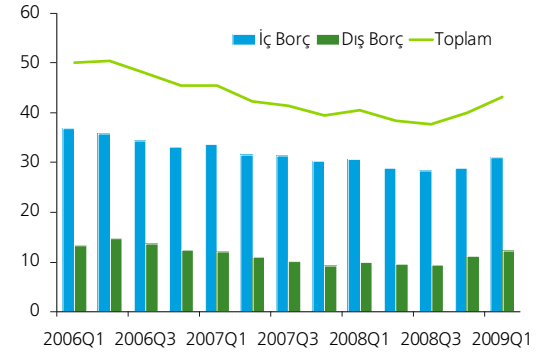
Başka bir deyişle, bu yılın geri kalanında – yüksek itfali Ağustos ayı hariç -- fazla bir sorun görmesek de, faiz dışı açık vermeye başlayan bir bütçenin Hazine'ye ileriye yönelik sorunlar yaşatacağı bizce aşikar (Grafik 5). Tanım gereği, faiz dışı fazlası olmayan ve net dış borç, özelleştirme gibi diğer kaynakları kısıtlı olduğu bir ortamda, %100 üstü borçlanmanın "norm" olması kaçınılmaz duruyor. Nitekim önümüzdeki yıl başındaki yüksek itfalar düşünüldüğünde, global tarafta olumlu haber akışının durduğu ve IMF programının gerçekleşmediği bir senaryoda şu ana kadarki kadar rahat borçlanma tekrarlanamayabilir. Bu açıdan bakıldığında, kamu borcu/GSYİH oranının düşük olması bir avantaj sağlasa da, borcun vadesinin nispeten kısa olması (3 yıl civarı), düşük borç seviyesine rağmen itfa takviminin nispeten zor olması sonucunu doğuruyor.

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



Brüt merkezi hükümet borcu son iki çeyrekte artma eğilimine girmiş gözüküyor (Grafik 6). Her ne kadar kamu borcu/GSYİH oranı düşük olsa da, bütçe açıklarının GSYİH'ye oranının %6 civarında seyretmeye devam ettiği bir ortamda bu oranın hızla artması ve -- 2003-2004 yıllarında olduğu gibi -- borç sürdürülebilirliği meselesinin tekrar yavaş yavaş gündemimize oturması şaşırtıcı olmayacaktır. Ancak düşük borç düzeyi ve Türkiye'nin son yıllarda aldığı mesafe düşünüldüğünde bu konunun kısa vadede büyük bir sıkıntı yaratmasını beklemiyoruz.

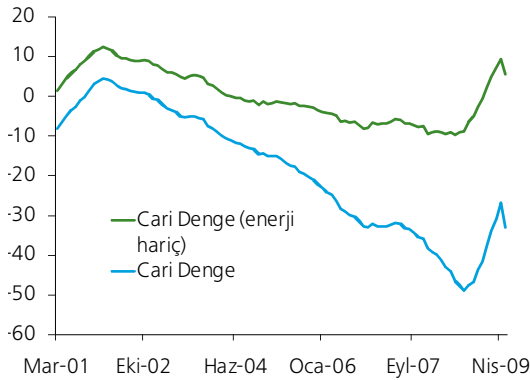
Grafik 6 - Merkezi yönetim toplam borç stoku (GSYİH'ye oran olarak)



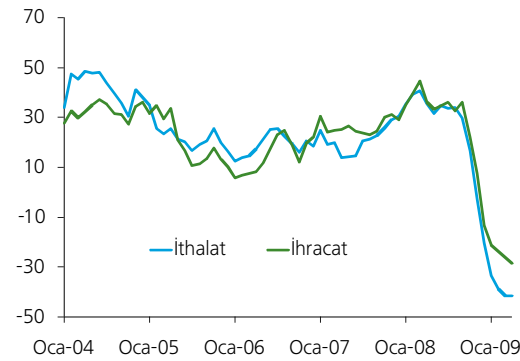
Ödemeler Dengesi: Cari açıkta daralmaya, finansmanda günü kurtarmaya devam

Cari açıktaki daralma eğilimi Nisan ayında da devam etti. 12-aylık kümülatif cari açık Mart ayındaki seviyesine göre 4 milyar dolar azalarak 26,7 milyar dolara geriledi. Böylece 12-aylık kümülatif cari açıkta, sene başından beri geçen dört aylık dönemde 15 milyar dolarlık, daralmanın başladığı Ağustos 2008'den beri ise 22 milyar dolarlık ciddi bir azalma oldu (Grafik 1). Ancak, geçtiğimiz aylarda cari açıktaki daralmanın asıl kaynağı olan enerji-dışı cari denge, Nisan ayında hafif hız kesti. 12-aylık toplam enerji-dışı cari denge bir önceki aya göre 2 milyar dolar artarak 9,2 milyar dolar fazla verdi.

