

Ekonomik Görünüm 2010
İyimserliği yönetmek



İçindekiler

Önsöz	1
Makro Görünüm	2
Piyasalar: İyi gittik, biraz nefes alalım...	8
Büyüme ve İstihdam: Hemen her şey beklendiği gibi...	12
Enflasyon ve Para Politikası: Bu sefer şanslıyız...	15
Mali Politikalar ve Kamu Borcu: Şimdilik müthiş...	18
Ödemeler Dengesi: Aynı hikaye devam...	22
Ek tablolar	25

Yazar Hakkında

Dr. Murat Üçer
Deloitte Ekonomi Danışmanı

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



Hüseyin Gürer
Yönetici Ortak
Deloitte Türkiye

Son raporumuzdan beri piyasalar ve dünya ekonomisi çalkantılı bir seyir izledi. Gerek AB odaklı sorunlar, gerekse ABD tarafından son dönemde gelen zayıf veriler, bize "yeni dünyanın" kolay olmayacağını bir kez daha hatırlattı.

Türkiye tarafında ise nispeten olumlu görünüm sürüyor. 1. çeyrekte %12'ye varan bir büyüme oranı tutturduktan sonra, elimizdeki veriler 2. çeyrekte de toparlanmanın devam ettiğini gösteriyor. Enflasyon tarafında da en kötü geride kalmış gibi gözüküyor, mali düzelme sene başındaki hızını kaybetmiş olsa da devam ediyor.

Ancak geçen raporumuzda belirttiğimiz gibi önümüzde işsizlik, tekrar artmaya başlayan cari açık gibi önemli sorunlar bulunuyor. Bütün bunlar içinde bulunduğumuz olumlu, ama ağırlıklı olarak dönemsel olduğunu düşündüğümüz iyileşmenin, bizi rehavete sürüklememesi gerektiğini hatırlatıyor.

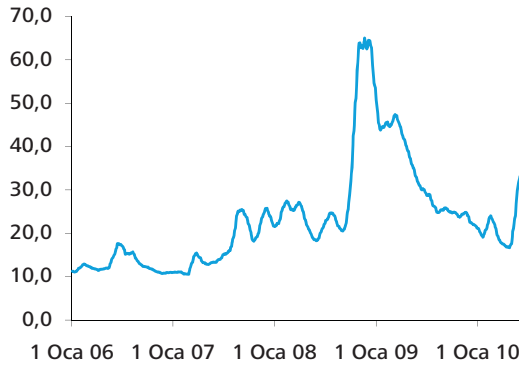
Önümüzdeki dönemin en temel meselesinin, krize nispeten olumlu anlamda kendini ayırıştırarak cevap vermiş olan Türkiye ekonomisinin, ivmesini reformların da desteğiyle sürdürmek, bir anlamda görece bir başarıyı yönetmek. Bu bağlamda raporumuz yayına hazırlandığı sırada yeni yasama yılına ertelendiği anlaşılan Mali Kural uygulamasının 2011'de başlamasının özellikle önemli olduğunu düşünüyoruz. Mali disiplinden taviz vermeyen, reform takvimini detaylandırıp, kurumlarını güçlendirmeye ısrarla devam eden bir Türkiye'nin, yüksek büyüme oranlarını tutturabileceğini, bu aralar oldukça revaçta olan Asya ülkeleri ligine katılabileceğini düşünüyoruz.

Deloitte olarak danışmanımız tarafından hazırlanmış bu çalışmayı yararlı bulmanızı dileriz.

Makro Görünüm

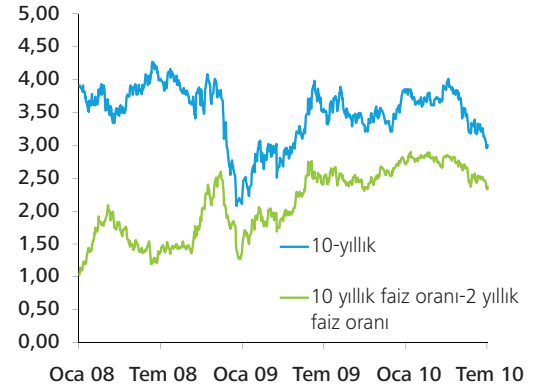
Dünya ekonomisinde 2009 başından beri devam eden olumluya gidiş, son aylarda Avrupa Birliği merkezli borç –ve buna bağlı olarak bankacılık– sorunları dolayısıyla nispeten bozuldu. Son dönemde A.B.D.’den gelen verilerin de gücünü yitirdiğini gözlemledik. Buna bağlı olarak dünya ekonomisinin gelişmiş ülkelerin başı çektiği ikinci bir resesyona gireceği –“second dip” olasılığı– sıkça konuşulur hale geldi. Bütün bunlara bağlı olarak risk iştahında da bir gerileme, “deflasyon” riskinin artması ile birlikte A.B.D. faiz oranlarında sert düşüşler görüldü (Grafik 1 ve 2)¹.

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



IMF dünya ekonomisinin görünümüne ilişkin yayınladığı Temmuz raporunda, Nisan raporuna oranla 2010’da biraz daha kuvvetli bir büyüme performansı görülebileceğinin ancak son aylarda finansal piyasalarda gözlenen çalkantıların “aşağı yönlü riskleri” arttırdığının altını çizdi (Tablo 1).² Ağırlıklı olarak uzun vadeli reformlara ve güvenilirliği yüksek mali uyum planlarına dayanan “büyüme-dostu” bir mali konsolidasyon öneren IMF, yeni stimulus verilmemesi gerektiğini belirtirken, şu ana kadar verilen stimülusun ise henüz çekilmemesi uyarısında bulundu.

Grafik 2 - ABD Faiz Oranları (%)



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

	Güncel tahminler				Nisan tahminlerine göre değişim	
	2008	2009	2010	2011	2010	2011
Dünya	3,0	-0,6	4,6	4,3	0,4	0
Gelişmiş ekonomiler	0,5	-3,2	2,6	2,4	0,3	0,0
ABD	0,4	-2,4	3,3	2,9	0,2	0,3
Euro bölgesi	0,6	-4,1	1,0	1,3	0,0	-0,2
Gelişmekte olan piyasalar	6,1	2,5	6,8	6,4	0,5	-0,1
Gelişmekte olan Asya	7,7	6,9	9,2	8,5	0,5	-0,2
Tüketici fiyatları						
Gelişmiş ekonomiler	3,4	0,1	1,4	1,3	-0,1	-0,1
Gelişmekte olan piyasalar	9,3	5,2	6,3	5,0	0,1	0,3

Kaynak: IMF Dünya Ekonomik Görünümü Raporu (Temmuz 2010)

1. Raporumuz 5 Temmuz 2010 tarihinde yayınlanan enflasyon verisi hariç, 2 Temmuz’a kadar elimizde olan verileri içermektedir. Bu bölümde global taraf dahil varsayım ve tahminlerimize, raporun geri kalanında ise kısaca temel makro sektörlerdeki son gelişmelere yer verilmiştir.

