



2012'ye girerken...
20 soruda dünya ve Türkiye
ekonomisinde son gelişmeler

Önsöz



Hüseyin Gürer

Yönetici Ortak
Deloitte Türkiye

Yılın son Ekonomik Görünüm raporu yine çok çalkantılı bir döneme denk geldi. Avrupa'da kamu borç krizi hızla derinleşirken, dünya ekonomisinde yeni bir resesyon beklentisi kuvvetlenmeye başlamıştı. Türkiye tarafında ise güçlü bir büyüme, sağlıklı bir bankacılık sektörü ve hatırı sayılır bir bütçe performansı gibi olumlu unsurların yanında, yüksek seyreden cari açık ve enflasyon önemli kırılganlık unsurlarını oluşturuyordu.

Bu değişken ortama ışık tutabilmesi amacıyla, bu raporumuzu soru-cevap formatında yayınlamayı uygun gördük; kendimize dünya ve Türkiye ekonomisinde son dönem gelişmeleri üstüne sıkça karşılaştığımız bazı soruları sorduk, bunlara kısa kısa cevaplar vermeye çalıştık.

Deloitte olarak danışmanımız tarafından hazırlanmış bu çalışmayı yararlı bulmanızı dileriz.

İçindekiler

20 Soru'da Dünya ve Türkiye Ekonomisinde Son Gelişmeler	1
1. Dünya ekonomisinde büyüme beklentileri ne durumda?	1
2. Piyasalar neden bu kadar çalkantılı?	2
3. Euro bölgesinde (EB) temel sorunlar neler?	3
4. Neler yapılması gerekiyor? Önümüzde ne gibi senaryolar var?	4
5. Yunanistan özellikle sıkıntılı durumda gözüküyor; bu ülkenin 'teknik olarak iflas etmiş olduğundan' bahsediliyor; bu ne demek? Bu ülkenin ileriye yönelik opsiyonları neler?	5
6. AB dışında dünya ekonomisi ne durumda?	6
7. Tekrar bir global resesyon ihtimali nedir? Engellenmesi için ne yapılmalı?	8
8. Bu resim bizi euro/dolar paritesinde nereye götürür? Doların rezerv para statüsünde kısa vadede bir değişim beklenmeli mi?	9
9. Emtia fiyatlarında son düşüşler nasıl yorumlanmalı? Önümüzdeki dönemde petrol fiyatı ne olur?	10
10. Avrupa krizi Türkiye ekonomisini nasıl etkiler?	11

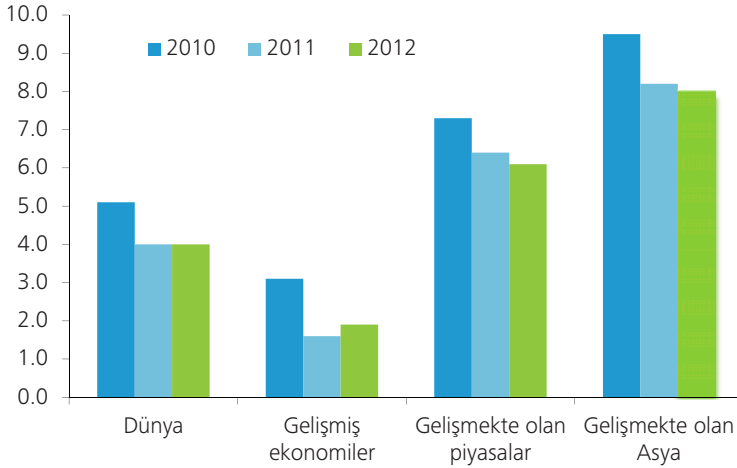


11. Son verilere göre Türkiye’de büyüme ne durumda, görünüm nasıl?	12
12. Cari açık ne düzeylerde seyrediyor?	14
13. Cari açığın finansman ‘kalitesi’ düştü diyorlar; bundan ne kastediliyor?	15
14. ‘Hata ve Noksan’ neden kaynaklanıyor?	16
15. Lira daha fazla değer kaybeder mi?	17
16. Faizlerde son dönemde ciddi bir yükseliş oldu, neden?	18
17. Para politikası son dönemde çok tartışılıyor. Neler oluyor?	19
18. Enflasyon neden yükseliyor? Önümüzdeki senenin hedefi tutar mı?	20
19. Türkiye ekonomisinde bankacılık sektörünün ve mali politikaların güçlü olduğu söyleniyor; son gelişmelerle ilgili neler söylenebilir?	22
20. Hükümetin Orta Vadeli Program’ı önümüzdeki süreçte nasıl bir Türkiye ekonomisi öngörüyor? Not artırımını gelir mi?	24
Ek tablolar	26

20 soruda dünya ve Türkiye ekonomisinde son gelişmeler¹

1. Dünya ekonomisinde büyüme beklentileri ne durumda?

Grafik 1 - Dünya Ekonomisi Büyüme Görünümü: IMF Eylül 2011 (yüzde değişim)



2008 yılı sonunda Lehman Brothers'ın iflasıyla derinleşen global krizin ardından, dünya ekonomisi 2010 yılından başlayarak güçlü bir iyileşme gösterdi. IMF'nin en son Eylül ayında yayınladığı Dünya Ekonomik Görünüm Raporuna göre dünya ekonomisinin 2010 yılındaki %5,1 büyümesinin ardından, 2011 yılını da %4 düzeyinde kapatacağı; 2012 yılında da yine aynı oranda (%4) bir büyüme hızına erişeceği tahmin ediliyor (Grafik 1).

Ancak bu yılbaşında Japonya depremi ve emtia fiyatlarında sert artışlarla teklemeye başlayan iyileşme, Avrupa Borç Krizi'nin derinleşmesiyle iyice ivme kaybetti. Hatta şu aralar ikinci bir resesyon ihtimalinin oldukça yükseldiği görüşü hakim.

Hatırlatmak gerekirse IMF senaryolarında AB borç krizinin kontrolden çıkmayacağı varsayımı var, ancak son aylarda yaşananlar bunun ne kadar hassas bir varsayım olduğunu teyid etti. Sonuçta, piyasalar ve buna bağlı olarak dünya ekonomisinin geleceği yine müthiş sıkıntılı bir dönemden geçiyor. IMF'nin Aralık güncellemesinde bu rakamların aşağı yönlü revize edilmesi çok şaşırtıcı olmayacak. Nitekim OECD Kasım ayında yayınladığı raporunda 34 üye ülke için ortalama büyüme beklentisini %2,3'den %1,6'ya indirdi; Avrupa'da ise büyüme beklentisi sifıra yakın.

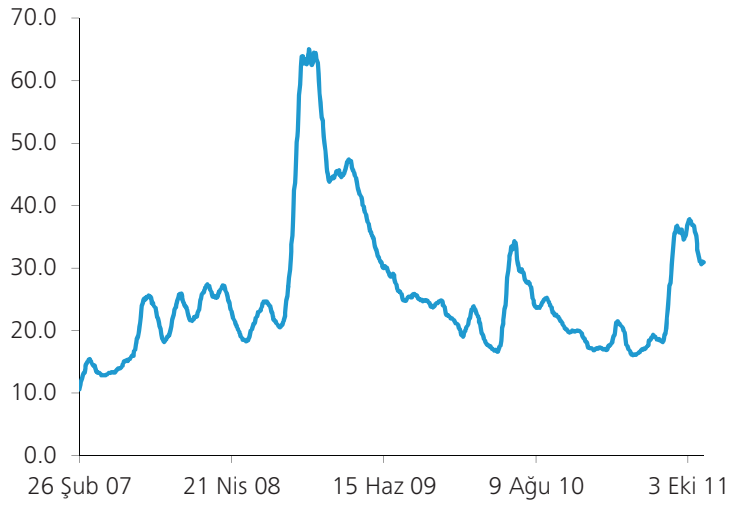
¹ Bu raporda Kasım ortasına kadar elimizde olan veri ve bilgiler kullanılmıştır.

2. Piyasalar neden bu kadar çalkantılı?

Avrupa'da kamu borç krizi derinleştikçe ve bu borcun ödenmeme riski arttıkça, borcu tutan Avrupa bankalarının durumu da belirsizleşiyor. Bankalar arasında ise karşılıklı güven sorunu başlıyor. Kısaca korkulan bir "Lehman-2" durumu; 2008 sonbaharında finansal sistemi kilitleyen ve ardından dünya ekonomisini resesyona iten Lehman Brothers iflasına benzer bir olayın tekrarı: Likiditenin tamamen kaybolması, sağlam bankalar ve ülkeler dahil sistemin kilitlenmesi hali. Henüz bu noktada değiliz ama risk algılamasını gösteren endeksler, örneğin VIX volatilité endeksi, son haftalarda Lehman'dan beri en yüksek seviyeleri gördü (Grafik 2).

Tabi ki, karar alıcılar gereken müdahalelerde geciktikçe, panik havası büyüyor. En sıkıntılı durumlardan biri İtalya'da yaşanıyor; İtalyan tahvilleri Alman bonolarının üstüne yaklaşık 500 puanlık –Euro tarihinde görülmemiş– bir primle işlem görüyor.

Grafik 2 - CBOE Volatilité Endeksi (20 günlük hareketli ortalama)



3. Euro bölgesinde (EB) temel sorunlar neler?

Şu andaki en acil problem "bulaşıcılık" (contagion). Yunanistan'la başlayan sorun, faiz oranlarına baktığımızda İtalya ve İspanya'ya sıçramış durumda, sırada Fransa'nın olduğu konuşuluyor; Kasım sonunda Almanya'da bir bono ihalesine oldukça zayıf bir talep geldi. Tüm kurumlar ve ülkeler olumsuz etkilenmiş vaziyette, bunun acilen önüne geçmek gerekiyor.

Daha uzun vadeli baktığımızda ise EB'de iki yapısal sorun var. Birincisi birçok ülkede kamu sektörünün borcu çok yüksek. Krizden doğan özel sektör kayıpları ve resesyon, bütçe açıklarına, dolayısıyla kamu borcunda yüksek artışlara yol açtı. Büyüme görünümü zayıf, borçlanma faizleri ise çok yüksek. Bu, "borç tuzağı" denen bir kısır döngü yaratıyor. Borçlu ülke büyüyemeyince, hem borçlanmakta hem de kemer sıkmakta zorlanıyor. Bunların sonucunda risk primi arttığı için, borçlanma faizleri yükseliyor.

Bütün bunların ardında basit bir "borç sürdürülebilirliği denklemi" var; kabaca ülkenin reel faizi ile büyüme oranı arasındaki marjı, borcun milli gelire oranı ile çarpıyoruz. Bunun faiz ödemeleri hariç tutulduğunda bütçe dengesinden düşük olması bekleniyor. Aksi takdirde kamu borcunun Gayri Safi Yurtiçi Hasıla'ya (GSYH) oranı artmaya devam ediyor, bu da sürdürülemez bir duruma işaret ediyor. Denklem doğru çalışması için faizin düşük, büyümenin güçlü olması ve kemer sıkamak –yani bütçeyi disiplin altına almak– gerekiyor.

İkinci sorun, ülkeler arasında "ödemeler dengesi" tarafında dengesizlik bulunuyor. Başta Almanya gibi cari dengede fazla veren (yani kabaca; yaptığı mal, servis ve gelir ihracatının ithalatı geçtiği) sayılı ülke var; diğerleri ise açık veriyor. Hatırlayacak olursak cari açık bir ülkenin tasarruf-yatırım açığından başka bir şey değil ve finanse edilmesi gerekiyor. Cari açık veya tasarruf açığı ağırlıklı olarak kamu sektöründen yani bütçe açıklarından kaynaklanacağı gibi (mesela Yunanistan), özel sektörden de kaynaklanabiliyor (mesela İspanya). Bu durum kronikleşmişse, genelde ardında toplam harcamaların/iç talebin yüksek olması ve/veya rekabetçi bir ekonomi olamamak yatıyor. Rekabetçi bir ekonomi olmamak özellikle "Para Birliği" olduğunda sorun yaratıyor, çünkü kur serbest değil. Bu durumda kuru devalüe etmek bir opsiyon olmadığı için, ücretleri kontrol etmek, üretkenliği arttırmak tek çare oluyor; bu ise siyaseten çok sancılı bir süreç.