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



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

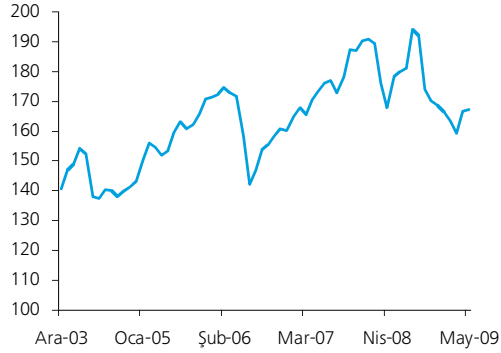


Dış ticaret açığı da cari açığın en önemli bileşeni olarak benzer bir eğilim gösterdi. 2008 yılını 70 milyar dolar ile (TÜİK tanımlı) tamamlayan dış ticaret açığı, Nisan ayında 54 milyar dolara geriledi. Geçen raporumuzda ihracat ve ithalatın aynı şekilde dramatik düşüşünden bahsetmiştik. Geçen süre zarfında ihracattaki düşüşün devam ettiğini ancak ithalat tarafındaki daralmanın hız kestiğini görüyoruz. Nitekim dalgalanmalardan arındırmak için baktığımız üç aylık hareketli ortalamalarda, ihracat tarafındaki düşüşün sürdüğü ancak ithalatın yatay bir seyre girdiği gözleniyor (Grafik 2). İthalat tarafındaki bu hafif toparlanmada enerji-dışı ithalatın etkili olduğunu görüyoruz.



Bu gelişmede ÖTV indirimi gibi önlemlerle iç talepteki daralmanın yavaşlamasının yanı sıra Nisan ayında hafif de olsa değer kazanan döviz kurunun etkili olduğunu düşünüyoruz. Nitekim Ağustos ayında yaptığı zirveden sonra düşüş eğilimine giren Reel Efektif Döviz Kuru endeksi kayıplarını Mart ayında %18'e kadar çıkardıktan sonra Nisan'da hafif bir toparlanma yaşadı. Mayıs ayında bu değerlenmenin hız kaybetse de sürdüğünü görüyoruz (Grafik 3). İhracat pazarlarında nisbi diversifikasyon, hızla daralan ithalat ve cari açık, reel döviz kurunda aşırı bir değerlilik durumuna işaret etmese de, finansman imkanlarının daralmış olması kurda daha fazla bir değerlenmeye izin vermemeli diye düşünüyoruz.

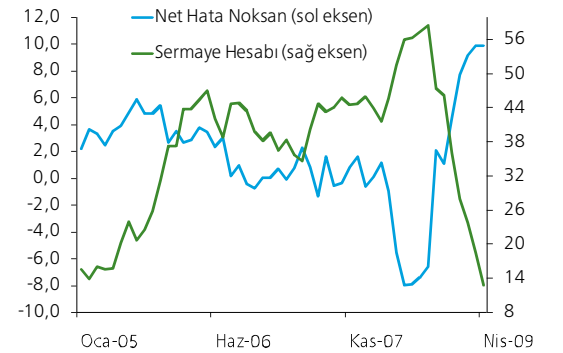
Grafik 3 - Reel döviz kuru
(TÜFE bazlı; 1995=100)



Eylül ayından bu yana negatif seyreden sermaye hesabı Nisan'da da 1,3 milyar dolarlık açık verdi. 12-aylık kümülatif bazda bakıldığında 2008'in Eylül ayında 58,5 milyar dolar ile tepe yapan sermaye hesabı, Nisan ayında 12,8 milyar dolara geriledi. Genelde sermaye hesabındaki bu açığın hata noksanla karşılandığı görülmeye rağmen (Grafik 4), Nisan'da bu kanaldan ufak bir sermaye çıkışı yaşandı. Buna rağmen yılbaşından beri bu yolla 6 milyar dolarlık sermaye girişi sağlanmış olmasını dikkate değer buluyoruz. Mart raporumuzda da değindiğimiz gibi, hata noksanın çeşitli kaynaklardan beslendiğini düşünüyoruz. Ancak son veriler, kaynağı belli olmayan bu girişlerin önemli bölümünün yurtdışında tutulan yerli birikimlerin yurda dönüşünden kaynaklandığını destekler gözüküyor¹⁰.