2. Bkz. World Economic Outlook Update, Temmuz 2010.

Bu gelişmeler, 2009'un başından beri devam eden iyileşmeye rağmen dünya ekonomisinin yeni bir dengeye oturmasının zaman alacağı ve bu süreçte risk iştahının da dalgalı bir seyir izleyeceği varsayımımızla tutarlı. Önümüzdeki dönemde gündemi meşgul etmeye devam edecek iki konu Avrupa Birliği borç krizi ve buna bağlı olarak Avrupa bankalarının durumu ve Çin ekonomisinin seyri ile yuanın özellikle A.B.D doları karşısındaki trendi olacak gibi duruyor. Bu iki konuda da hatırı sayılır ilerlemeler oldu. Örneğin, zordaki AB ülkelerine yardım amacıyla Avrupa Finansal İstikrar Fonu (European Financial Stability Facility) kurulması ve bankacılık sektöründeki belirsizlikleri gidermek amacıyla yaklaşık 100 kadar büyük Avrupa bankasına –A.B.D.'de de bir yıl kadar önce yapıldığı gibi– "stress test" uygulanması kararlaştırıldı; Çin ise, detaylandırılmasa da, kur sisteminde esnekliğe gideceğini açıkladı.

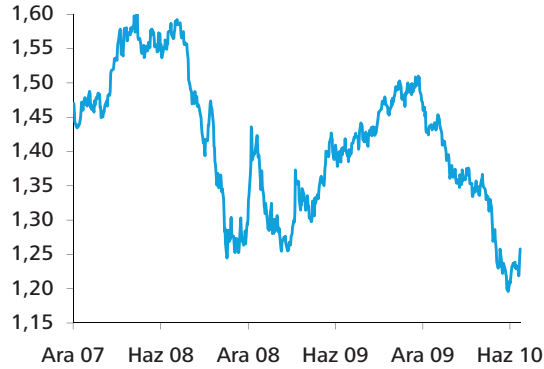
Ancak bu hamlelere rağmen bu "yapısal" sorunların kısa sürede ortadan kaybolmasını beklemek bize gerçekçi gelmiyor; o yüzden yeni bir denge arayışındaki dünya ekonomisinin çalkantılı seyrinin ve piyasaların iyileşme gücü konusundaki ürkekliğinin devam edeceğini düşünüyoruz. Tronto'daki son G-20 toplantılarında da mali uyum konusunda net bir mesaj çıkmamasını, bulunduğumuz konjonktürde ekonomi politikalarını koordine etmenin zorluğunun bir göstergesi olarak algılıyoruz.³

Dünya ekonomisinin zayıflayan görünümü, petrol fiyatlarında nisbi bir yumuşamaya sebep olurken, her şeye rağmen varil başına 75 dolar civarında (Brent) dalgalanması dikkat çekti (Grafik 3). Avrupa Birliği borç krizinin yoğunlaşmasıyla satış yiyen euro ise, A.B.D. ekonomisinden gelen yavaşlama sinyalleri ve AB tarafında açıklanan bazı tedbirlerle birleşerek dolar karşısındaki kayıplarını kısmen telafi etti (Grafik 4). Bu gelişmelerle tutarlı olarak, son raporumuza kıyasla, petrol fiyatını bir miktar aşağı çekerken, dolar/euro paritesinin yılsonuna doğru bir nebze dolar lehine hareket edeceğini varsaydık.

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



Grafik 4 - €/Ş Paritesi



Türkiye ekonomisi tarafında genelde olumlu performans devam etti. Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYİH) rakamlarının gösterdiği gibi, ekonomik aktivitede 1.çeyrekte hızlı bir sıçrama gözlemledik. Mevsimsellikten arındırıldığında hafif hayal kırıklığı yaratsa da gerek GSYİH verileri gerekse onun ardından gelen Nisan/Mayıs verileri, yavaşlayarak da olsa genelde ekonomik aktivitede toparlanmanın devam ettiğini gösteriyor. Her ne kadar yılın sonuna doğru büyümede ciddi bir momentum kaybı bekliyorsak da, bu gelişmeler ışığında geçen raporumuzdaki %5,5-%6 bandında olan büyüme tahminimizi koruyoruz.

³. Bakınız Toronto Zirve Deklerasyonu, 26-27 Haziran 2010 (www.g20.org) ve takip eden yorumlar, örneğin "Pros and cons of austerity packages occupy G20", Financial Times, 29 Haziran 2010.

Son raporumuzdan beri en olumlu sürpriz, enflasyon tarafında görüldü. Gıda fiyatları dolayısıyla beklenenden daha hızlı düşen enflasyon, zayıf seyreden dış talep riski ile birleşince Merkez Bankası'nın lisanında bariz bir yumuşama görüldü. Bu açıdan yıl sonuna doğru 100 puan artış şeklinde olan faiz beklentimizi, bu sene faiz artışı olmayacak şeklinde değiştirdik. Ancak bizim enflasyonun uzun vadeli görünümü konusunda kuşkulu tavrımız devam ediyor. Bu açıdan 2011 yılında enflasyonun yılın başında hedef doğrultusunda hareket ettikten sonra tekrar yükselmeye başlayacağı ve yılı Merkez Bankası'nın öngördüğü %5 düzeylerinin aksine %7-%7,5 seviyelerinde kapatacağı şeklindeki beklentimizi koruyoruz. Bu yüzden de, Enflasyon Hedeflemesi rejimi çerçevesinde Para Politikası Kurulu'nun bir noktada faiz yükseltmesi gerekeceğini düşünmeye devam ediyoruz.

Mayıs rakamları itibarıyla mali tarafta gelir ağırlıklı ciddi bir düzelme yaşanıyor. Gelirlerdeki artış ise, büyük oranda ekonomideki iyileşme ve geçen sene yapılan vergi ayarlamalarının ürünü. Bu arada belli harcama tiplerinde kısıntıya gidildiğini ve en azından nominal olarak bu harcamaların sabitlendiğini görüyoruz. Sonuç olarak Ocak-Mayıs döneminde faiz dışı dengenin geçen seneki 5 milyar TL civarından yaklaşık iki buçuk katı artarak, 14 milyar liraya (GSYİH'nin yaklaşık %1,3'ü), çıktığını gözlemledik. Raporumuz yayına hazırlandığı sırada Mali Kural'ın yasallaşması Ekim'e ertelenmiş olsa da, akabindeki demeçler halen Kural'ın 2011 yılında uygulanacağı yönünde idi.⁴ Bu gelişmelerin son derece olumlu olduğunun altını çizmekle birlikte, siyasi takvimin özellikle harcamalar üzerinde baskıyı arttıracak riskler teşkil ettiğini vurgulamak gerekiyor. Ekonominin beklenenden daha iyi bir büyüme performansı göstereceği göz önünde bulundurulduğunda, bütçe hedeflerinin ciddi şekilde aşılması beklenmeli. Ancak biz şu ana kadar ki bütçe hedeflerinin üstünde performansla rağmen, hedeflerin tutturulacağını ama çok da aşılmayacağını tahmin ediyoruz.