4. Neler yapılması gerekiyor? Önümüzde ne gibi senaryolar var?

Bu gibi durumlarda genellikle sorunlu ülkelerin kemer sıkamak ile finansman bulmak arasında doğru bir dengeyi yakalaması beklenir. Sonuçta bu noktaya gelirlerden daha fazla harcadığı için geliniyor. Bunu bir anda düzeltmek siyaseten mümkün olmadığı gibi aşırı kemer sıkamak büyümeyi olumsuz etkiliyor. Dolayısıyla bir müddet finansman sağlanarak ülkenin piyasaya bağımlılığının azaltılması (veya bir müddet için tamamen piyasalardan çekilmesi) ve bu süre zarfında reformlarla ülkenin kendi ayaklarının üzerinde durmayı öğrenmesi gerekiyor. Söz konusu 1-2 ülke olunca IMF'ye başvurmak ve/veya EFSF adlı fondan kaynak aktarmak mümkün. Hatırlanacağı gibi EFSF, EB'yi oluşturan 17 ülkenin büyüklüklerine göre katkılarıyla, geçen yıl Mayıs ayında oluşturduğu bir fon ve bu fondan şu ana kadar Yunanistan, İrlanda ve Portekiz yararlandı. Ama fonun şu andaki büyüklüğü İtalya ve İspanya gibi ülkelerin de sıkıntıya düştüğü –ve piyasadan bir müddet çekilmesinin gerektiği– bir senaryoda tamamen yetersiz.

Dolayısıyla sıkıntıda olan ülkeler arttığında ve finansman gereği büyüdüğünde olay farklı bir boyuta sığıyor. Şu anda gelinen durumda kısa vadede Avrupa Merkez Bankası'nın (AMB) ülke tahvillerini sınırsız alması, orta vadede ise Avrupa'nın bir mali ve siyasi birlik olmaya doğru hızla ilerlemesi gerekiyor. Geçiş döneminde de EFSF'in kaynaklarının artırılması ve ortak Eurobond ihraç edilmesi gibi önlemler gerekiyor. Ama bu politik olarak hiç kolay değil; ayrıca bu çözümler arasında etkileşim var. Mesela AMB siyasi irade görmeden tahvil alımına soyunmak istemiyor; bunda 'ahlaki risk' (moral hazard) görmenin yanında ('ben piyasaları fonlarsam ülkeler mali disiplin uygulamaz' riski), bir noktada enflasyonun da hortlamasından korkuyor. Ama AMB'nin oyuna girmesi geciktikçe maliyet artıyor ve sorunun mali boyutu işin içinden çıkılmaz hale geliyor.

İleriye yönelik ne olacağı konusunda birkaç senaryodan bahsedilebilir. Bir senaryo, bazı çevre ülkelerin euro'dan çıkması, ancak kalan ülkelerin ortak para birimi kullanmaya devam etmesi üzerine kuruluyor. Bu durumda Almanya ve Fransa mali birliğe öncülük ediyor, ama İtalya dahil diğer birçok "çevre" tabir edilen ülke (başta Yunanistan, Portekiz vs olmak üzere) euro'dan çıkıyor kendileri bir alternatif para birliği oluşturuyor.

İkinci bir senaryoya göre ise, bir noktada aşırı "monetizasyon"un ve dolayısıyla da enflasyonun kabul edilemez bir tehdit olduğunu fark eden Almanya ile birlikte 1-2 ülke daha (mesela Hollanda) euro'yu terk etmeyi tercih ediyor. Bu durumda iki alt senaryo var: Biri, kalan ülkelerin de euro'dan çıkması ve kendi para birimlerine geri dönmesi. Bunun sonucu olarak euro'nun döviz piyasalarındaki varlığı sona eriyor. Daha az olası görünen bir ikinci alt senaryo ise, "Alman grubu" dışında kalan ülkelerin para birimi olarak euro'da kalmaya devam etmesi.

Üçüncü ve en olumlu senaryo ise, Almanya ve Fransa'nın sağlam bir mali birliğe yönelmesi, çevre ülkelerde mali hedeflerin tutturulması ve AMB'nin çevre tahvil piyasalarına finansal destek sağlayarak, ara likidite ihtiyaçlarının finanse edilmesi konusunda bu ülkelere yardım etmesi. Şüphesiz euro açısından en olumlu senaryo bu; nitekim şu anda piyasalar 9 Aralık'ta yapılacak AB Liderler Zirvesi'nde buna benzer adımlar atılacağına dair çok umutlu.

5. Yunanistan özellikle sıkıntılı durumda gözüküyor; bu ülkenin 'teknik olarak iflas etmiş olduğundan' bahsediliyor; bu ne demek? Bu ülkenin ileriye yönelik opsiyonları neler?

Yunanistan'ın teknik iflası veya borcunun sürdürülemez olmasından kastedilen, yukarıda değindiğimiz denklemin doğru yönde çalışmasının pek mümkün olmaması durumu. Yunanistan'ın borcu çok yüksek (GSYH'ye oranla %165'ler düzeyinde), büyüme eksi, bütçe açığı GSYH'ye oranla %8-%9 civarında, tüm borçlanmasını AB/IMF'den yaptığı için faiz şu anda makul düzeylerde ama piyasadan borçlandığında makul bir faiz ödemesi mümkün değil. Sonuçta bir noktada Yunanistan'ın kamu borcunun hemen hemen tamamının silinmesi kaçınılmaz gözüküyor. Ama kemer sıkılamadıkça ve büyüme artıya geçmedikçe bu da sorunu çözmiyor, çünkü borç yeniden artmaya başlıyor.

Yunanistan ne yapmalı konusunda gözlemciler ikiye ayrılmış durumda: AB'den çıkmasın ama euro'dan çıksın; bu şekilde kuru zayıflatıp rekabet kazansın diyenlerle, euro'dan çıkmasının hem bölge geneli (çünkü olumsuz örnek oluşturmuş oluyor) hem kendisi için (rekabet kazanmak yerine hızla artan enflasyona mahkum olma riski) felaket olacağını söyleyenler var.



6. AB dışında dünya ekonomisi ne durumda?

Bilindiği gibi diğer gelişmiş ekonomilerde (GE) de durum parlak değil. Yılın başlarında yaşanan doğal felaket bir yana, Japonya zaten uzun zamandır büyüme sorunları yaşıyor. Umut noktası yine ABD ekonomisi, ama orada da krize giden süreçte aşırı borçlanıldı. Bu borç halen hanehalkları, kamu ve banka bilançolarında gömülü ve ileriye yönelik büyüme görünümünü olumsuz etkiliyor. Çünkü borçlu olanın yeni borç almak yerine, tüketimden kısım borcunu ödemeye çalışması, borcunu azaltması gerekiyor ("deleveraging" meselesi kabaca bu). Şirketler kesimi kuvvetli, benzer şekilde bazı bankalar da; ama bunlar da nakit tutmayı tercih ediyorlar. Sonuçta yatırım yapılmıyor, fazla kredi verilmiyor.

Ayrıca ABD'de de kamu sektörü EB'de olduğu gibi oldukça borçlu. Bu sene örneğin GSYH'ye oranla bütçe açığının %10'a yakın olması bekleniyor, kamu borcunun ise %100'e ulaşması. Nitekim S&P çözüm konusunda ABD'deki siyasi kilitlenmeyi de göz önünde bulundurup, geçen Ağustos ayında bir ilke imza attı ve ABD'nin AAA olan notunu AA+'ya indirdi.

Öte yandan ABD'de borç krizi EB'deki kadar akut değil, çünkü ABD nihayetinde daha iyi çalışan bir "Parasal Birlik". Arkasında tek siyasi otorite var, dolayısıyla parasal birlik olmanın yanında aynı zamanda bir mali birlik. ABD'de federal düzeyde gerçekleşen açık finansmanı, mevduat koruma gibi faaliyetler, EB'de ulusal düzeylerde gerçekleşiyor, yani daha sorunlu. Ayrıca Alman Bundesbank'ın mirasçısı olan AMB, Fed'e göre çok daha sıkı ve temkinli bir kurum ve işlevleri çok daha sınırlı. Ülkelerin birbirlerine karşı konumları çok farklı ve EB, ABD'nin federatif yapısında olmayan birçok soruna sahip. Ayrıca ABD ekonomisi, AB'ye göre daha esnek ve rekabetçi bir ekonomi.

Yine de, dünyanın en büyük ekonomisinde de kısa vadede büyüme görünümü oldukça zayıf, işsizlik oranı çok yüksek (%9 civarında) ve son gelişmelerden de gördüğümüz gibi ülkenin bir siyasi çıkmazda olması, "kısa vadede mali teşvik-uzun vadede güvenilir bir bütçe planlaması" tarzı yapıcı bir denge kurulmasını engelliyor.

Gelişmekte Olan Ekonomiler (GOE) tarafında durum daha cesaret verici. Genelde kamu kesimi bilançoları ve bankacılık sistemleri kuvvetli, büyüme görünümü olumlu ama orada da farklı bölgeler var. Örneğin IMF Dünya Ekonomik Görünüm Raporu'na göre 2011 için GOE'in toplamda %6,4 gibi bir büyüme kaydetmesi ve 2012'de ise bu rakamın hafif düşmesi (%6,1) bekleniyor. Düşüş ağırlıklı olarak EB'ye yakın Orta ve Doğu Avrupa bölgesinden kaynaklanırken, her zamanki gibi parlak nokta Çin ve daha genelinde Asya: Asya'nın 2011 ve 2012'de sırasıyla %8,2 ve %8 büyüyeceği öngörülmüyor.

Ama bu ülkelerde de bazı sorunlar var. Çin’de finans ve konut sektöründe sıkıntılar endişe kaynağı olmaya devam ediyor. Global kriz sırasında yüksek oranda teşvik/destek verildi, bu bankacılık sektöründe kırılganlıkları ve “sert iniş” olasılığını arttırdı. Konut piyasalarında oluşabilecek bir fiyat düşüşü riski, emlak firmaları için potansiyel bir likidite sorunu yaratırken, özellikle inşaat sektöründeki birçok firma için ise iflas olasılığını gündeme getiriyor.

Öte yandan hükümet 2009’dan beri gündemde olan konut balonunu önlemek için fiyatlardaki düşüğe fazla müdahale etmese de, daha yüksek fiyat düşüşlerinin finans sistemini ve ekonomiyi tehdit etme riski bulunuyor. Ek olarak, GE’lerdeki büyüme sorunu nedeniyle ihracatta durgunlaşma eğilimi gözleniyor. Ekonomik canlanma döneminde aşırı kredi genişlemesi, resmi bankacılıkta reel faizlerin çok düşük ya da negatif olması, bilanço dışı finansal aracılığı teşvik ediyor. Bu açmazın çözümü için finansal liberalleşme gerekiyor belki, ama bunun nasıl yapılacağı ülke içinde yoğun bir tartışma konusu.

Özetlersek, GE’ler sıkıntıda, GOE’ler ise şu an için nispeten bir umut noktası teşkil ediyor. Ama GOE’lerde de kırılganlıklar artmaya başladı. Çin dikkatle izlenmeli; daha genel olarak GE’lerin resesyona girdiği bir senaryoda GOE’lerin de –ticaret, finans ve beklenti kanallarından– derinden etkileneceğini kabullenmek gerekiyor.



7. Tekrar bir global resesyon ihtimali nedir? Engellenmesi için ne yapılmalı?

Birçok gözlemci son aylarda yeni bir global resesyon ihtimalini %50'lere kadar çıkardı. Bunun engellenmesi özellikle EB tarafından cesur bir siyasi liderlik ve güven ortamının tesisini gerektiriyor. Ayrıca dünya genelinde yerine göre parasal ve mali genişlemenin devam etmesi gerekiyor. Bu konuda G-20 platformları farklı görüş ve menfaatleri uzlaştırmakta zorlanıyor.