Diğer yandan Nisan ayında Hazine'nin yüklü döviz endeksli iç borç ödemesi nedeni ile Merkez Bankası rezervlerinde 2,7 milyar dolar civarında azalma görüldü. Böylece 2002 yılından beri ilk kez döviz rezervlerinde 4 milyar doların üzerinde (12-aylık bazda) bir kullanım gerçekleşmiş oldu.

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

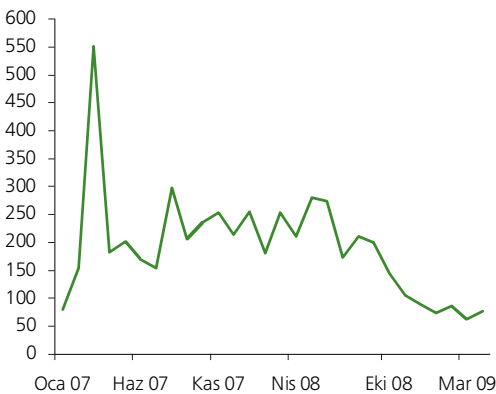


10. Bunu, ödemeler dengesi (akım) verilerinde direk göremesek de, Bank of International Settlements'in (BIS) stok mevduat verilerinden bir çıkarım yapmak mümkün.

Sene başından beri yabancıların toplam portföylerinde görülen çıkış da Nisan ayında hisse senetleri portföyünün artıya dönmesi ile durmuş görünüyor. Rakamsal olarak ifade edecek olursak, Nisan'da portföy tarafından 0,9 milyar dolara yakın giriş olurken sene başından beri bu yolla gerçekleşen sermaye çıkışı da 2,3 milyar dolara geriledi. Doğrudan Yabancı Yatırımlar tarafından yılın ilk 4 ayında 2,5 milyar dolarlık giriş sağlandı. Bu girişin önemli bir bölümünün 2008 yılından devrolması ve özellikle özelleştirmelerin ciddi hız kesmesi (Milli Piyango ihalesinin iptal edilmesi, Başkent Doğalgaz Dağıtım'ın satışının ardından ödeme konusunda güçlük yaşanması vb.) yılın geri kalanında bu yolla sağlanacak sermaye girişlerinde önemli düşüselere işaret ediyor.

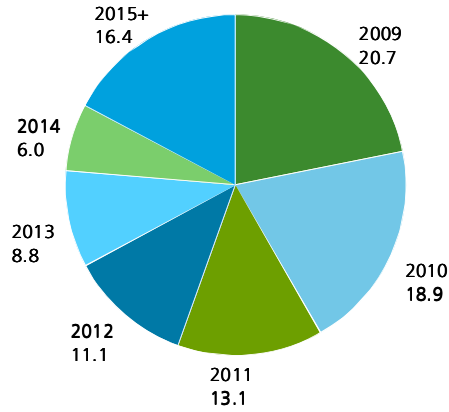
Krizin derinleşmesi ile birlikte ciddi bir kırılma doğuracağı düşünülen bankacılık dışı özel sektör borçlanması, Eylül ayındaki 55 milyar dolara yaklaşan seviyelerinden (12-aylık toplam olarak) Nisan'da 37,6 milyar dolara kadar gerildi. Aralık ayından beri net borç ödeyicisi durumunda olan özel sektörün borç çevirme rasyosunun halen %80 dolaylarında olması, bu durumun beklendiği kadar ciddi bir kırılma kaynağı doğurmadığını gösteriyor (Grafik 5).