4. Son raporumuzdan beri Mali Kural'ın ayrıntıları da ortaya çıktı. Kuralın kapsamının merkezi hükümet yerine daha geniş kapsamlı (sosyal güvenlik, fonlar ve mahalli idareleride içeren) "genel hükümet" düzeyinde belirlenmesi olumlu karşılırken, denetimin Sayıştay'a bırakılması, TOKİ gibi önemli bazı kurumların kapsam dışında tutulması analistler tarafından eleştirilen konular arasında yer aldı. Biz bu eleştirilere kısmen katılmakla birlikte, gerçek sınavın uygulamada ortaya çıkacağını düşünüyoruz.

Her zamanki gibi finansman tarafına detaylı bakmak faydalı olacaktır diye düşünüyoruz (Tablo 2). Daha önceki raporlarımıza paralel olarak, cari açığın bu yıl 30 milyar doları aşması ve önümüzdeki yıl da biraz daha genişlemesi bize oldukça makul gözüküyor. Buna bağlı olarak yaz aylarının rehaveti sonrasında ve döviz girişlerinin yavaşlaması ile birlikte sonbahar/kış döneminde dış finansman tarafındaki sıkışıklığın hissedilmesini bekliyoruz.

Ancak bununla birlikte, Türkiye'nin dış finansman olanaklarının son aylarda bir iyileşme göstermeye başladığının altını çizmek gerekiyor. Nihayetinde Ocak-Nisan döneminde 14 milyar dolarlık cari açık ve 15 milyar dolarlık borç servisi sorunsuz karşılanmış oldu. Özellikle IMF desteği olmadan ve rezervlerde ciddi bir erime yaşanmadan 2009 gibi zor bir yılın atlatılması ve bu yıla iyi bir başlangıç yapılması bizce ekonominin direncini göstermesi açısından önemli. Ancak aşağıda detaylarını vereceğimiz gibi finansmanın kalitesi açısından bakıldığında temel senaryomuz olan "sürdürülebilirlik sorununun" halen önemini koruduğunu görüyoruz. Buna bağlı olarak da biz dış finansman tarafında iyimserliğe kapılmak için henüz erken olduğunu ve önceki raporlarımızda belirttiğimiz gibi 2010 ve 2011 yıllarının finansman açısından Türkiye'yi zorlayabileceğini bir kez daha vurgulamak istiyoruz.

Detaylara bakacak olursak, 2010 ve 2011 yıllarına dair tahminlerimizde geçen raporumuzdan bu yana çok önemli bir değişiklik yapma ihtiyacı duymadık. Türkiye'nin bu yıl için 30 milyar dolar civarında bir cari açığın yanı sıra 40 milyar dolarlık bir orta ve uzun vadeli borç servisi (kamu ve özel sektör toplam olarak) ile toplam 70-75 milyar dolar civarında bir finansman ihtiyacı olacağını hesaplıyoruz. Gelecek yıl için bu rakamın, cari açığın genişlemeye devam edeceği (35 milyar dolar üstü) ancak borç servisinin bir miktar düşeceği beklentisi ile, aşağı yukarı aynı kalmasını öngörüyoruz. Ancak kriz ile birlikte sermaye akımlarının ağırlığının DYY ve uzun vadeli bankacılık dışı özel sektör borçlanmasından; kaynağı belli olmayan girişlerine (net hata noksan kalemi), Hazine dış borçlanmasına ve yurtiçi yerleşiklerin yurtdışı mevduatlarının azaltılmasına (bir nevi "eve dönüş" etkisi) kayması, yurtdışı likidite koşullarının henüz bunu yeniden tersine çevirecek ölçüde iyileşmemesi, sürdürülebilirlik konusunda ciddi soru işaretleri uyandırıyor.

Doğrudan Yabancı Yatırımlar (DYY) kanalı ile sene başından beri (net) 1,7 milyar dolarlık bir sermaye girişi yaşansa da geçen raporumuzda belirttiğimiz gibi bunun önemli bir bölümünü bir önceki yıldan devrolan gelirler sağladı. Biz bu tablo ışığında 2010 yılı DYY beklentimizde bir değişiklik yapma ihtiyacı duymuyor ve (net) 7,5 milyar dolarlık öngörümüzü koruyoruz. Ancak hükümetin özelleştirme planını açıklaması 2011 yılı için rakamlarımızı çok hafif yukarı doğru revize etmemize neden oldu. Dört termik santral (Hamitabat, Soma, Can ve Seyitömer), THY ve Ziraat Bankası satışlarının gelecek yıl gerçekleşeceği beklentisine ek olarak gayri menkul satışları ve küçük çaplı özel sektör birleşmeleri ile biz 2011 yılı DYY tahminimizi 9 milyar dolar (net bazda) olarak revize ettik.

Geçen raporumuzda 2010 yılının portföy yatırımları (sadece özel sektör hisse senetleri anlamında) açısından da çok kuvvetli olmayacağını yazmıştık. Yılın ilk 4 ayının bu öngörümüzü destekler nitelikte olması, yılsonu için portföy yatırımlarından önemli bir para akımı olmayacağı beklentimizin geçerliliğini koruduğunu gösteriyor. Uluslararası koşullarda ciddi bir iyileşme için henüz herhangi bir ışığın görülmeyeceği düşünülürken biz 2011 yılı için de benzer bir tablonun geçerli olacağını öngörüyoruz.

Sene başından Nisan ayına kadar uzun ve orta vadeli borçlanma kanalı ile (özel ve kamu sektörü toplam) 20 milyar dolar seviyesinde bir sermaye girişi sağlandı. (2009 yılının tamamında 35 milyar dolar). Ancak bunun önemli bir kesimin kamu kesimi tarafından (12 milyar dolar) gerçekleştirilmesi ve özel sektörün net borç ödeyicisi konumunu sürdürmesi dikkat çekici. Yukarıda belirttiğimiz gibi yurtdışı likidite koşullarında önemli bir değişikliğin olmayacağı beklentisi ile bu tablonun (kamu kesimi borçlanmasının artacağı ve özel sektörün net borç ödeyicisi konumunun süreceği) bu yıl sonunda da devam edeceğini düşünüyor ve 30 milyar dolar bankacılık dışı özel sektör olmak üzere, uzun ve orta vadeli borçlanma kanalı ile 50 milyar dolar civarında bir sermaye girişi bekliyoruz. 2011 yılında ise toplamda benzer rakamların telaffuz edileceğini düşünüyoruz. Ancak her ne kadar tahmin için henüz erken de olsa özel sektörün borç koşullarında bir parça iyileşme yaşanacağını ve bankacılık dışı özel sektörün borç çevirme rasyosunun yeniden 100'ün üzerine çıkacağını (net borç yaratıcısı konumuna geçeceğini) öngörüyoruz.