Ekonomiye destek tarafında en büyük sorun 2008/09'a oranla fazla manevra alanı olmaması. ABD'de yük mali politika tarafında, çünkü para politikası açısından fazla yapılacak bir şey kalmadı. Politika faizi sıfır düzeyinde, ABD Merkez Bankası ve Fed, iki defa Miktersal Genişleme (Quantitative Easing) denilen operasyonu yaptı. Yani belli tür aktifleri (ipoteğe dayalı menkul kıymet, uzun vadeli Hazine tahvili vb) kalıcı olarak bilançosuna alıp piyasaya karşılığında likidite vererek bilançoğu büyüttü. Piyasalarda er veya geç bir kez daha Miktersal Genişleme olacağı beklentisi var ama şu anda Fed tarafında ekonomi üzerinde çok büyük bir etkisi olup olmayacağı tartışılıyor çünkü ABD ekonomisi "likidite tuzağı" tabir edilen bir durumda: Likidite var ama krediye dönüşmüyor.

Mali tarafta ise yukarıda değindiğimiz gibi hassas bir denge var: kısa vadede mali teşvikin verilmesi –ki düşük seyreden faizler bunu mümkün kılıyor (Grafik 3), ama uzun vadede kararlılıkla açıkların kontrol edileceğine dair bir plan gerekiyor. Ancak siyaset bunun önünde büyük engel teşkil ediyor, Cumhuriyetçiler ve Demokratlar bir plan üzerinde uzlaşmıyor.

EB tarafında ise yapılması gereken açık: krizin derinleşmesi bir şekilde engellenmeli. Mali ve para politikası tarafında biraz ABD'nin aksi bir durum var. Mali tarafta pek hareket alanı yok ama AMB'nin Fed'e göre daha fazla gidecek yolu var –politika faizinin hızla düşürülmesi ve tahvil alımlarını arttırması gibi.

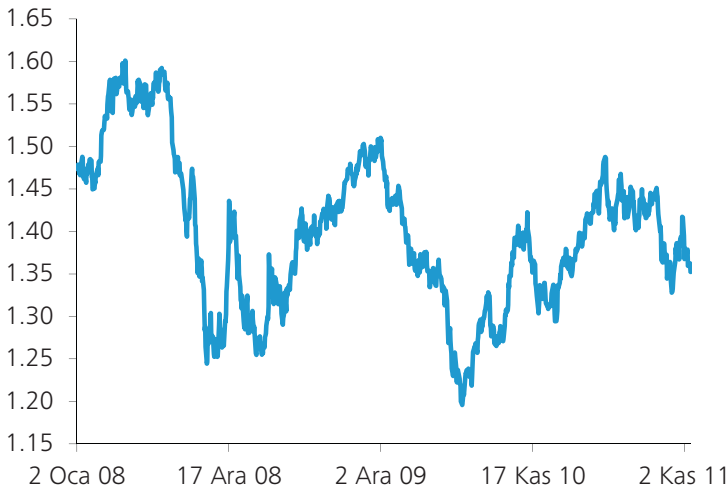
GOE'ler tarafında bölge ve ülkeye göre görüşler farklılık gösteriyor. Bir kesime göre çok fazla destek alanı yok gibi veya yeni desteklerin iyi düşünülmesi gerekiyor; mesela Çin'de enflasyon ve daha önceki genişleyici politikaların yarattığı şişkinlik önemli bir sorun teşkil ediyor. Ayrıca bazı GOE'lerin –kur tarafında yukarı yönlü baskı yaşadığından– para politikasında daha fazla gevsemeye gitmesi zor gözüküyor. Diğer bir kesime göre ise birçok GOE'de enflasyon kontrol altında olduğundan parasal genişlemenin devam etmesi mümkün. Birçok Asya ülkesinde para biriminin dolara karşı değer yitirmesi ekonomik sorun olarak algılanmıyor; aksine, ihracatı teşvik edecek bir mekanizma olarak görülüyor. Sonuç itibarıyla, teşvik/destek politikalarının kurgulanmasında 2008/09'a göre daha zor bir dünyadayız.

Grafik 3 - ABD Faiz Oranları (%)



8. Bu resim bizi euro/dolar paritesinde nereye götürür? Doların rezerv para statüsünde kısa vadede bir değişim beklenmeli mi?

Grafik 4 - €/Ş Paritesi



Genel kanı euro'nun, başta dolar olmak üzere diğer para birimleri karşısında beklenenden daha dirençli bir seyir izlediği yönünde. Yıla kuvvetlenerek başlayan euro, Kasım ortalarında aşağı yukarı sene başındaki 1,30-1,35 bandına geri dönmüştü. En basit anlamda, parite birbirine zıt iki etki altında. Bir yandan ABD'de para politikası EB'ye oranla (AMB'nın bu sene ortasında bırakın faiz indirmeyi yükselttiğini hatırlatalım) daha gevşek; bu "dolar-negatif". Öte yandan, EB'de borç krizi derinleşiyor, bankacılık sistemi büyük baskı altında ve euro'nun geleceği son derece belirsiz. Bunlar da doğal olarak "euro-negatif". Ancak her şeye rağmen euro konusunda umutlar devam ediyor ve zaten fazlasıyla dolar riski almış (yüksek rezerv tutan Merkez Bankaları dahil), bu riski azaltmak isteyen birçok yatırımcı var. Kısaca euro/dolar çapraz kurunun yönünü görmek bir anlamda "daha az çirkin" olan para birimini seçme problemi.

Önümüzdeki süreçte ABD ekonomisinin hızla toparlanma olasılığı zayıf, para politikası gevşek kalacak; ama EB'de de sorunlar devam edecek ve en önemlisi parasal genişleme büyük olasılıkla kaçınılmaz olacak. Bu da euro'yu daha zayıflatacak, diye düşünmek mümkün.

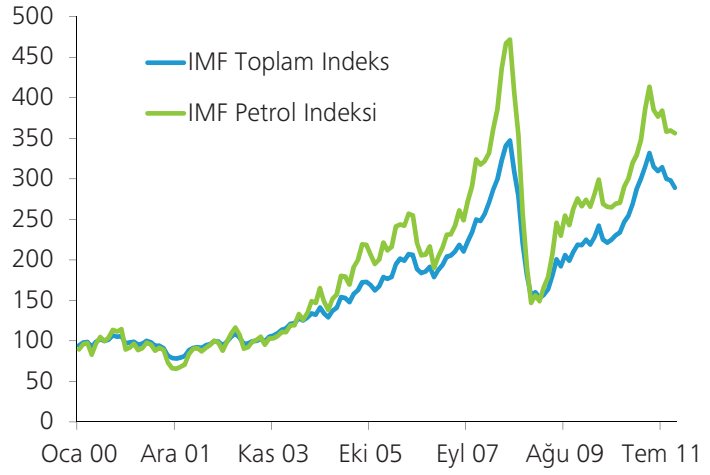
Rezerv para konusuna gelince, doların rakibi olabilecek iki para biriminin de (euro ve yuan) kendine has sorunları var. Euro'nun sorunları malum; yuan'ın da henüz rezerv para olacak finansal serbestlik ve derinliği yok. ABD-Çin Ekonomi ve Güvenlik Komisyonu'nun Kongre'ye sunduğu yıllık raporunda yuan'ın ABD dolarının uluslararası hakimiyeti üzerinde tehdit oluşturduğu söylendi. Ama istatistiklere baktığımızda yuan'ın sınır ötesi ticaretteki kullanımında henüz belirgin bir artış yok. Kısa vadede doların statüsünde çok ani bir değişim beklememek lazım; ama uzun vadede muhtemelen doların hakimiyetinin zayıfladığı ve yerine 2-3 para biriminin eşanlı hükümlanlığından oluşan bir dünyaya doğru gidiyoruz.

9. Emtia fiyatlarında son düşüşler nasıl yorumlanmalı? Önümüzdeki dönemde petrol fiyatı ne olur?

Bu düşüşler dünya ekonomisinin karşı karşıya olduğu resesyon riskini yansıtıyor (Grafik 5). Başka bir ifade ile zaten çok hızlı yükselen fiyatlarda resesyon olasılığının artmasına bağlı olarak bir düzeltme yaşandığını görüyoruz. Ama uzun vadeli trendler açısından çok derin ve uzun bir resesyon –veya bir küresel “buhan”– olmadığı sürece emtia fiyatlarında kalıcı bir gerileme beklemem en doğrusu. Bunun da temel sebebi bazı gözlemcilerin de işaret ettiği gibi basit: Eğer resesyon olursa daha fazla teşvik/daha fazla para basılacak demek; bu emtia fiyatlarını destekleyecek bir gelişme. Alternatif senaryoda yani global büyümenin iyi gitmesi durumunda ise zaten Çin vb. ülkeler talebi beslemeye devam edecek.

Petrol fiyatları biraz daha farklı ama global resesyon ihtimalinin artmasına rağmen varil başına 100 doların altını (Brent) görmedik. Burada genel enerji talebinin güçlü olacağı varsayımı yanında, arz taraflı sıkıntılar da rol oynuyor. Dolayısıyla petrol fiyatlarında da çok hızlı veya belirgin bir yumuşama beklememek daha doğru.

Grafik 5 - Emtia Endeksleri (2000 = 100)



10. Avrupa krizi Türkiye ekonomisini nasıl etkiler?

Bu her şeyden önce krizin boyutuna bağlı. Kriz daha fazla derinleşmeden engellenirse –ki şu aşamada bunun en olası senaryo olduğunu söylemek zor– ekonomi üzerindeki etki sınırlı kalabilir. Nispeten kısa sürecek bir durgunluk dönemi sonrasında risk iştahındaki iyileşmeyle birlikte Türkiye'ye para girişi güçlenir, ekonomi – dış talep zayıf seyretse bile– iç taleple büyür.

Ama derinleşen bir kriz bizi ticaret ve belki de daha önemlisi, kredi kanalıyla vuracaktır. Ticaret tarafında bilindiği gibi Avrupa en önemli ortağımız. Kriz sonrası dönemde Avrupa ülkelerinin toplam ihracatımız içindeki payı %65'lerden, Orta Doğu ve Kuzey Afrika (MENA) bölgesinin ağırlığının artmasıyla, %55'ler civarına düştü. Ancak buna rağmen ihracatımızın yarısından fazlası halen Avrupa'ya yapılmakta. Daha genel anlamda bizim ihracatımız ve genel büyüme oranımızla dünya ekonomisinin büyüme oranı arasında güçlü bir ilişki olduğunu biliyoruz. Sonuçta global ekonomideki ciddi bir zayıflık ticaret kanalından bizi derinden etkiler.

Ama bulunduğumuz konjonktürde daha da önemli olan finansman/kredi kanalı. Bizim dış borcumuzun büyük kısmı Avrupa bankalarına. Örneğin Eylül sonu itibarıyla özel sektörün yaklaşık 125 milyar dolarlık orta ve uzun vadeli borcu var, bunun 90 milyara yakın kısmı Avrupa'da yerleşik bankalara. Her ne kadar bu borcun bir kısmı yurtiçindeki bankaların Avrupa'daki şubelerine vs. karşı yükümlülüklerinden oluşuyor olsa da, EB'de kriz derinleşir, Avrupa bankacılık sistemi 'deleveraging'e – yani sermaye kuvvetlendirmek için bilanço küçültmeye – zorlanırsa bizim finansman olanaklarımız kısılacak demektir. Bizim yumuşak karnımız, hepimizin bildiği gibi cari açık ve büyümemizin cari açık vermeye bağımlı hale gelmiş olması; finansman bulunamazsa ekonomide daralma kaçınılmaz olur.