Grafik 5 - Özel sektör borç çevirme rasyosu (%)



Raporumuzun yazıldığı tarihte Türkiye'nin 2009 1. çeyrek için dış borç stoku verileri henüz yayınlanmamıştı. Ancak dış borcun asıl sürükleyicisi olan özel sektörün dış borç stokunu, Merkez Bankası tarafından yayınlanan verilerinden (Özel Sektörün Yurtdışından Sağladığı Krediler) takip edebiliyoruz. Bu verilere göre özel sektörün toplam dış borcu 2008 yılı sonundaki 138 milyar dolar seviyelerinden Nisan'da 132 milyar dolara inmiş bulunuyor. Bankacılık kesimini dışarıda tuttuğumuzda ise şirketlerin borcunun aynı dönemde 3,8 milyar dolar azalarak 95 milyar dolara gerilediğini görüyoruz. Yapısal olarak bakıldığında bu borcun önemli bir bölümünün (%50'nin üzerinde) vadesine 2 yıldan fazla bir süre kalmış bulunurken, %70'in üzerindeki bölümünün değişken faizli olması dikkat çekiyor (Grafik 6).

Grafik 6 - Bankacılık dışı özel sektör borçlanmasının vadeye göre dağılımı: Nisan 2009 (milyar \$)



Ek:

Tablolar

Kredi - Mevduat - MB Rezervleri						
				% Değişim		
	12 Haz.	5 Haz.	29 May.	Haftalık	Yılbaşından bugüne	Yıllık
Kredi (milyar TL)	...	276,1	282,8	-2,35	-2,87	5,7
Tüketici Kredileri (milyar TL)	116,9	116,0	115,8	0,77	2,65	12,1
Mevduat (milyar TL)	...	408,7	412,7	-0,96	0,76	18,0
Döviz Mevduat (milyar \$)	...	92,3	94,0	-1,85	2,70	-8,2
Bono (milyar TL)	...	324,9	325,5	-0,17	12,17	19,5
Banka	...	197,9	197,6	0,15	15,20	29,2
Banka Dışı	...	127,1	127,9	-0,67	7,76	7,0
Yurtiçi Yerleşikler	...	98,4	98,7	-0,35	11,84	16,0
Yurtdışı Yerleşikler	...	28,7	29,2	-1,76	-4,22	-15,4
TCMB Rezervleri (milyar \$)	6,71	67,8	67,4	-1,01	-4,26	-8,4
Rezerv Para (milyar TL)	56,5	53,8	58,6	4,86	1,42	22,7

Kaynak: TCMB

GSYİH Büyüme Oranları				
	Q1		Tüm yıl	
	2009	2008	2008	2007
Üretim Yöntemiyle				
Tarım	-2,7	7,9	4,1	-6,7
Sanayi	-17,6	8,8	1,1	5,8
Hizmetler	-9,4	6,4	1,5	6,3
İnşaat	-18,9	-3,1	-7,6	5,7
Harcamalar Yöntemiyle				
İç Talep 1/	-13,7	7,2	3,6	11,7
Özel Nihai Tüketim	-9,2	6,1	0,3	4,6
Kamu Tüketimi	5,7	5,0	1,8	6,5
Gayri Safi Sabit Sermaye Oluşumu	-29,7	9,5	-4,6	5,4
Kamu	24,6	18,3	13,1	6,3
Özel	-35,8	8,6	-7,3	5,3
Stok Değişimi 1/	-7,1	1,2	2,7	2,1
Dış Talep 1/	7,0	-1,1	-1,4	-1,1
Mal ve Hizmet İhracatı	-11,3	13,3	2,6	7,3
Mal ve Hizmet İthalatı	-31,9	14,9	-3,1	10,7
Gayri Safi Yurtiçi Hasıla	-13,8	7,3	1,1	4,7
Memo:				
GSYİH (milyar YTL, 4 çeyreklik toplam)	...	...	950	843
GSYİH (milyar \$, 4 çeyreklik toplam)	...	...	730	647