Yukarıda belirttiğimiz tabloya ek olarak kısa vadeli (net) borçlanmadan da 2010'un tamamında ciddi bir giriş yaşanacağı (5 milyar dolar), bankaların yurtdışı döviz varlıklarında sene başından beri süren rezerv kullanımının bu seviyelerde kalacağı (15 milyar dolar), kriz döneminde önemli bir finansman kalemi haline gelen kaynağı belli olmayan sermaye girişlerindeki (net hata noksan kalemi) durulmanın devam edeceği ve Hazine eurobond ihraçları ve Merkez Bankası döviz alımları ile artan rezerv birikimin bu seviyelerini (8 milyar dolar) koruyacağı beklentisi ışığında biz Türkiye'nin bu yıl için 70 milyar dolar, önümüzdeki yıl ise 60 milyar dolar üstü finansman kaynağı yaratacağını hesaplıyoruz.

Ancak tablomuzda her iki yıl içinde de bir miktar finansman açığı olabileceğini (sırası ile 5 milyar dolar ve 10 milyar dolar) göstererek, bir anlamda dış finansman tarafında rakamları denkleştirmenin her şeye rağmen çok kolay olmadığını vurgulamak istiyoruz.



Tablo 2 - Finansman Tablosu: 2007-2011 (milyar \$)

	2007	2008	2009	2010t	2011t
Finansman İhtiyacı	77,4	84,7	61,6	74,7	73,5
Cari Açık	38,3	41,9	14,0	32,0	37,0
Borç Servisi (orta-uzun vadeli)	39,0	42,7	47,7	42,7	36,5
Kamu	13,6	10,6	6,7	7,9	8,5
sak: IMF	5,1	1,9	0,7	1,9	2,6
Dış Borç Senetleri	3,7	3,4	1,9	2,7	1,8
Özel	25,4	32,1	40,9	34,8	28,0
Bankalar	3,1	7,2	7,3	4,5	6,7
Diğer sektörler	22,3	24,9	33,7	30,3	21,4
Finansman Kaynağı	77,4	84,7	61,6	69,6	62,9
Doğrudan Yatırımlar (net)	19,9	15,7	6,1	7,5	9,0
Portföy (özel sektör; net)	3,1	-0,6	0,1	0,0	1,0
Borçlanma (orta-uzun vadeli)	63,1	65,1	35,1	50,1	50,4
Kamu	5,9	7,8	6,6	16,0	9,0
sak: IMF	1,1	3,6	0,0	0,0	0,0
Borç Senetleri 1/	1,3	-1,1	2,0	11,5	6,0
sak: Yurtiçi (TL) Senetler (net)	-3,3	-5,1	-1,7	5,5	2,0
Özel	57,2	57,3	28,6	34,1	41,4
Bankalar	10,5	7,8	5,7	4,5	9,4
Diğer sektörler	46,7	49,5	22,8	29,7	32,0
Kısa vadeli (net) 2/	2,7	4,6	-4,0	5,0	2,5
Bankaların Döviz Varlıkları (net) 3/	-5,0	-7,0	19,5	15,0	0,0
Net Hata Noksan 4/	1,6	5,6	5,0	0,0	0,0
Rezerv Varlıklar (' - ' = rezerv birikimi)	-8,0	1,1	-0,1	-8,0	0,0
Finansman Açığı	0,0	0,0	0,0	5,1	10,6
Kaynak: TCMB, Hazine ve GlobalSource 1. Yurtdışı yerleşiklerin elindeki kağıtlar ile eurobondlar dahil (net) 2. 2010 1.Ç sonu itibari ile kısa vadeli krediler \$28.3 milyar seviyesindedir. 3. Diğer varlık ve yükümlülükleri içermektedir; (-) yurtdışında varlık birikimi ya da içeride yükümlülük azalışı anlamına gelmektedir. 4. Projeksiyonlarımız için net hata noksanı 0 kabul ediyoruz, geçmiş dönem datalarını ise koruyoruz.					

Özetleyecek olursak, gerek 2010 gerekse önümüzdeki yıl için makro tahminlerimiz önceki raporumuzdan çok farklı değil (Tablo 3). Global ortam beklediğimiz gibi çalkantılı bir görünüm sergilerken, dış finansman tarafındaki resmin çok rahat olmaması, siyaseten zorlu bir süreçle karşı karşıya oluşumuz, baz etkisinin tamamen ortadan kalkacağı 2011 yılında büyüme konusunda çok olumlu olmamızı engelliyor. Enflasyon

tarafında ise bu yıl Merkez Bankası'nın da altını çizdiği gibi "hedefe yakın" (%6,5) bir seyir bekliyoruz ancak 2011 için Merkez Bankası'nın aksine daha düşük bir düzeyi görmekte zorlanıyoruz. Cari açık tarafında ise –enerji faturasının da ciddi boyutlarda olacağını hatırlatarak– genişlemenin normal şartlar altında devam edeceğini düşünüyoruz.

Tablo 3- Temel Makro Göstergeler

	2008	2009	2010t		2011t	
			Son Rapor	Revize	Son Rapor	Revize
Büyüme (GSMH; %)	0,7	-4,7	5,7	5,6	3,5	3,3
Enflasyon (TÜFE, dönem sonu)	10,1	6,5	8,3	7,2	7,5	7,1
Cari Denge (milyar \$)	-41,9	-14,0	-30,5	-32,0	-37,6	-37,0
Cari Denge (GSYİH'ye oran olarak)	-5,7	-2,3	-4,3	-4,5	-5,1	-5,4
Dış Ticaret Açığı (milyar \$)	-69,9	-38,8	-59,3	-59,4	-68,4	-67,5
Enerji Faturası (net, milyar \$)	40,7	26,0	36,5	31,0	37,2	34,5
Doğrudan Yabancı Yatırımlar (milyar \$; net)	15,7	6,1	7,5	7,5	8,5	9,0
Döviz Kuru (TL/\$; yılsonu Aralık verileriyle)	1,540	1,503	1,619	1,650	1,681	1,700
MB O/N Faiz Oranları (yılsonu; basit; %) 1/	15,0	6,5	8,0	7,0	9,5	8,5
Gösterge DİBS Faizi (yılsonu; bileşik, %)	17,9	9,2	11,0	9,0	11,5	10,5
Merkezi Hükümet Faiz Dışı Fazlası (GSYİH'ya oran olarak)	3,5	0,1	0,4	0,5	0,4	0,8
Merkezi Hükümet Bütçe Dengesi (GSYİH'ya oran olarak)	-1,8	-5,5	-4,7	-4,7	-4,1	-3,7
Merkezi Hükümet Brüt Borç Stoku (GSYİH'ya oran olarak)	40,0	46,3	45,1	46,3	45,1	46,2

1/ 2010 yılı itibari ile 1 haftalık repo faizi.