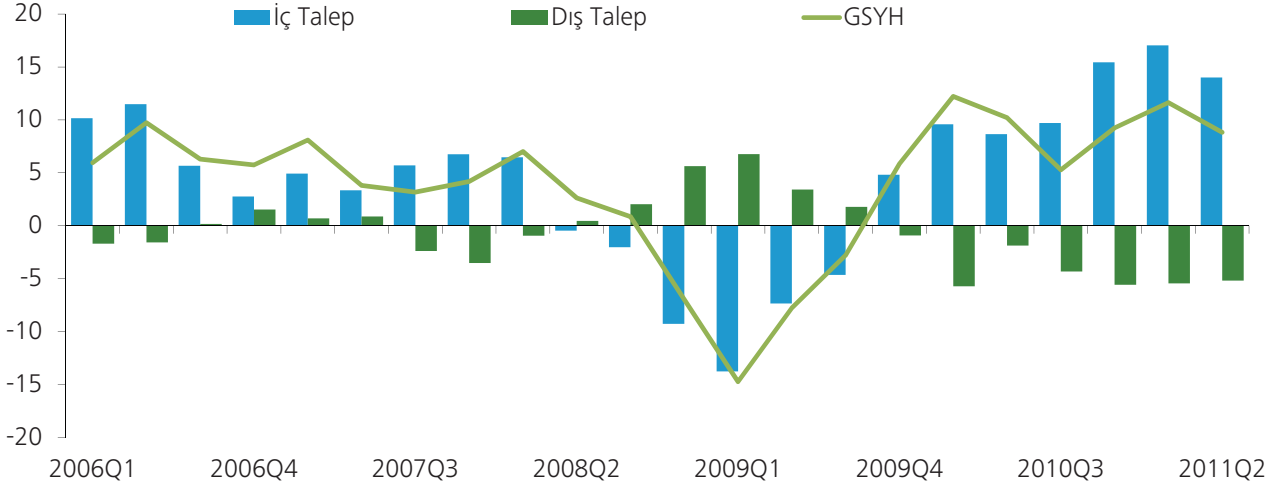


11. Son verilere göre Türkiye’de büyüme ne durumda, görünüm nasıl?

Hatırlanacak olursa Türkiye ekonomisi krizden çok hızlı çıktı. Geçen sene %9 büyüdükten sonra bu yılın ilk yarısında %10’un üzerinde bir büyüme kaydetti. Büyüme iç talep ağırlıklı; yani GSYH’nin iç talep (tüketim artı yatırım) ve dış talep (ihracat eksi ithalat) toplamı olduğunu hatırladığımızda ve bunların GSYH büyümesine görece “katkılarını” (büyüme kalemlerinin ağırlıklı ortalaması) baktığımızda büyümeye iç talep katkısı yaklaşık 15 puan, dış talep katkısı ise eksi 5 puan (Grafik 6). Yani tüketim ve yatırım o kadar hızlı büyüyor ki, ithalatın ihracattan daha hızlı artmasına rağmen büyüme güçlü seyrediyor.

Bu durumun 3. çeyrek itibariyle değiştiğini tahmin ediyoruz (veri 12 Aralık’da açıklanacak). Elimizdeki göstergelere göre –bunlardan en aydınlatıcı olan sanayi üretimi verisi –büyümenin yine güçlü geleceğini (%7 civarı), ama görece hız kesmiş olacağını söylemek mümkün. Talep bileşenlerine baktığımızda yatırımdan çok tüketimin yavaşlamış olduğunu, dış talebin büyümeye katkısının ise hafif artıya dönmüş olabileceğini düşünüyoruz.

Grafik 6 - Büyümenin Kaynakları
(bir önceki yılın GSYH'sine oran olarak)



Ancak büyümenin yılın 3. ve hatta 4. çeyreğinde hala beklenenden daha güçlü seyrettiğini söylemek mümkün. Bunun başka bir sinyali istihdam tarafından geliyor. İşsizlik oranı kriz öncesi düzeylerin de bir miktar altına indi (Grafik 7). Bu artışın kaynağının genelde inşaat ve hizmet sektörleri olduğunu düşünenecek olursak, sanayinin yanında hizmet sektöründe de nispeten kuvvetli seyrin sürdüğünü söylemek mümkün.

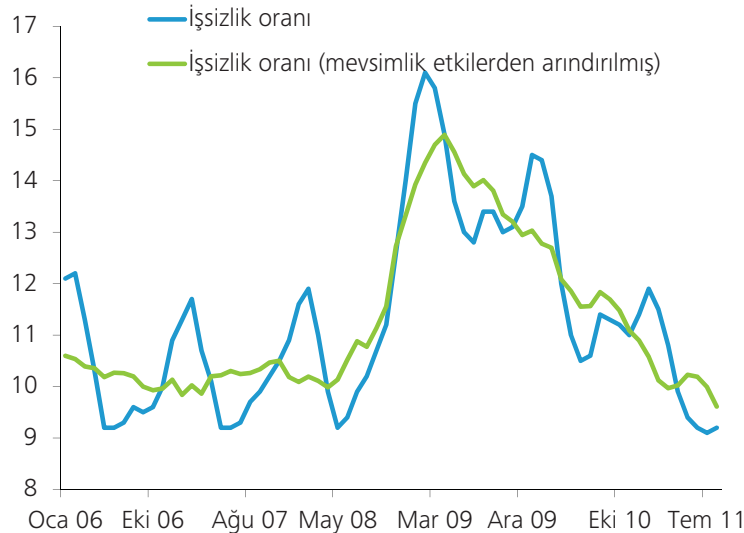
Büyüme bu yıl, hükümetin son Orta Vadeli Program'da (OVP) açıkladığı %7,5 düzeylerinde veya az yukarısında bitirme olasılığımız oldukça yüksek.

Ancak ileriye baktığımızda 2012'de büyüme tarafında ciddi bir yavaşlama kaçınılmaz gibi duruyor. Her şeyden önce şu ana kadarki olumlu tabloda birçok dış faktörün de rol oynadığını hatırlatalım. Kriz sonrası dönemde dünya ekonomisinin büyüme performansı hiç kötü değildi; daha önemlisi, dış finansman bulmak çok kolaydı.

Oysa ileriye yönelik aynı şeyleri söylemek pek kolay değil. Doğrudur, Türkiye'nin temelleri bazı açılardan kuvvetli: en başta hanehalkı, kamu sektörü ve bankalar güçlü bilançoya sahip ama bu kendi başına hatırı sayılır büyüme oranlarını tutturmak için yeterli değil. Global ortamın buna elverişli, finansman olanaklarının rahat olması gerekiyor. Kaldı ki şirketler kesiminde önemli bir "açık" pozisyon var (en son rakamlara göre bu 120 milyar dolar civarında); bunun şirket bilançolarında ve buna bağlı olarak yatırım iştahında sorun yaratması kaçınılmaz. Siyaseten de çok rahat bir konjonktürden geçmediğimizi bunun güven kanalıyla olumsuz etkilerinin olabileceğini hatırlatalım.

Bütün bunları bir araya koyduğumuzda hükümetin 2012 için %4 hedefi bize biraz iyimser geliyor; %2 civarı bir büyüme sanki daha makul gibi. Bu rakam bile global ortamın bir noktada iyileşeceği varsayımına dayanıyor.

Grafik 7 - İşsizlik Oranı

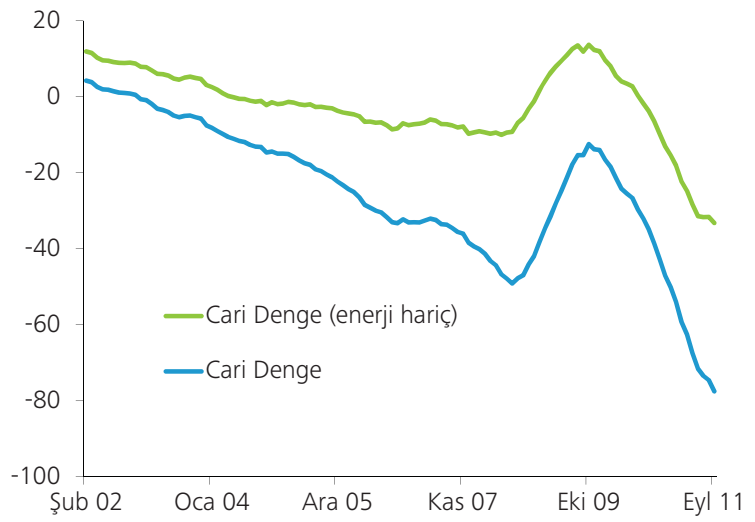


12. Cari açık ne düzeylerde seyrediyor?

Eylül ayı itibarı ile 12-aylık toplam cari açık 77,5 milyar dolar seviyesine ulaştı. Özellikle Eylül ayında görülen genişleme cari açıktaki daralmanın beklendiği kadar hızlı gerçekleşmeyeceğini gösterdi. Ekim ayında da açıktaki artış, hız kesse de devam edecek gibi duruyor. Yılın son iki ayında baz etkisinin de yardımıyla cari açığın daralması çok şaşırtıcı olmayacak. Ama yine de yılı en az 75 milyar dolar civarında, GSYH'ya oran olarak %10'lar düzeyinde kapatacak gibi duruyoruz.

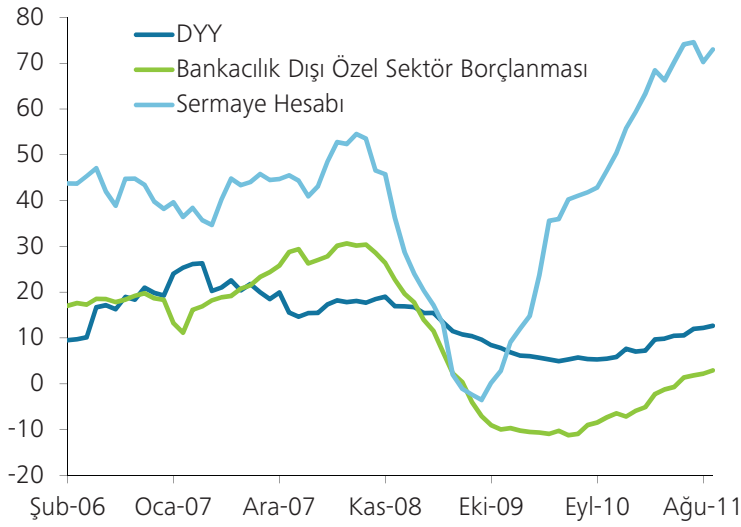
Kuramsal olarak cari açık her zaman sorun olmayabilir; bizde de açığın ciddi bir kısmı yatırım artışından kaynaklanıyor, bu şekilde büyümeyi finanse ediyor –ki bu olumlu. Ama 2011 için verdiğimiz tahmin, Türkiye için çeşitli çalışmalarda "sürdürülebilir" kabul edilen oranın iki katı. Doğrudur, önümüzdeki yıl ithalatın –büyümeye ve kurdaki değer kaybına bağlı olarak– daha da hız kesmesi ve bununla beraber cari açığın da 60-65 milyar dolar gibi daha "makul" düzeylere inmesi bekleniyor. Ama bunlar yine de yüksek rakamlar ve ciddi bir kırılma unsuru.

Grafik 8 - Cari Denge (12-aylık toplam; milyar \$)



13. Cari açığın finansman 'kalitesi' düştü diyorlar; bundan ne kastediliyor?

Grafik 9 - Ödemeler Dengesi Finansmanı: Seçilmiş Kalemler (12-aylık toplam, milyar dolar)



2008 öncesi sermaye hareketlerini iki tür kaynak besledi: uzun vadeli şirket borçlanmaları ve doğrudan yabancı yatırımlar. Mesela 2005-2007 arasındaki 3 yılda Türkiye'ye toplam 120 milyar dolar sermaye girişi yaşandı; bunun 55 milyar dolara yakını uzun vadeli şirket borçlanmaları ve 50 milyar dolara yakını doğrudan yabancı yatırım şeklindeydi. Yani diğer sermaye akımlarının pek önemi yoktu (Grafik 9).