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

İşgücü ve İstihdam: 2008-2009 (1000 kişi)				
	Mar 09	Mar 08	Fark	2008
Kurumsal Olmayan Sivil Nüfus	70.299	69.479	820	69.724
15 Yaş ve Üstü Nüfus	51.426	50.564	862	50.772
İş Gücü	23.924	22.921	1003	23.805
İstihdam	20.148	20.389	-241	21.194
Tarım	4.572	4.498	74	5.016
Sanayi	3.994	4.403	-409	4.441
İnşaat	1.062	1.101	-39	1.241
Hizmet	10.520	10.386	134	10.495
İşsiz	3.776	2.532	1244	2.611
Kent	2.941	1.986	955	2.053
Kır	835	545	290	558
Diğer	27.501	27.643	-142	26.967
sak: İş aramayıp iş başı yapmaya hazır 1/	2.345	2.101	244	1.850
İşgücüne Katılım Oranı (%)	46,5	45,3	1,2	46,9
İşsizlik Oranı (%)	15,8	11,0	4,8	11,0
Kent	18,0	12,7	5,3	12,8
Kır	11,0	7,5	3,5	7,2
Memo:				
Tarım dışı işsizlik (%)	18,9	13,4	5,5	13,6
Kaynak: TUIK; GlobalSource.				
1/ İş arayıp son 3 ayda iş bulamayanları da içerir.				

Enflasyon: Mayıs 2009 (yüzde)					
	Aylık		12 Aylık		Yılbaşından Bugüne
	May 09	May 08	May 09	Nis 09	
TÜFE	0,64	1,49	5,24	6,13	1,71
Yiyecek ve Alkolsüz İçecek	0,19	0,25	7,63	7,70	5,28
Tütün ve Alkollü İçecek	0,04	0,01	7,15	7,11	7,08
Giyim ve Ayakkabı	11,46	11,99	-0,78	-0,31	7,22
Konut	-1,91	0,41	11,79	14,44	-3,34
sak: Kira	0,40	0,85	9,49	9,98	2,26
Ev Eşyası	-0,19	2,10	-0,59	1,70	-5,14
Sağlık	0,17	0,06	4,26	4,14	2,65
Ulaştırma	0,79	1,57	-5,15	-4,42	-0,68
sak: Kişisel Ulaştırma Araçlarının İşletimi	0,98	2,34	-10,02	-8,81	4,15
İletişim	0,17	-0,04	3,58	3,36	-0,50
Eğlence ve Kültür	-0,28	1,58	7,64	9,65	2,31
Eğitim	0,70	0,91	6,40	6,62	0,55
Lokanta ve Oteller	0,40	1,66	9,23	10,60	2,71
Çeşitli Mal ve Hizmetler	0,35	-0,82	10,79	9,50	5,80
ÜFE	-0,05	2,12	-2,46	-0,35	2,30
Tarım	3,70	3,49	-1,62	-1,82	9,30
Maden ve taşocakçılığı	0,37	2,66	8,74	11,23	3,78
İmalat Sanayi	-0,07	1,87	-5,00	-3,15	0,91
Elektrik, Gaz ve Su	-10,10	0,60	23,36	38,04	-1,60
Kaynak: TUIK, GlobalSource					

Merkezi Yönetim Bütçesi: 2008 - 2009

	May		Reel Büyüme (%)	Oca-May		Reel Büyüme (%)	2009 Bütçesi (Program)	GSYİH'ya oran olarak (Program)
	2009	2008		2009	2008			
Merkezi Yönetim Gelirleri	<u>18,9</u>	<u>19,2</u>	-6,7	<u>86,2</u>	<u>84,0</u>	-4,3	<u>248,8</u>	34,7
Genel Bütçe Gelirler	<u>18,4</u>	<u>18,9</u>	-7,1	<u>83,3</u>	<u>81,3</u>	-4,5	...	...
Vergi Geliri	<u>15,3</u>	<u>16,9</u>	-14,1	<u>66,2</u>	<u>70,1</u>	-11,9	<u>202,1</u>	32,8
Gelir Üzerinden Alınan Vergiler	6,7	7,3	-12,7	23,5	23,7	-7,6	65,4	35,9
Mal ve Hizmet Üzerinden Alınan Vergiler	5,5	5,5	-3,8	27,3	26,7	-4,6	...	...
sak: KDV	1,4	1,3	2,4	7,9	7,1	3,7	20,0	39,4
ÖTV	3,4	3,4	-6,7	15,6	16,1	-9,6	49,4	31,6
Dış Ticaretten Alınan Vergiler	2,1	3,2	-35,9	9,6	14,0	-35,8	...	...
Vergi Dışı Gelirler	3,6	2,3	47,2	20,0	13,9	34,0	46,7	42,8
Giderler	<u>19,5</u>	<u>15,8</u>	<u>16,9</u>	<u>106,9</u>	<u>86,0</u>	15,8	<u>259,2</u>	41,2
Faiz-Dışı Giderler	14,5	14,1	-2,7	80,8	66,4	13,4	201,6	40,1
o/w: Personel	5,1	4,5	8,8	26,7	23,1	7,7	57,2	46,6
Yatırım	0,8	1,0	-28,7	3,7	3,0	16,7	14,8	25,0
Cari Transferler	6,2	6,2	-4,1	37,5	29,9	16,8	88,0	42,6
Sosyal Güvenlik	3,3	3,4	-5,8	21,1	15,8	-7,6	21,4	98,8
Yerel İdare Payları	1,3	1,1	5,7	6,4	5,7	3,3	19,9	31,9
Faiz Giderleri	5,0	1,7	182,0	26,1	19,6	24,2	57,6	45,3
Bütçe Dengesi	-0,6	3,4	...	-20,7	-2,1	...	-10,4	198,9
Faiz Dışı Denge	4,4	5,1	...	5,4	17,5	...	47,2	11,5