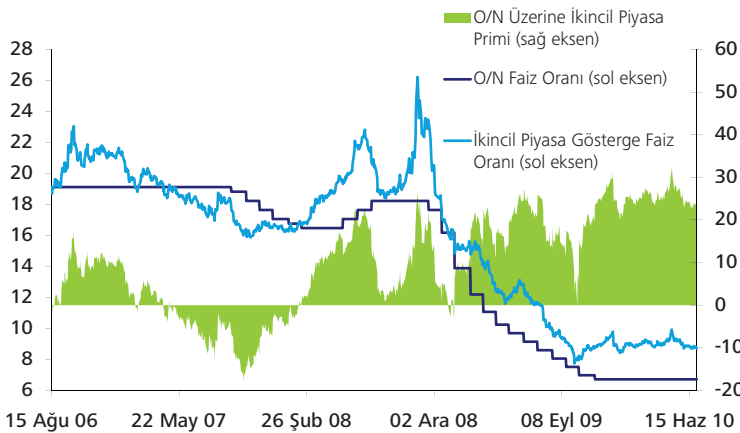
Ancak aynen geçen raporumuzda da belirttiğimiz gibi bu resmin farklı gelişebileceğini de vurgulamakta yarar görüyoruz. Örneğin alternatif bir senaryoda, sermaye hareketleri daha kuvvetli seyredebilir ve bu bankacılık sektörünün sağlıklı konumu ile birleştiğinde Türkiye ekonomisinin burada verilen baz senaryoya göre büyüme açısından nispeten daha güçlü bir patikaya oturması beklenebilir. Mali tarafta siyasi takvime rağmen güçlü performans gösterilmesi ise, kredi derecelendirme kuruluşlarından not arttırımı getirerek, bizi "yatırım yapılabilir" kategorisine taşıyabilir. Bu senaryoyu baz senaryo olarak alması da önümüzdeki 6-9 ay gelişmelerin bu perspektiften yakinen takip edilmesi gerekir diye düşünüyoruz.

Piyasalar: İyi gittik, biraz nefes alalım...

Son raporumuzdan bu yana mali piyasalar açısından belirleyici olan, bir önceki raporumuzda söz ettiğimiz Avrupa borç krizine dair gelişmeler ve içerde ilki kadar etkili olmasa da erken seçim konusunda yapılan spekülasyonlar oldu. Büyüme görünümüne dair veriler olumlu açıklanmaya devam etse de, ilk çeyrekte Yunanistan'a dair ortaya çıkan endişeler Nisan-Mayıs aylarında Euro Bölgesi'nin İspanya, Portekiz ve İtalya gibi ülkelerinde ortaya çıkarken panik satışlardan Türkiye de nasibini aldı. Euro Bölgesi ülkeleri ve IMF'nin Yunanistan'a karşı taahhütleri ve sıkıntıya düşen ülkelere yardım etmek için bir fon kurma girişimleri piyasalara geçici bir rahatlama getirirken, sonrasında büyümeye ve yeni bir kredi krizine yönelik kaygıların yeniden ortaya çıkması son dönemlerde satışları beraberinde getirdi.

Yukarıda bahsettiğimiz tedirginliklerle birlikte Mayıs ayı başlarında %10 seviyesine yaklaşan gösterge tahvil faizi bu noktada kurtarma fonu kurulacağı haberleri sonucu gelen alımlarla sert bir düşüş göstererek bir süre %9'un üzerinde seyretti. Tahvil faizi son aylarda olumlu gelen enflasyon verileri, Avrupa'nın büyüme görünümünün bozulması, yılın son çeyreğinde ve hatta 2. yarısında faizleri arttırmayı beklenen Merkez Bankası'nın bu yıl faiz arttırmayacağı beklentileri ile birlikte %9 seviyesinin de altına gerileyerek raporumuzu yayına hazırladığımız günlerde %8,50'li seviyelerde seyrediyordu (Grafik 1). Yıllık enflasyonda süregelen düşüş ile Merkez Bankası'nın bu yıl faizleri arttırmayacağı beklentisinin yerleşmesinin gösterge tahvil faizi üzerinde aşağı yönlü baskı oluşturmaya devam edeceğini düşünüyoruz.

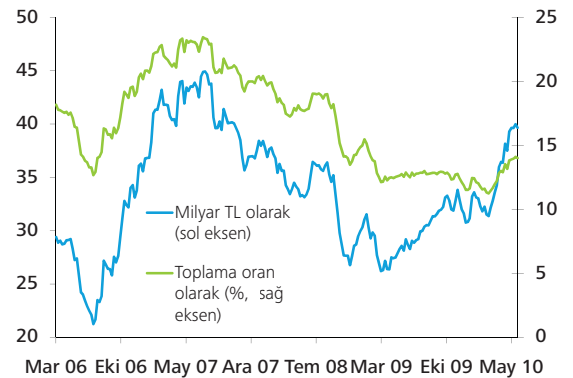
Grafik 1 - Faiz Oranları (bileşik; %)



Türkiye'nin komşusu Yunanistan ile Euro Bölgesi'ndeki diğer bazı ülkelerin yaşadığı sıkıntılar yanında Türkiye'nin mali performansının son aylarda oldukça olumlu seyretmesi ve olumlu görülebilecek borçluluk oranları yabancı fonların iç borçlanma senetlerine olan ilgilerini artırmalarına yol açtı. Son raporumuzda 32 milyar TL civarında olan yabancıların sahipliğindeki bono stoku 40 milyar TL'ye yükselirken, toplama oran olarak %11 seviyelerinden %14'e çıktı (Grafik 2). Bu seviyeler son aylarda yükseliş göstermiş olsa da halen kriz öncesi %20 seviyelerinden düşük düzeyleri ifade ediyor. Bunun başlıca nedeni ise faiz indirimleriyle beraber yerli bankaların bono pozisyonlarını kriz döneminde iyiden iyiye arttırmış olmaları.

Türkiye'nin 2030 vadeli eurotahvil faizi son raporumuzdan Mayıs ayına uluslararası piyasalarda yaşanan türbülansla birlikte %6,7 seviyesine kadar yükselirken raporumuzu yayına hazırladığımız günlerde %6,2-6,3 bandında bulunuyordu. Tahvil faizlerindeki düşüş olumlu olmakla birlikte, son raporumuzu hazırladığımız dönemden bu yana güvenli liman olarak görülen ABD 10-yıllık tahvillerinin faizinin %4'te %3'e düşmesi eurotahvil faizi ve ABD 10-yıllıkları arasındaki getiri farkının artmasına neden oldu.