Ama kriz sonrası dönemde, bunların görece önemini kaybettiğini, 3 farklı akımın önem kazandığını gördük: portföy girişleri, kısa vadeli banka borçlanmaları ile yerleşik ve yerleşik olmayanların kısa vadeli mevduat hareketleri. 2010 ve 2011 yılının ilk 9 ayında toplamda bu kanallardan sırasıyla yaklaşık 32 milyar dolar, 20 milyar dolar ve yine 32 milyar dolar giriş yaşandığını hesaplıyoruz.

Kuramsal olarak "sürdürülebilir" cari açık finansmanında uzun vadeli borçlanmaları ve doğrudan yabancı yatırımları tercih ettiğimizden, kısa vadeli daha hassas kaynaklara kayışı bir kalite sorunu olarak görüyoruz. Ayrıca özellikle bu dönemde çok ciddi bir miktar finansmanın "hata ve noksan" aracılığıyla, yani kaynağı belirsiz girişler olarak geldiğini gördük. Rakamsal olarak ifade edecek olursak bu kaynaktan 2010 ve 2011 yılının ilk 9 ayında toplamda 16 milyar dolar giriş yaşandı.

14. 'Hata ve Noksan' neden kaynaklanıyor?

Tamamen neden kaynaklandığını bilmek zor, çünkü adı üzerinde 'hata ve noksan'. Bilindiği gibi ödemeler dengesi çift kayıt hesabına dayanır, başka bir deyişle, her işlemin eşit değerde alacak ve borç kayıtlarıyla kaydedilmesi gerekir. Ancak verilerin değişik kaynaklardan elde edilmesi değerlendirme, ölçme ve kayıt zamanı farklılıkları yaratmakta; dolayısıyla da ilgili alacak ve borç kayıtları arasında farklılıklar oluşabilmekte. Bu farklılıklar net hata ve noksanı oluşturuyor.

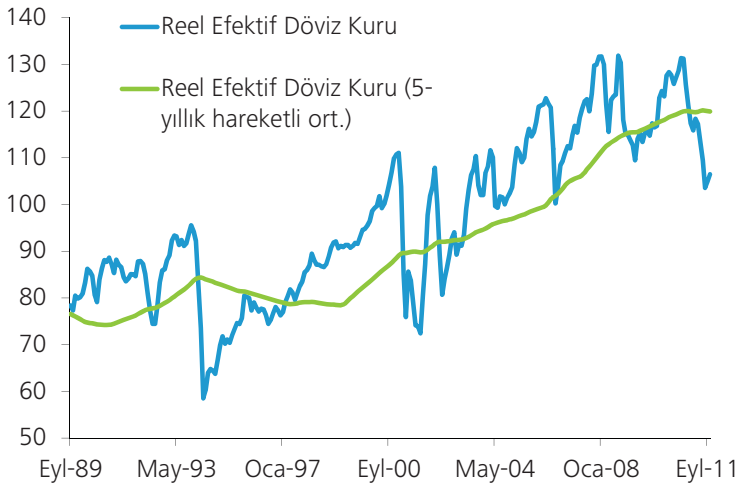
Ancak son dönemde net hata noksan kaleminin sürekli "artı" yönde olması ve tarihsel olarak çok yüksek seviyelere çıkması konuyu gündeme taşıdı ve bu ciddi orandaki girişin kaynağı ve sürdürülebilirliği tartışılmaya başlandı. Merkez Bankası son raporlarından birinde bu dikkate değer artışta "ülkemize özgü gelişmeler olarak, yurt dışında yerleşik Türk vatandaşlarının ülkemizi ziyaretlerinde açtıkları Yabancı Para hesaplarının hatalı raporlanması ve finansal sistem dışında tutulan efektiflerin (yastık altı) döviz kurlarındaki dalgalanmaların artması ya da mali af gibi uygulamalarla bankacılık sisteminde kayıt altına alınması gibi" nedenlerin önemli olduğunu söylüyor. Ayrıca turizm gelirleri ve sınır ticaretinin tam kayıtlara alınamadığı düşünülüyor.

Bütün bunlara ek olarak Türkiye'deki yerleşiklerin kendi adlarına kayıtlı gözükmeyen dışarıdaki varlıklarını (mesela yurtdışındaki şirketleri aracılığıyla) ithalatın finansmanında kullandığı tahmin ediliyor.

Buradan olumlu ve olumsuz iki mesaj çıkarmak mümkün. Türkiye'nin çeşitli kaynaklardan ülkeye para çekebilmesi ve bir türlü cari açığı finanse edebilmesi olumlu bir gelişme. Ancak bunun en azından bir bölümünün sürdürülemez olduğu, çünkü içeriden veya dışarıdan yerleşiklerin döviz birikimlerinin kullanımı anlamına geldiğini eklemek gerekiyor.

15. Lira daha fazla değer kaybeder mi?

Grafik 10 - Reel Döviz Kuru (TÜFE Bazlı; 2003=100)



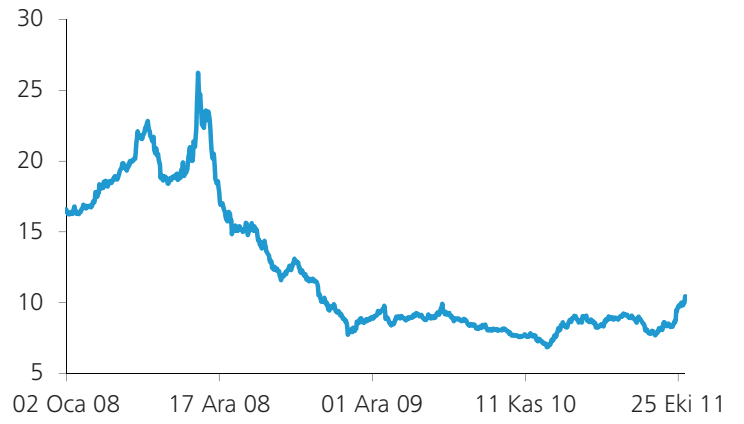
Bilindiği gibi lira hem nominal hem de reel olarak oldukça değer kaybetti. Mesela nominal kur sepeti (%50 dolar+%50 euro) geçen sene Ekim/Kasım'da 1,7 düzeyindeydi; bu sene Kasım ortalarında ise 2,1 düzeyini aşmış yani yaklaşık %25 değer kaybetmişti. Böyle durumlarda uzun vadeli bir perspektiften reel kura, yani ticaret ortaklarımıza göre mukayeseli enflasyon etkisinden arındırılmış kura bakmak daha doğru. Bu şekilde bakıldığında Ekim ayı itibarıyla reel kurun uzun vadeli trendinin (5-yıllık hareketli ortalama) yaklaşık %10 altında olduğunu, yani oldukça zayıfladığını görüyoruz (Grafik 10).

Ama mesele cari açık ve bunun finansmanında bitiyor. Başka bir ifade ile cari açık halen yüksek; bu da ciddi bir finansman ihtiyacı doğuruyor. Bu bağlamda özellikle yabancı yatırımcılar Türkiye'nin "200 milyar dolarlık problemi"nden bahseder oldu. Nedir bu? Önümüzdeki 12 aylık sürede çevrilmesi gereken kısa vadeli borç ve vadesi gelen orta ve uzun vadeli borcun toplamı (TCMB rakamlarına göre) 135 milyar dolara ulaşıyor. Buna ek olarak cari açığın önümüzdeki yıl 60-65 milyar dolar civarında olacağı varsayılırsa, 200 milyar rakamına ulaşıyoruz. Global ortam değişir ve risk iştahı iyileşirse bu miktarlar sorun olmaz; ancak global ortamın bozulmaya devam ettiği bir senaryoda zorlanılır. Nitekim bazı çalışmalar, örneğin Washington bazlı güvenilir bir düşünce kuruluşu olan Peterson Enstitüsü'nden iktisatçılara göre lira hala değerli, çünkü cari açık "normal" kabul edilebilir düzeylerden yüksek.

16. Faizlerde son dönemde ciddi bir yükseliş oldu, neden?

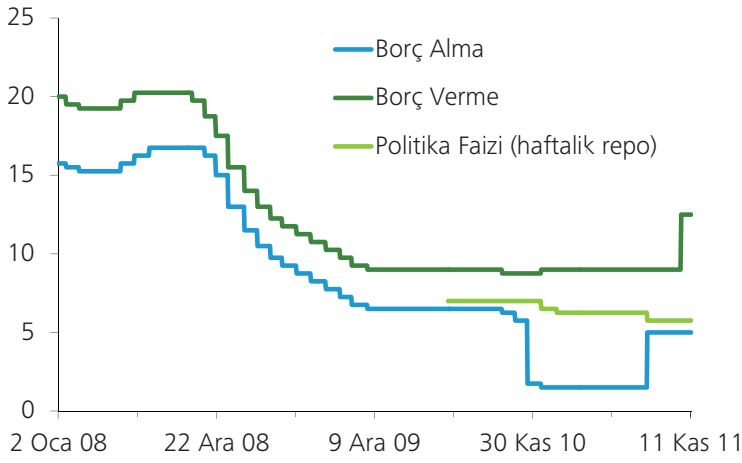
Gösterge tahvil faizinden hareket edersek, geçen sene sonlarında faizin %7'ler civarına düştüğünü görmüştük. Ancak Kasım ortalarında faiz %10,5 düzeylerinde seyrediyordu ve daha da artması bekleniyordu (Grafik 11). Her ne kadar tarihsel olarak bu seviyeler gerek reel, gerekse de nominal anlamda çok yüksek olmasa da son bir yılda faizlerde 3,5-4 puanlık, oldukça yüksek sayılabilecek bir artış olmuş durumda. Faizlerin yükselmesinde 3 temel faktör rol oynadı diyebiliriz: dışarıdaki belirsizlik (dolayısıyla risk priminin artması ve buna bağlı olarak bono piyasasından yabancı çıkışları); enflasyondaki yükseliş ve para politikasında görece sıkılaştırma.

Grafik 11- Gösterge Faiz Oranı (bileşik, %)



17. Para politikası son dönemde çok tartışılıyor. Neler oluyor?

Grafik 12 - MB Faiz Oranları (basit, %)



Geçen Aralık ayında Merkez Bankası cari açığındaki tehlikeli gidişatı gördü ve ilginç bir politika bileşimi başlattı. Çok basite indirirsek, politika faizini enflasyon/büyümeye, zorunlu karşılık oranlarını ise kredi genişlemesine odakladı. Yine basitleştirerek ifade edersek, geçen Ekim ayına kadar politika faizini indirmek ve gerektiğinde zorunlu karşılıkları arttırmak üzerine bir politika inşa etti. Bu politika karışımı ile kısa vadeli sermayeyi sistem dışına itmeye, kredi büyümesini yavaşlatmak ve büyümeye gerektiğinde destek vermek amaçlandı.

Ancak son aylarda global ortam oldukça karışık sermaye girişleri zayıflayınca –hatta terse dönünce– lira aşırı değer kaybederek hem finansal istikrarı hem de enflasyonu tehdit etmeye başladı. Buna karşılık Merkez Bankası gecelik faiz koridorunu genişletti: normal şartlarda piyasaların oldukça düşük olan politika faizinden (%5,75) fonlanacağını, ama piyasalarda döviz talebinin arttığı dönemlerde faizin bandın yukarısına çekileceğinin (yani marjinal fonlamanın %12,5’den yapılacağını) sinyalini verdi (Grafik 12).