Kaynak: Maliye Bakanlığı, Global Source.

Kamu Net Borç Stoku (milyar YTL)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Toplam Kamu Borç Stoku (Brüt)	297,3	332,6	350,8	365,6	375,5	411,7
İç Borç Stoku	201,7	234,7	259,8	268,2	284,5	299,6
Merkezi Hükümet	194,4	224,5	244,8	251,5	266,5	274,8
GSYİH'ye oran olarak	42,7	40,2	37,7	33,2	30,6	28,9
Dış Borç	95,6	97,9	91,0	97,3	91,0	112,1
Merkezi Hükümet	88,4	92,0	86,7	93,6	86,6	105,5
GSYİH'ye oran olarak	19,4	16,5	13,4	12,3	9,9	11,1
Eksi: Merkez Bankası Net Varlıkları	24,7	27,9	30,8	45,7	50,0	60,4
Kamu Mevduatı	13,0	17,2	32,2	38,2	46,0	41,5
İşsizlik Sigortası Fonu Net Varlıkları	8,9	13,3	18,0	23,7	32,8	38,4
Toplam Net Kamu Borcu	250,6	274,2	269,7	257,9	246,8	271,5
GSYİH'ye oran olarak	55,1	49,0	41,6	34,0	28,3	28,6
Net İç Borç Stoku	172,3	199,3	228,2	227,7	237,1	252,2
GSYİH'ye oran olarak	37,9	35,7	35,2	30,0	27,2	26,5
Net Dış Borç Stoku	78,3	74,9	41,5	30,2	9,7	19,3
GSYİH'ye oran olarak	17,2	13,4	6,4	4,0	1,1	2,0

Kaynak: Hazine, Globalsource.

Cari Denge (milyon \$)						
	Nis		Oca - Nis		12 Aylık Toplam	
	2009	2008	2009	2008	Nis	Mar
Cari açık	-1.239	-5.179	-2.659	-17.473	-26.711	-30.651
Enerji Dışı 1/	440	-1.584	5.394	-4.545	9.163	7.139
Dış Ticaret Dengesi	-1.466	-5.049	-2.662	-17.182	-38.547	-42.130
İhracat	8.152	12.018	34.281	47.198	127.858	131.724
%	-32,2	33,2	-27,4	39,0	-0,6	4,9
İthalat	-9.618	-17.067	-36.943	-64.380	-166.405	-173.854
%	-43,6	37,6	-42,6	39,2	-7,6	-0,9
Hizmetler (net)	727	408	1.846	1.683	17.675	17.356
Turizm (net)	881	756	2.451	2.727	18.169	18.044
%	16,5	16,0	-10,1	27,3	14,9	14,9
Gelir (net)	-604	-648	-2.443	-2.573	-7.846	-7.890
Faiz Harcamaları	-653	-626	-2.559	-2.604	-8.476	-8.449
Cari Transfer	104	110	600	599	2.007	2.013
Memo 2/						
Dış Ticaret Dengesi	-2.543	-6.525	-6.835	-22.567	-54.227	-58.210
Enerji 3/	-1.679	-3.595	-8.052,53	-12.928,13	-35.874	-37.790
Enerji Dışı	-865	-2.930	1.217,42	-9.638,46	-18.353	-20.419
Kaynak: TCMB, Globals						
1/ Enerji açığı (TURKSTAT tanımlı) hariç cari açık						
2/ TUIK tanımlı						
3/ STIC tanımlı; ham petrol, petrol ürünleri ve doğalgaz içerir.						