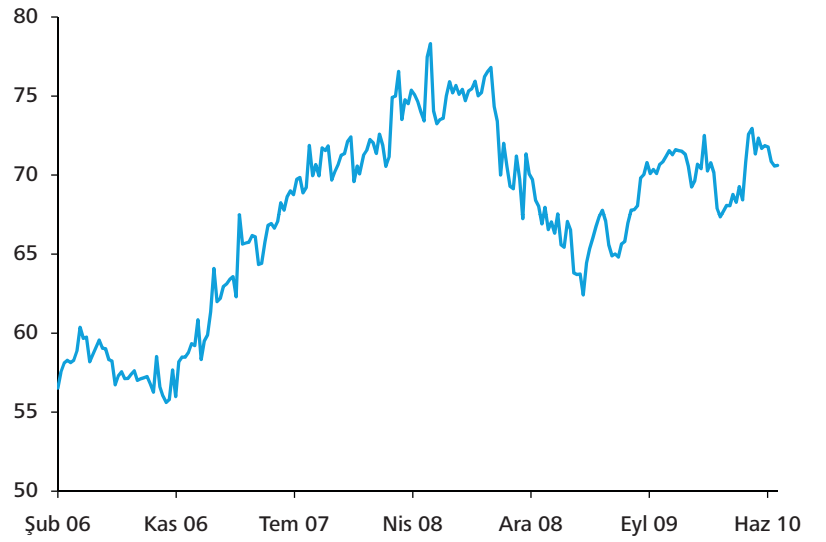
Grafik 2 - Yabancıların Tuttuğu Bono-Tahvil Stoku



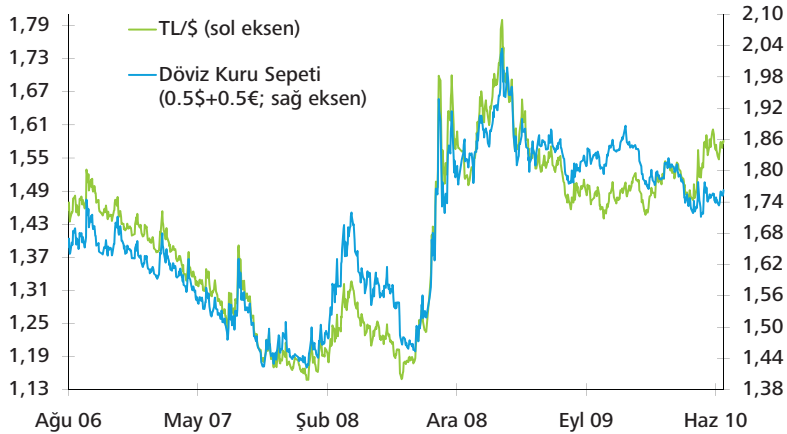
TL son raporumuzdan bu yana döviz kuru sepeti (0,5€+0,5\$) karşısında önemli bir değişim göstermedi ve bu süreçte 1,72-1,78 bandında dalgalandı (Grafik 3). Euro/Dolar paritesindeki sert düşüşün etkisiyle TL, dolar karşısında değer kaybederken, Euro karşısında önemli oranda değer kazandı. Dolar kuru Yunanistan borç krizinin zirve yaptığı dönemde 1,6 TL seviyesine yükselirken buradan gelen yerli yatırımcı satışları TL'nin dolar karşısında daha fazla değer kaybetmesini engelledi. Önümüzdeki dönemde Merkez Bankası faiz artırımlarının bu yıl içinde gerçekleşmeyeceği beklentisinin piyasa oyuncuları arasında oldukça yaygınlaşmasının TL'nin değer kazanma sürecini yavaşlatabileceği görüşündeyiz.

Merkez Bankası'nın döviz alım ihalelerine devam etmesinin de desteğiyle Banka'nın rezervlerinde son raporumuzdan bu yana artış yaşandı. Son raporumuzdan bu yana, 69 milyar dolar civarında olan rezervler böylece 71 milyar dolara yükselmiş oldu (Grafik 4). Banka Nisan-Haziran döneminde gerçekleştirdiği döviz alım ihaleleri ile piyasa oyuncularından 2,9 milyar dolar satın almış oldu.

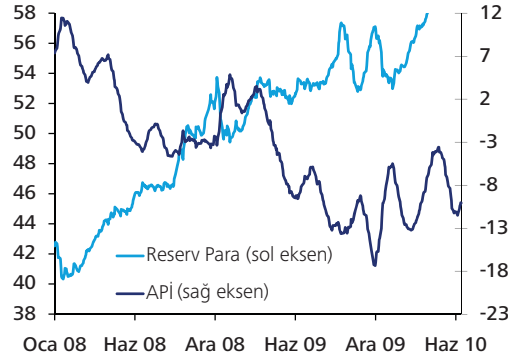
Grafik 4 - TCMB Brüt Rezervleri (milyar \$)



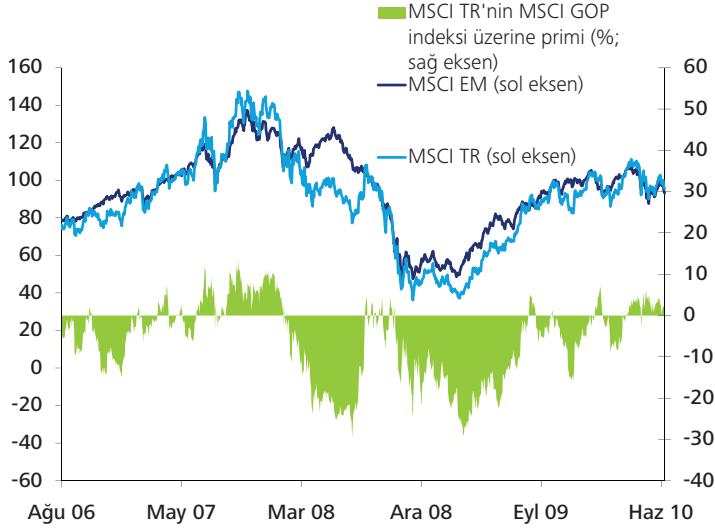
Grafik 3 - Döviz Kuru Gelişmeleri



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



Grafik 6 - MSCI: Türkiye ve EM Endeksi (Ağustos 2008=100)



Açık Piyasa İşlemleri (API) stoku son raporumuzdan bu yana, Merkez Bankası'nın bankacılık sektörüne ihtiyaç duyduğu likiditeyi sağladığı anlamına gelen negatif bölgede kalmaya devam etti (Grafik 5). Merkez Bankası'nın teknik faiz değişikliğinin ilk adımlarını atmış olmasının önümüzdeki dönemde Banka'nın hedeflediği gibi bankaların kendi arasındaki borçlanmalarını daha da arttırarak API'den çektikleri fonları azaltabileceğini düşünüyoruz. Fakat önümüzdeki dönemde API'nin likidite açığı olan bankaların temel fonlama aracı olmaya devam etmesini bekliyoruz.

Türk hisse senetleri son raporumuzdan bu yana dalgalı bir seyir izlerken İMKB-100 Endeksi, Nisan ayında 59 binli seviyeleri görerek yeni bir rekor kırdı. Yunanistan krizinin şiddetlenmesi bu bölgelerden sert satışları beraberinde getirirken, endeks raporumuzu yayına hazırladığımız günlerde 55 binli seviyelerde bulunuyordu.