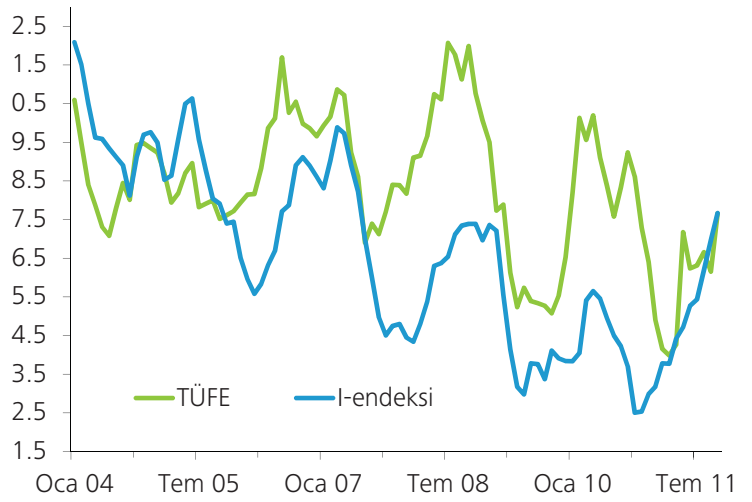
Esas itibarıyla TCMB büyümeden fazla feragat etmeden talebin “yeniden dengelenmesine” yani iç talebin yavaşlaması, dış talebin nispeten kuvvetlenmesine uğraşılıyor. Ancak görebildiğimiz kadarıyla her şey planlandığı gibi olmadı. Kredilerde yavaşlama zaman aldı, dövizde değer kaybı yüklü döviz satışlarına rağmen beklentileri çok aştı. Enflasyonda da ciddi yükseliş var. Yeni faiz koridoru ise piyasalar açısından büyük belirsizlik yarattı. Bizim görebildiğimiz kadarıyla sermaye hareketlerinin zayıflaması uygulanan para politikası karışımını teknik açıdan zorlaştırdı.

18. Enflasyon neden yükseliyor? Önümüzdeki senenin hedefi tutar mı?

Hatırlayacak olursak Ekim ayında aylık bazda %3,3 gibi oldukça yüksek gelen TÜFE enflasyonu, yıllık bazda da %7,7 seviyesine yükseldi (Grafik 13). Çekirdek enflasyon göstergelerinden en çok takip edilen I-endeksi de (enerji, gıda, alkol, tütün ve altın hariç) benzer şekilde yükselişini sürdürdü. Ekim'de I-endeksi geçen yıla oranla %7,7 artış yaşadı.

Enflasyonun yükseliş sebepleri muhtelif: güçlü iç talep, vergi ayarlamaları, işlenmemiş gıda ve enerji fiyatlarındaki artışlar vb. Ancak temel nedenin "döviz kuru geçişkenliği" olduğu sık sık vurgulanıyor. Merkez Bankası'nın kendi yaptığı son çalışmalar döviz kuru geçişkenliğinin zayıflamasına rağmen hala 0,15-0,2 düzeyinde dolaştığını söylüyor. Yani liranın %20-%25 düzeyinde kalıcı olarak değer kaybettiği bir senaryoda, (çekirdek) enflasyon 3-4 puan artıyor. Bu şartlarda yılsonu hedefi olan %5,5'in ve TCMB'nin son tahmini olan %8,3'ün ciddi oranda aşılacağı öngörülüyor. Bizim tahminimiz TÜFE enflasyonun bu yıl %10'a yakın düzeyde olacağı yönünde.

Grafik 13 - TÜFE ve Çekirdek Enflasyon (12-aylık; %)



Önümüzdeki dönem için Merkez Bankası, enflasyonun hedefe doğru (%5) yakınsamasını bekliyor. Ama bu da pek kolay olmayabilir. Liranın ciddi oranda değerlenmesi güç. "Çıktı açığı", başka bir ifade ile ekonominin arz - talep dengesi, dezenflasyona çok büyük bir destek vermeyebilir. Enflasyon beklentilerinde de bir katılık olduğunu kabul etmek gerekiyor. Mesela 12 ve 24 aylık beklentiler halen hedefin 1,5-2 puan üzerinde seyrediyor. Ayrıca son dönem para politikasında da bir amaç kargaşası doğdu ki, bu beklentileri daha da bozabilir. Bunları bir araya koyduğumuzda önümüzdeki sene sonunda %5'lik enflasyon hedefinden ciddi bir sapma olması bize daha olası geliyor.



19. Türkiye ekonomisinde bankacılık sektörünün ve mali politikaların güçlü olduğu söyleniyor; son gelişmelerle ilgili neler söylenebilir?

Bilindiği gibi 2001 krizi sonrasında Türkiye iki alanda önemli başarı elde etti: bankacılık sektörü ve maliye politikası. Bankacılık sektörü birçok göstereye göre –kârlılık, sermaye yeterlilik oranı, fonlamanın mevduat bazlı olması vb– oldukça güçlü durumda. Mali tarafta da benzer şekilde önemli avantajlarımız var. En önemlisi kamu borcunun GSYH'ye oranı, tanımına göre, %40 (brüt Merkezi Hükümet) ile %30 (net TCMB dahil genel kamu) arasında değişiyor. Bunlar GOE ortalamasına yakın ama GE'lere göre çok düşük oranlar. Ayrıca bütçe açığının da GSYH'ye oran olarak bu sene %2'nin altında olacağı tahmin ediliyor; yine GE'lerle kıyaslanamayacak kadar olumlu bir görünüm.

Ancak bu alanlarda da dikkat edilmesi gereken bazı noktaların olduğunu vurgulamak gerek. Mesela son dönemde bankalarımızın – alınan önlemlerinde etkisi ile – kârlılığı düşerken, daha önemlisi kredi/mevduat oranı 1'e yaklaşmış durumda. Bunun nedeni, kredi artışı yeteri kadar yavaşlamazken, mevduat artışının görece azalması ve bankaların döviz swapları gibi araçlarla mevduat dışı kaynaklara yönelmesi. Ayrıca bankacılık sisteminin yurtdışından kısa vadeli kaynak kullanımında ciddi bir artış var. Şu anda kısa vadeli bankacılık sektörü kredileri 25 milyar dolar civarında iken, 2-3 sene önce bu rakamın 10 milyarın altında olduğunu biliyoruz.

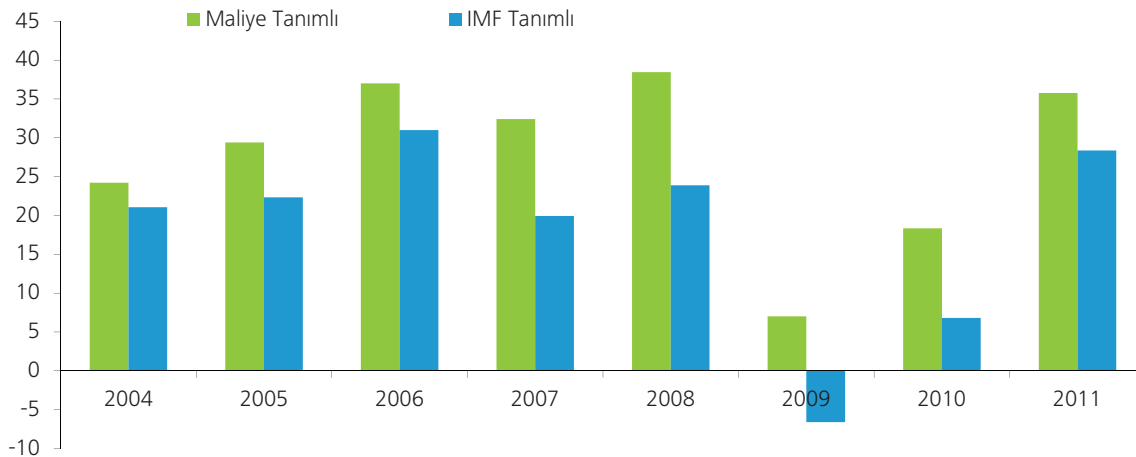


Benzer şekilde bütçe tarafında da çok rahat olmamak gerekiyor. Yılın ilk 10-aylık döneminde bütçe açığı, 2010 yılındaki 23 milyar TL'ye karşın, 1,7 milyar TL ile sınırlı kaldı. FDF ise geçen yıla oranla 17,5 milyar artarak 36 milyar TL'ye yaklaştı (Grafik 14). Bu rakamlar hükümetin yılsonu hedefleri düşünüldüğünde (sırasıyla 22,2 milyar TL ve 20,4 milyar TL) çok güçlü bir bütçe performansına işaret ediyor.

Ancak bu performansın arkasında birkaç özel durum var. Birincisi bütçedeki düzelleme ağırlıklı olarak gelirler tarafından geliyor. Başka bir ifade ile faiz dışı harcamalar da artıyor, ama bütçe performansı yine de gelirlerin daha hızlı artması sayesinde düzeliyor. Gelirlerin artışının ardında ise güçlü bir ekonomi ve bu sene uygulamaya konan af/borç yeniden yapılandırması var. Ayrıca faiz harcamalarının düştüğünü görüyoruz ama bu da biraz dünya konjonktüründen ve son aylara kadar gevşek seyreden para politikasından kaynaklanıyor –ve bunun sürekli böyle devam etmeyeceğini hesaba katmak gerekiyor.

En önemlisi, bizim yüksek bir cari açığımız var. Yukarıda da değindik; cari açık tasarruf açığı demek ve bunu dizginlemenin kaçınılmaz yolu mali tasarrufları arttırmak. Oysa biz mali politikayı bu perspektiften düşünmek pek istemiyoruz, dünyaya bakıp bütçemiz sıkı demeyi tercih ediyoruz. Halbuki kendi koşullarımız dahilinde –yani cari açık sorunu göz önünde bulundurulduğunda– bütçe hedeflerimizin daha iddialı olmasını belki “fazla” vermeyi de düşünmek gerekiyor.

Grafik 14 - Merkezi Yönetim Faiz Dışı Dengesi (Oca-Ekim toplam olarak, milyar TL)



20. Hükümetin Orta Vadeli Program'ı önümüzdeki süreçte nasıl bir Türkiye ekonomisi öngörüyor? Not artırımını gelir mi?

Her şeyden önce Orta Vadeli Program bir perspektif vermesi açısından önemli bir doküman. Ama OVP'deki gerek cari açık/ büyüme ilişkisi, gerekse enflasyon görünümü bizce biraz iyimser varsayımlara dayanıyor. Örneğin 2012 yılında GSYH'ye oranla %8 cari açık verilirken, %4'lük büyüme varsayımı bizce –dünya ekonomisinin geçtiği zor süreç göz önünde bulundurulduğunda– iyimser kalıyor. Ayrıca yukarıda da değindiğimiz gibi önümüzdeki sene yılsonu enflasyonunun %5 civarında olması da zor gibi. (Eski ve yeni OVP'nin karşılaştırmalı tablosunu diğer detaylı tablolar ile birlikte raporun sonunda bulabilirsiniz.)

Bu hedeflere ulaşmak ancak ekonominin arz veya üretkenlik tarafında ciddi bir iyileşme olmasıyla mümkün ama kısa vadede bu pek olası değil. Görebildiğimiz kadarıyla OVP'deki temel beklenti, global ortamın nispeten olumlu olması ve Türkiye'nin sermaye akımlarını çekmekte zorlanmayacağı varsayımı –aksi takdirde GSYH'ye oranla %8 düzeyinde bir cari açık finansmanında zorlanılır. Bu varsayım da biraz hassas. Doğrudur, Lehman Brothers battıktan sonra dünya ekonomisi çok kötü bir performans göstermedi ve GOE'lere para aktı. Ancak bu defa iki önemli farklılık var. Birincisi Avrupa'da bankacılık sisteminin durumu; iyi senaryoda bile zayıf bankacılık sektörünün kredi arzını kısması kaçınılmaz gözüküyor. İkinci farklılık ise –yine yukarıda değindiğimiz gibi– mali ve parasal destek için hem bizde hem dışarıda çok fazla alan yok. Bütün bunlar bizi önümüzdeki sene OVP'ye göre daha temkinli olmaya zorluyor; daha düşük bir büyüme, daha düşük bir cari açık ve daha yüksek bir enflasyonla çalışmak bize daha makul gözüküyor.