Dış Borçun Yapısı (milyar \$)					
	2004	2005	2006	2007	2008
Toplam Borç Stoku	<u>160,9</u>	<u>169,5</u>	<u>207,3</u>	<u>249,0</u>	<u>276,8</u>
Kısa Vadeli	<u>32,2</u>	<u>38,3</u>	<u>42,6</u>	<u>43,2</u>	<u>50,7</u>
Kamu Sektörü	1,8	2,1	1,8	2,2	3,2
TCMB	3,3	2,8	2,6	2,3	1,9
Özel Sektör	27,1	33,4	38,3	38,7	45,6
Finans	13,1	17,2	20,7	16,6	21,9
Finans Dışı	14,0	16,2	17,6	22,2	23,7
Orta ve Uzun Vadeli	<u>128,7</u>	<u>131,2</u>	<u>164,7</u>	<u>205,8</u>	<u>226,1</u>
Kamu	73,8	68,3	69,8	71,3	74,9
TCMB	18,1	12,7	13,1	13,5	11,7
Özel Sektör	36,8	50,3	81,7	120,9	139,5
Finans	8,5	15,9	28,3	41,7	40,9
Finans Dışı	28,2	34,4	53,4	79,2	98,7
GSYİH'ya oran olarak					
Dış Borç Stoku	<u>38,6</u>	<u>35,1</u>	<u>38,5</u>	<u>34,3</u>	<u>44,4</u>
Kısa Vadeli	7,7	7,9	7,9	6,0	8,1
Orta ve Uzun Vadeli	30,8	27,2	30,6	28,4	36,3
Kamu	23,3	17,8	16,2	12,3	14,7
Özel Sektör	15,3	17,3	22,3	22,0	29,7
Kaynak: Hazine, Globalsource.					

Sermaye Hesabı (milyon \$)						
	Nis		Oca - Nis		12 Aylık Toplam	
	2009	2008	2009	2008	Nis	Mar
Cari açık	-1.239	-5.179	-2.659	-17.473	-26.711	-30.651
Sermaye Hesabı	<u>-1.287</u>	<u>4.478</u>	<u>-7.059</u>	<u>16.204</u>	<u>12.748</u>	<u>18.513</u>
Doğrudan Yabancı Yatırım	653	652	2.548	4.152	14.009	14.008
Portföy Yatırımı	875	-2.135	-2.334	-3.451	-3.929	-6.939
Hisse Senedi	841	127	403	-580	1.699	985
Borç Senetleri 1/	-273	-2.149	-1.916	-2.264	-4.138	-6.014
Yurtiçi	-273	-2.149	-2.916	-1.398	-6.591	-8.467
Diğer Yatırımlar	<u>-2.815</u>	<u>5.961</u>	<u>-7.273</u>	<u>15.503</u>	<u>2.668</u>	<u>11.444</u>
Varlıklar	-264	637	221	46	-7.199	-6.298
Yükümlülükler	<u>-2.551</u>	<u>5.324</u>	<u>-7.494</u>	<u>15.457</u>	<u>9.867</u>	<u>17.742</u>
Kısa Vadeli	-343	1.645	-2.463	2.605	-719	1.269
Uzun Vadeli	-1.887	2.388	-4.786	10.807	5.578	9.853
Banka Dışı Özel Sektör	-467	2.053	-2.442	9.369	11.096	13.616
IMF Kredileri	0	-70	-680	-563	1.584	1.514
Diğer	-321	1.361	435	2.608	3.424	5.106
Net Hata Noksan	-145	-184	5.865	443	9.879	9.840
Rezerv Varlıklar 2/	2.671	885	3.853	826	4.084	2.298
Memo						
Borç 3/	<u>-2.781</u>	<u>3.699</u>	<u>-10.010</u>	<u>12.632</u>	<u>-2.960</u>	<u>3.520</u>
Kamu	-563	-2.492	-2.986	-3.908	-4.613	-6.542
Özel	-2.261	5.667	-6.424	17.101	10.342	18.270
Varlıklar	43	524	-600	-561	-8.689	-8.208
Borçlanma Dışı (net) 4/	1.349	595	8.816	4.015	25.587	24.833
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.						

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
www.verginet.net
www.denetimnet.net
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 165.000 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, işverne 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.