MSCI Türkiye endeksi (Ağu-08=100) son raporumuzdan bu yana MSCI GOP endeksi ile genelde paralel bir seyir izlerken, son raporumuzu hazırladığımız dönemde MSCI GOP endeksine göre %0,4 puan daha ucuz bulunuyordu. Bu süre zarfında Türk hisseleri MSCI ortalamalarına göre daha yüksek bir performans gösterdi ve raporumuzu yayına hazırladığımız günlerde %5,7 daha primli bulunuyordu (Grafik 6).

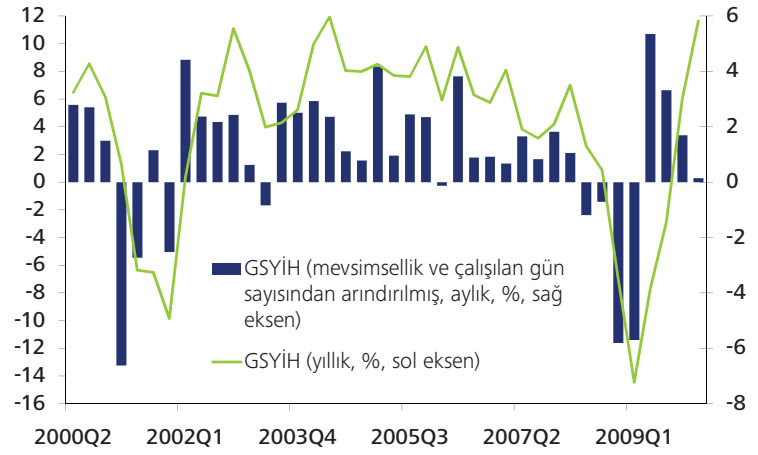


Büyüme ve İstihdam: Hemen her şey beklendiği gibi...

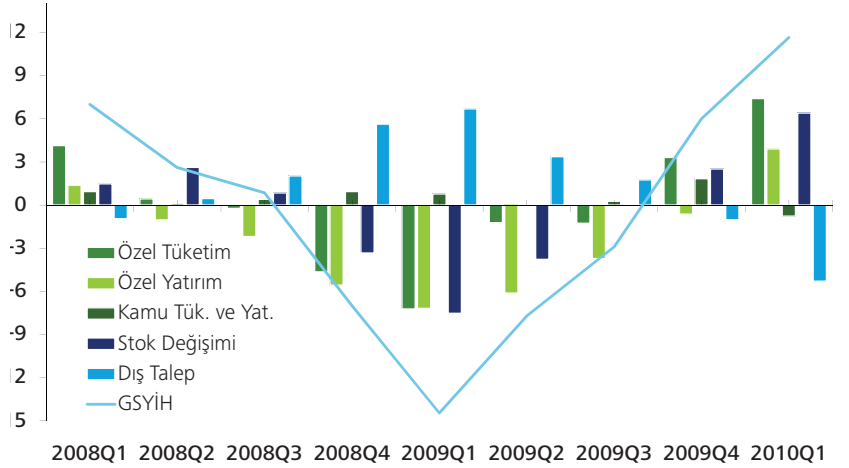
Beklendiği gibi krizden çıkmakta olan ekonomi, yılın ilk çeyreğinde yüksek bir büyüme oranı gerçekleştirdi. Geçen yılın aynı döneminde %14,5 daralan Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYİH), 2010 1. çeyreğinde %11,6'lık bir büyüme kaydetti. 2008 yılının son çeyreğinde başlayan daralma 2009 son çeyrekte yeniden pozitif seyre dönmüştü. TÜİK tarafından yayınlanan mevsimsellik ve takvim etkisinden arındırılmış verilere göre ise, bir önceki çeyreğe oranla %0,15'lik oldukça mütavazi bir büyüme yaşandı (2009 4. çeyreğinde bu oran %1,7 seviyesinde idi.) (Grafik 1).

Harcamalar tarafından büyümenin bileşenlerine baktığımızda talep kompozisyonunun da krizden çıkan bir ekonomi ile uyumlu olduğunu görüyoruz. Başka bir ifade ile özel sektörün sürükleyicisi olduğu bir iç talep, stokların yüksek oranlı pozitif katkısı ve dış talebin hızla genişleyen negatif seyri ile görünümün beklentilerimizle uyumlu olduğu görülüyor. İç talep, 2006 yılından bu yana %10,5 ile büyümeye en yüksek katkısını gerçekleştirirken bunda uzun bir aradan sonra %4 ile yeniden pozitif bir seyre dönen özel sektör yatırımlarının yanı sıra asıl olarak %7,4'lük katkısı ile özel tüketim harcamalarının etkisi oldu. Kamu sektörü tarafından gerçekleştirilen harcamalar oldukça mütavazi bir katkı sağlarken (%0,1) kamu yatırımları düşük de olsa negatif etkisini sürdürdü. İlk çeyrek büyümesine en önemli katkılardan biri de %6,4 ile stok değişiminden gelirken, bir önceki çeyrekte negatif seyir göstermeye başlayan dış talebin bu eğilimi hızlanarak devam etti. Yılın ilk çeyreğinde dış talebin büyümeye %5,3'lük negatif katkısı oldu (Grafik 2).

Grafik 1 - GSYİH Büyümesi (%)

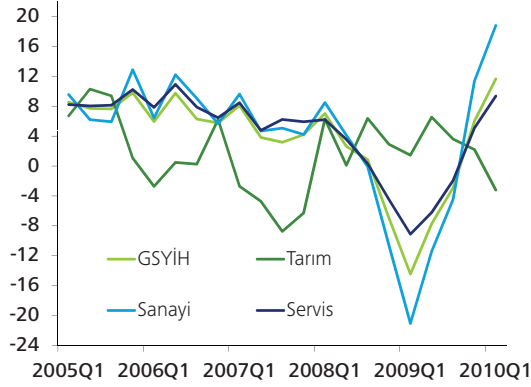


Grafik 2 - Büyümenin Kaynakları (geçen dönemin GSYİH'sına % olarak)



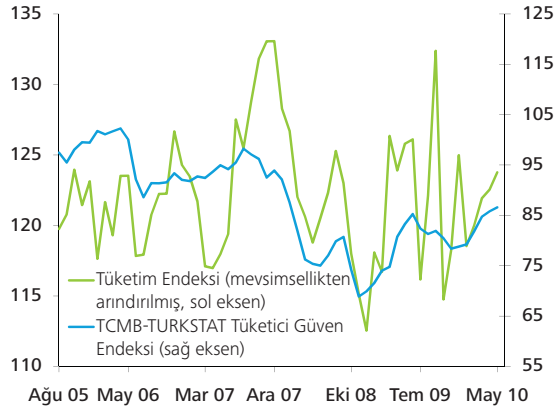
Sektörel bazda yılın ilk çeyrek verileri sanayi ve hizmet tarafında bir iyileşmeye işaret ederken tarım sektöründe ise bir yavaşlama gözlemlendi. Geçen yılın aynı döneminde yıllık bazda %20'nin üzerinde daralan sanayi sektörü, 2010 1. çeyreğinde %19'luk bir artış yaşadı. Hizmet sektörü de benzer şekilde 2009 1. çeyreğinde %9 azalırken bu yıl aynı oranda pozitif büyüme gösterdi. Hizmet sektörünün alt kalemi olan inşaat sektörü uzun süre negatif bir seyir izledikten sonra yılın ilk çeyreğinde yıllık bazda %8 artış gösterdi. Tarımsal üretimde ise geçen yıl %1,4 artış yaşanmışken bu yılın ilk 3 ayında %3'ün üzerinde düşüş görüldü (Grafik 3).