Not konusuna gelince; son Fitch kararı moralleri bozdu. Fitch bizi, bilindiği gibi yatırım yapılabilir notunun bir derece altında ve diğer iki önemli derecelendirme kurumunun (S&P ve Moody's) önünde tutuyor. Dolayısıyla görünümü olumludan durağana çevirmesi moral bozucu oldu. Derecelendirme kuruluşlarına –özellikle son yıllardaki performansları göz önünde bulundurulduğunda– sert eleştiriler yöneltmek mümkün. Ancak burada bizim de çok temel bir zaafımız olduğunu gözden kaçırmamak gerekiyor: hepimizin bildiği gibi Türkiye ancak yüksek cari açıkla büyüeyebilen bir ülke. Bu da “stok” rasyolarımız (kamu borcu/GSYH oranı gibi) güçlü olsa da, “akım” tarafında –yüksek cari açık ve büyümenin dış finansman bağımlılığı gibi– bizi kırılgan yapıyor. Derecelendirme kuruluşları bizi yatırım yapılabilir seviyeye yükseltmeden, bizim inişli çıkışlı (“boom-bust” tabir edilen) büyüme modelimizin kalıcı olarak değiştiğinden emin olmak istiyor. Bu da –yine hepimizin bildiği gibi– kısa vadede çok hızlı büyümekten kaçınmayı, orta vadede ise son derece iyi önceliklendirilmiş ve detaylandırılmış reformlara odaklanmayı gerektiriyor.

Bu konuda TÜSİAD ve BETAM tarafından yapılan iki çalışma (sırasıyla Türkiye'de Büyümenin Kısıtları: Bir Önceliklendirme Çalışması ve Büyüme Sorunu ve Reform Ajandası) konuya önemli derecede ışık tutuyor. Özellikle TÜSİAD çalışması analitik bir çerçeve çizerek önceliklendirme yapması açısından çok önemli.

Ek tablolar

Dünya Ekonomik Görünümü Raporu: Büyüme Tahminleri (yıllık değişim, %)

	2009	2010	Güncel tahminler		Haziran tahminlerine göre değişim	
			2011	2012	2011	2012
Dünya	-0.7	5.1	4.0	4.0	-0.3	-0.5
Gelişmiş ekonomiler	-3.7	3.1	1.6	1.9	-0.6	-0.7
ABD	-3.5	3.0	1.5	1.8	-1.0	-0.9
Euro bölgesi	-4.3	1.8	1.6	1.1	-0.4	-0.6
Gelişmekte olan piyasalar	2.8	7.3	6.4	6.1	-0.2	-0.3
Gelişmekte olan Asya	7.2	9.5	8.2	8.0	-0.2	-0.4
Tüketici fiyatları						
Gelişmiş ekonomiler	0.1	1.6	2.6	1.4	0.0	-0.3
Gelişmekte olan piyasalar	5.2	6.1	7.5	5.9	0.6	0.3

Kaynak: IMF Dünya Ekonomik Görünümü Raporu (Eylül 2011)

Uzun Vadeli Yabancı Para Cinsi Kredi Notu

	Not	Tarih	Görünüm	Tarih	Önceki Not	Tarih
S&P	BB	Şub-10	Pozitif	Şub-10	BB-	Ağu-04
Fitch	BB+	Ara-09	Durağan	Kas-11	BB-	Oca-05
Moody's	Ba2	Oca-10	Pozitif	Eki-10	Ba3	Ara-05

Kaynak: Kredi derecelendirme kuruluşlarının web siteleri.

Haftalık Parasal Göstergeler

	28 Eki	21 Eki	% Değişim			
			Haftalık	8-Haftalık HO	Yılbaşından bugüne	Yıllık
Kredi (milyar TL)	669.1	673.4	-0.7	0.3	25.0	36.1
Tüketici Kredileri ve Kredi Kartları	217.9	215.9	1.0	0.3	26.3	34.4
Tüketici Kredileri	165.3	164.2	0.7	0.4	28.1	37.4
Kredi Kartları	52.6	51.6	2.0	0.3	20.7	25.7
Kurumsal Krediler	451.1	457.6	-1.4	0.3	24.4	37.0
Takipteki Krediler (brüt)	18.5	18.5	-0.1	-0.2	-6.6	-11.3
Takipteki Krediler Rasyosu (brüt)	2.8	2.7	0.0	0.0	-0.9	-1.5
Tahvil Bono Portföyü	442.0	445.2	-0.7	0.0	6.3	10.9
Yurtdışı Yerleşikler (piyasa değeri)	61.2	62.4	-2.0	-1.3	50.7	57.6
Mevduat	709.3	723.3	-1.9	0.2	10.0	17.4
Mevduatın Krediye Dönüşme Oranı (%)*	94.3	93.1	1.2	0.1	11.3	13.0
Mevduatın Tahvile Dönüşme Oranı (%)*	16.0	17.5	-1.5	0.0	-14.0	-15.5
Net Açık Pozisyon (mlr USD)	0.5	-0.6	-183.3	-14.3	166.7	-88.1
sak: Brüt Döviz Pozisyonu	21.2	17.5	21.1	3.3	51.6	-53.4

Kaynak: Turkey Data Monitor

* yüzde değişim kolonları baz puan cinsindedir

GSYH Büyüme Oranları (%)

	2010		2011		
	Q3	Q4	Q1	Q2	H1
Üretim Yöntemiyle					
Tarım	0.9	4.3	7.5	6.4	6.8
Sanayi	7.2	10.5	13.5	7.6	10.4
Hizmetler	5.7	9.4	11.1	9.7	10.4
Harcamalar Yöntemiyle					
İç Talep 1/	9.7	15.4	17.1	14.0	15.5
Özel Nihai Tüketim	6.7	9.0	12.4	9.2	10.8
Kamu Tüketimi	-0.9	3.2	6.7	7.9	7.3
Gayri Safi Sabit Sermaye Oluşumu	30.0	42.1	33.7	28.9	31.1
Kamu	13.5	17.1	7.4	6.6	6.9
Özel	34.2	49.5	38.0	33.5	35.6
Stok Değişimi 1/	-0.1	-0.6	0.0	0.0	0.0
Dış Talep 1/	-4.3	-5.6	-5.5	-5.2	-5.3
Mal ve Hizmet İhracatı	-1.6	4.3	8.3	0.2	3.9
Mal ve Hizmet İthalatı	16.2	25.4	27.2	18.8	22.7
Gayri Safi Yurtiçi Hasıla	5.3	9.3	11.6	8.8	10.2

1/ Büyüme katkı olarak

Kaynak: TUIK, Globalsource

İşgücü ve İstihdam: 2009-2011
(1000 kişi)

	Ağu 11	Ağu 10	Fark	
			2011 / 2010	2010 / 2009
Kurumsal Olmayan Sivil Nüfus	72,523	71,440	1,083	801
15 Yaş ve Üstü Nüfus	53,734	52,645	1,089	856
İş Gücü	27,406	26,166	1,240	629
İstihdam	24,884	23,195	1,689	1,087
Tarım	6,704	6,178	526	339
Sanayi	4,682	4,525	157	429
İnşaat	1,908	1,542	366	107
Hizmet	11,591	10,950	641	211
İşsiz	2,521	2,971	-450	-458
Diğer	26,328	26,478	-150	226
sak: İş aramayıp iş başı yapmaya hazır 1/	1,823	1,885	-62	25
İşgücüne Katılım Oranı (%)	51.0	49.7	1.3	0.4
İşsizlik Oranı (%)	9.2	11.4	-2.2	-2.0
Memo:				
Tarım dışı işsizlik (%)	11.9	14.5	-2.6	-2.5

Kaynak: TÜİK; GlobalSource.

1/İş arayıp son 3 ayda iş bulamayanları da içerir.

Enflasyon: Ekim 2011-10
(yüzde)

	Aylık		12-aylık		Yılbaşından Bugüne
	Eki 11	Eki 10	Eki 11	Eyl 11	Eki 11
TÜFE	3.27	1.83	7.66	6.15	7.95
Yiyecek ve Alkolsüz İçecek	4.04	4.52	1.76	2.23	6.55
Tütün ve Alkollü İçecek	14.11	-1.10	15.05	-0.29	14.30
Giyim ve Ayakkabı	7.99	7.63	6.64	6.29	4.52
Konut	3.59	0.19	8.85	5.27	6.97
Ev Eşyası	1.61	-0.12	10.49	8.61	9.46
Sağlık	0.03	0.14	0.24	0.35	0.20
Ulaştırma	0.61	0.39	14.35	14.10	12.63
İletişim	0.57	-0.63	4.23	2.98	1.21
Eğlence ve Kültür	1.08	-1.14	5.05	2.74	5.64
Eğitim	0.24	0.09	6.40	6.24	6.50
Lokanta ve Oteller	1.00	1.08	8.28	8.36	6.99
Çeşitli Mal ve Hizmetler	-0.96	0.84	18.05	20.19	14.83
ÜFE	1.60	1.21	12.58	12.15	11.48
Tarım	3.99	6.59	-4.39	-2.00	1.64
İmalat Sanayi	1.16	0.01	16.56	15.23	13.56
Çekirdek Enflasyon: I Endeksi	1.81	1.15	7.67	6.96	6.85

Kaynak: TÜİK, GlobalSource

Merkezi Yönetim Bütçesi: 2010-2011
(milyar TL)

	Eki		Reel Büyüme (%)	Oca-Eki		Reel Büyüme (%)	Bütçeye oran olarak; %	2011 Bütçesi
	2011	2010		2011	2010			
Merkezi Yönetim Gelirleri	22.6	19.4	8.5	243.7	206.9	11.4	87.4	279.0
sak: Genel Bütçe Gelirler	21.7	18.5	9.0	235.9	200.2	11.4	86.8	271.6
Vergi Geliri	19.7	16.6	10.4	208.1	170.4	15.5	89.6	232.2
sak: Gelir Üzerinden Alınan Vergiler	4.8	3.8	16.9	60.3	48.6	17.2	85.5	70.5
Gelir Vergisi	4.5	3.7	15.1	40.3	33.5	13.7	85.1	47.3
Kurumlar Vergisi	0.3	0.2	57.9	20.0	15.1	25.0	86.3	23.1
Mal ve Hizmet Üzerinden Alınan Vergiler	9.0	8.4	0.0	86.0	75.2	8.0	88.5	97.2
sak: KDV	2.2	2.5	-16.5	25.6	22.0	10.2	95.6	26.8
ÖTV	5.9	5.2	5.3	52.6	46.4	7.1	86.1	61.1
Dış Ticaretten Alınan Vergiler	4.6	3.3	29.3	43.8	31.2	32.7	97.8	44.8
Vergi Dışı Gelirler	2.0	1.9	-3.2	27.8	29.8	-11.9	59.4	46.8
Giderler	24.6	21.2	7.7	245.4	230.0	0.9	78.5	312.6
Faiz-Dışı Giderler	21.9	19.0	6.8	208.0	188.6	4.3	78.5	265.1
sak: Personel (sosyal güvenlik primleri dahil)	7.4	6.3	9.2	72.3	61.7	10.8	100.0	72.3
Cari Transferler	7.7	7.0	2.3	87.7	84.7	-2.1	75.8	115.8
sak: Sosyal Güvenlik	4.1	4.1	-6.1	45.3	48.2	-11.1	70.8	64.0
Mahalli İdare Payları	1.9	1.5	15.0	20.4	17.1	12.7	86.3	23.7
Yatırım	3.3	3.1	-1.5	20.5	18.2	6.7	94.4	21.7
Faiz Giderleri	2.7	2.2	15.1	37.5	41.5	-14.6	78.9	47.5
Bütçe Dengesi	-1.9	-1.8	...	-1.7	-23.1	...	5.1	-33.5
Faiz Dışı Denge	0.8	0.4	...	35.8	18.3	...	256.3	14.0

Kaynak: Maliye Bakanlığı, Global Source.

Kamu Net Borç Stoku
(milyar TL)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011Q2
Toplam Kamu Borç Stoku (Brüt)	297.7	333.0	351.3	365.6	355.5	408.1	465.7	496.9	519.7
İç Borç Stoku	202.1	235.1	259.8	268.3	273.3	295.8	347.4	368.9	377.7
Merkezi Hükümet	194.4	224.5	244.8	251.5	255.3	274.8	330.0	352.8	362.7
GSYH'ye oran olarak	42.7	40.2	37.7	33.2	30.3	28.9	34.6	32.0	30.2
Dış Borç	95.6	97.9	91.5	97.3	82.3	112.3	118.3	128.0	141.9
Merkezi Hükümet	88.4	92.0	86.7	93.6	78.2	105.5	111.5	120.7	133.5
GSYH'ye oran olarak	19.4	16.5	13.4	12.3	9.3	11.1	11.7	10.9	11.1
Eksi: Merkez Bankası Net Varlıkları	24.7	27.9	30.8	45.7	41.8	60.4	66.0	86.2	104.7
Kamu Mevduatı	13.1	17.2	32.2	38.3	34.6	41.5	47.7	47.2	65.6
İşsizlik Sigortası Fonu Net Varlıkları	8.9	13.3	18.0	23.7	30.7	38.4	42.1	45.9	49.4
Toplam Net Kamu Borcu	251.0	274.6	270.3	257.9	248.4	267.8	309.9	317.6	300.0
GSYH'ye oran olarak	55.2	49.1	41.7	34.0	29.5	28.2	32.5	28.8	25.0
Net İç Borç Stoku	172.7	199.7	228.2	227.7	237.2	248.4	284.1	304.2	300.3
GSYH'ye oran olarak	38.0	35.7	35.2	30.0	28.1	26.1	29.8	27.6	25.0
Net Dış Borç Stoku	78.3	74.9	42.1	30.2	11.3	19.5	25.8	13.4	-0.3
GSYH'ye oran olarak	17.2	13.4	6.5	4.0	1.3	2.0	2.7	1.2	0.0

Kaynak: Hazine, Globalsource.

Cari Denge
(milyon \$)

	Eyl		Oca-Eyl		12-Aylık Toplam	
	2011	2010	2011	2010	Eyl	Ağu
Cari açık	-6,758	-3,774	-60,656	-30,210	-77,545	-74,561
Enerji Dışı 1/	-2,394	-836	-26,339	-6,206	-33,204	-31,646
Dış Ticaret Dengesi	-8,887	-5,645	-70,058	-37,648	-88,855	-85,613
İhracat	11,532	9,443	105,657	87,036	139,523	137,434
%	22.1	3.8	22.1	3.8	22.1	32.6
İthalat	-20,419	-15,088	-175,715	-124,684	-228,378	-223,047
%	35.3	27.2	35.3	27.2	35.3	30.2
Hizmetler (net)	2,734	2,400	14,530	11,483	18,082	17,748
Turizm (net)	2,730	2,247	14,244	12,081	18,144	17,661
%	21.5	-10.1	21.5	-10.1	21.5	2.1
Gelir (net)	-738	-675	-6,292	-5,035	-8,394	-8,331
Faiz Harcamaları	-590	-446	-3,729	-4,055	-5,099	-4,955
Cari Transfer	133	146	1,164	990	1,622	1,635

Kaynak: TCMB, Globalsource

1/ Enerji açığı (TURKSTAT tanımlı) hariç cari açık

Sermaye Hesabı
(milyon \$)

	Eyl		Oca-Eyl		12-Aylık Toplam	
	2011	2010	2011	2010	Eyl	Ağu
Cari Açık	-6,758	-3,774	-60,656	-30,210	-77,545	-74,561
Sermaye Hesabı	4,862	2,128	53,784	36,583	72,975	70,241
Doğrudan Yabancı Yatırım	790	318	9,263	4,212	12,671	12,199
Portföy Yatırımı	-3,248	-999	14,364	13,076	17,381	19,630
Hisse Senedi	769	1,218	-449	2,554	465	914
Borç Senetleri 1/	-3,875	-833	12,618	12,913	15,854	18,896
Yurtiçi	-3,874	-832	8,575	8,495	10,795	13,837
Diğer Yatırımlar	7,320	2,809	30,157	19,295	42,923	38,412
Varlıklar	5,127	2,255	11,651	5,962	12,795	9,923
Yükümlülükler	2,193	554	18,506	13,333	30,128	28,489
Kısa Vadeli	2,307	1,969	12,424	5,985	21,854	21,516
Uzun Vadeli	52	-1,376	7,668	-4,013	8,575	7,147
Banka Dışı Özel Sektör	217	-499	3,731	-6,346	2,906	2,190
IMF Kredileri	-147	-352	-2,092	-1,409	-2,842	-3,047
Diğer	-19	313	506	12,770	2,541	2,873
Net Hata Noksan	2,627	95	12,265	2,157	14,298	11,766
Rezerv Varlıklar 2/	-731	1,553	-5,393	-8,480	-9,722	-7,438

Kaynak: TCMB, Globalsource

1/ Yerleşik olmayanlara yapılan yurtiçi ihracatlar dahil.

2/ (-) işaret rezerv birikimini gösterir.

**Dış Borcun Yapısı
(milyar \$)**

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011Q2
Toplam Borç Stoku	<u>144.1</u>	<u>161.0</u>	<u>169.9</u>	<u>207.7</u>	<u>249.5</u>	<u>280.4</u>	<u>268.4</u>	<u>289.4</u>	<u>309.6</u>
Kısa Vadeli	<u>23.0</u>	<u>32.2</u>	<u>38.3</u>	<u>42.6</u>	<u>43.1</u>	<u>53.1</u>	<u>49.7</u>	<u>78.2</u>	<u>85.0</u>
Kamu Sektörü	1.3	1.8	2.1	1.8	2.2	3.2	3.6	4.3	5.8
TCMB	2.9	3.3	2.8	2.6	2.3	1.9	1.8	1.6	1.6
Özel Sektör	18.8	27.1	33.4	38.3	38.7	48.0	44.3	72.4	77.5
Finans	8.4	13.1	17.2	20.7	16.6	24.5	22.6	48.4	50.8
Finans Dışı	10.5	14.0	16.2	17.6	22.1	23.5	21.8	23.9	26.7
Orta ve Uzun Vadeli	<u>121.1</u>	<u>128.8</u>	<u>131.6</u>	<u>165.1</u>	<u>206.3</u>	<u>227.3</u>	<u>218.7</u>	<u>211.2</u>	<u>224.7</u>
Kamu	69.5	73.8	68.3	69.8	71.4	75.0	79.9	84.7	89.5
TCMB	21.5	18.1	12.7	13.1	13.5	12.2	11.5	10.3	10.5
Özel Sektör	30.1	36.8	50.7	82.2	121.5	140.0	127.3	116.2	124.7
Finans	5.3	8.6	16.1	28.5	41.9	41.2	35.4	34.5	39.7
Finans Dışı	24.8	28.3	34.6	53.7	79.6	98.8	91.8	81.8	85.0
GSYH'ye oran olarak									
Dış Borç Stoku	<u>44.3</u>	<u>38.6</u>	<u>35.2</u>	<u>38.6</u>	<u>34.4</u>	<u>45.0</u>	<u>42.0</u>	<u>40.4</u>	<u>40.9</u>
Kısa Vadeli	7.1	7.7	7.9	7.9	6.0	8.5	7.8	10.9	11.2
Orta ve Uzun Vadeli	37.2	30.9	27.3	30.7	28.4	36.5	34.2	29.5	29.7
Kamu	29.2	23.3	17.8	16.2	12.3	14.8	15.2	14.1	14.2
Özel Sektör	15.0	15.3	17.4	22.4	22.1	30.2	26.9	26.3	26.7

Kaynak: Hazine, Globalsource

Orta Vadeli Mali Görünüm: 2012-14

	Yeni OVP				Eski OVP		
	2011	2012	2013	2014	2011	2012	2013
Milyar TL							
Merkezi Hükümet Gelirleri	290.9	329.8	359.4	390.5	279.0	307.1	334.7
Program Tanımlı	282.4	315.4	346.3	377.8	265.4	292.1	321.3
Merkezi Hükümet Giderleri	313.2	350.9	381.1	408.6	312.5	339.3	359.1
Faiz Dışı Giderler	270.6	300.6	328.1	353.6	264.9	286.7	309.0
Faiz Harcamaları	42.6	50.3	53.0	55.0	47.6	52.6	50.1
Bütçe Dengesi	-22.3	-21.1	-21.7	-18.1	-33.5	-32.3	-24.4
Faiz Dışı Denge							
Program Tanımlı	11.8	14.8	18.2	24.2	0.5	5.4	12.3
Maliye Tanımlı	20.3	29.2	31.3	36.9	14.1	20.4	25.7
GSYH'ya oran olarak							
Merkezi Hükümet Gelirleri	22.7	23.1	22.9	22.5	23.0	22.9	22.5
Program Tanımlı	22.0	22.1	22.0	21.8	21.8	21.7	21.6
Merkezi Hükümet Giderleri	24.4	24.6	24.2	23.6	25.7	25.3	24.2
Faiz Dışı Giderler	21.1	21.1	20.9	20.4	21.8	21.3	20.8
Faiz Harcamaları	3.3	3.5	3.4	3.2	3.9	3.9	3.4
Bütçe Dengesi	-1.7	-1.5	-1.4	-1.0	-2.8	-2.4	-1.6
Faiz Dışı Denge							
Program Tanımlı	0.9	1.0	1.2	1.4	0.0	0.4	0.8
Maliye Tanımlı	1.6	2.0	2.0	2.1	1.2	1.5	1.7
Bilgi için:							
GSYH (milyar TL)	1281	1426	1572	1733	1215	1343	1485
GSYH (milyar \$)	766	822	888	952	781	847	913
GSYH (reel, %)	7.5	4.0	5.0	5.0	4.5	5.0	5.5
GSYH Deflatörü (%)	8.0	7.0	5.0	5.0	5.8	5.3	4.8
Enflasyon (TÜFE; dönem sonu, %)	7.8	5.2	5.0	5.0	5.3	5	4.9
Cari Denge (\$, milyar)	-71.7	-65.4	-67	-67.1	-42.2	-45.1	-47.8
GSYH'ya oran olarak	-9.4	-8.0	-7.5	-7.0	-5.4	-5.3	-5.2
İhracat (fob; milyar \$)	134.8	148.5	165.7	185.1	127.0	143.5	160.0
İthalat (cif; milyar \$)	236.9	248.7	272.5	295.9	199.5	222.5	245.0
Petrol Fiyatları (\$ p/b)	104.7	97.0	101.5	102.2	79.9	81.8	83.1
Enerji İthalatı (milyar \$)	49.6	49.5	53.6	56.8	42.9	47.9	53.1
Cari Açık eksi Enerji İthalatı (milyar \$)	-22.1	-15.9	-13.4	-10.3	0.7	2.8	5.3
Döviz Kuru (TL/\$, ort.)	1.672	1.735	1.770	1.820	1.556	1.586	1.627
Özelleştirme (TL, bn)	4.3	12.5	12.6	12.8	13.7	12.7	10.3
	0.3	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
Merkezi Hükümet harici FDD (prog.; GSYH'ya oran olarak)							

Kaynak: DPT

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 birçok endüstriyi kapsayan özel ve kamu sektörü müşterilerine denetim, vergi, danışmanlık ve kurumsal finansman hizmetleri sunmaktadır. Küresel bağlantılı 150'den 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 yaklaşık 182.000 uzmanı, mükemmelliğin standardı olmaya kendini adanmıştır.

Deloitte; bir veya birden fazla, ayrı ve bağımsız birer yasal varlık olan, İngiltere mevzuatına göre kurulmuş olan Deloitte Touche Tohmatsu Limited ve üye firma ağına atfedilmektedir. Deloitte Touche Tohmatsu Limited ve üye firmalarının yasal yapısının detaylı açıklaması için lütfen www.deloitte.com/about adresine bakınız.