Grafik 3 - GSYİH Büyümesi: Sektörel (%)



Geçen raporumuzda büyümenin iyileşme trendine girdiğini ancak bunun kuvveti konusunda soru işaretlerinin devam ettiğini yazmıştık. Bir anlamda ilk çeyrek verisi iyileşmenin çok da hızlı gerçekleşmeyebileceğini göstermiş oldu. 2. çeyrek için öncü göstergeler de benzer şekilde iyileşmenin devam ettiğini ancak henüz güçlü bir büyüme trendinin oluşup oluşmadığına dair belirsizliklerin sürdüğünü gösteriyor. Örneğin CNBC-e Tüketim Endeksi Nisan-Mayıs aylarında mevsimsel etkilerden arındırılmış olarak ortalama sadece %0,75 yükseldi. TÜİK ve Merkez Bankası tarafından yayınlanan veriler ise tüketici güveninin Nisan-Mayıs döneminde yılın ilk çeyreğine göre iyileşme yaşadığını gösterse de (Nisan-Mayıs ortalaması 86) endeks halen tüketici güveninde kötümser durumu gösteren 100'ün altındaki seyirini sürdürüyor (Grafik 4). Krediler tarafından ise nispeten güçlü seyir devam ediyor. Tüketici kredileri ve kredi kartlarına enflasyondan arındırılmış olarak baktığımızda kriz öncesi seviyelere döndüğünü; haftalık değişim oranlarına baktığımızda ise yıllık %35 civarında seyrettiğini görüyoruz.

Grafik 4 - Tüketici Güveni ve Tüketim Endeksi

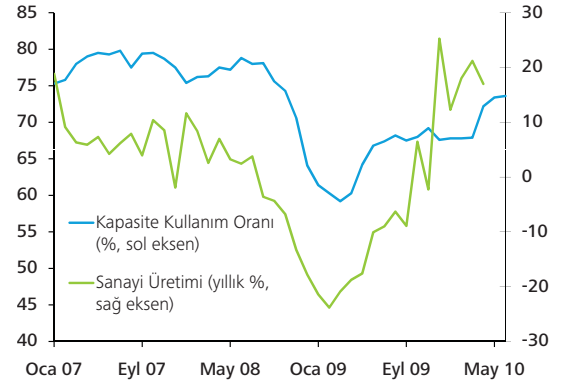


Sanayi üretimi ise daha güçlü bir görünüm arz ediyor. Yılın ilk üç ayında geçen senenin aynı dönemine göre ortalama %17 artış gösteren sanayi üretimi, Nisan ayında da %20'ye yakın yükseldi. TUIK tarafından yayınlanan mevsimsellik ve çalışılan işgünü etkisinden arındırılmış veriler ise Nisan ayında sanayi üretiminde %0,8'lik bir artışa işaret ediyor.⁵ Ancak kapasite kullanımında ise iyileşme henüz tamamlanmadı. Haziran ayı verilerine göre %73 civarında olan kapasite kullanım oranı halen kriz öncesi seviyelerin altında seyrediyor (Grafik 5).

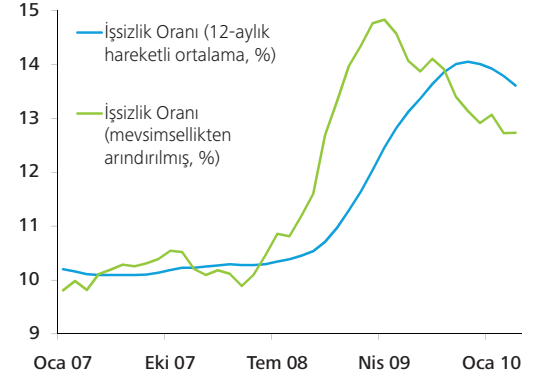
Her ne kadar yılın ilk çeyrek verisi toparlanmanın hızlı olmayacağını gösterdi desek de zayıf seyrin dış talep kaynaklı olması ve iç talebin güçlü bir seyir izlemesi nedeniyle yılsonu beklentimizi revize etme ihtiyacı duymuyor ve bu yıl için %6, gelecek yıl için %3-3,5'luk büyüme öngörümüzü koruyoruz.

Büyümedeki toparlanma trendi işsizlik düzeyindeki artışı da durdurmuş görülüyor (Grafik 6). Mart ayı verilere göre mevsimsel etkilerden arındırılmış işsizlik oranı %13'ün altındaki seviyesini korurken, dalgalandırmalardan arındırmak için baktığımız 12-aylık hareketli ortalama da işsizlik oranında bir düşüş eğilimine işaret ediyor. Ancak sektörel bazda geçen yılın aynı döneminden bu yana istihdam edilen kişilerde en fazla artışın tarım (636 bin kişi) ve düşük verimlilikte olduğunu tahmin ettiğimiz hizmet sektöründe (454 bin kişi) görülmesi, istihdamda sağlıklı bir görünümünden henüz söz edemediğimizi gösteriyor.

Grafik 5 - Sanayi Üretimi ve Kapasite Kullanım Oranı



Grafik 6 - İşsizlik Oranı



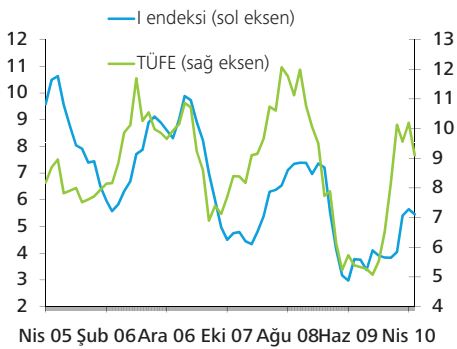
5. Raporumuz hazırlanırken gelen Mayıs ayı verilerine göre mevsimsellik ve çalışılan işgünü etkisinden arındırılmış sanayi üretimi %2 gibi kuvvetli bir artış gösterdi. Ancak serinin oldukça dalgalı bir seyir izlediği unutulmamalı.

Enflasyon ve Para Politikası: Bu sefer şanslıyız...

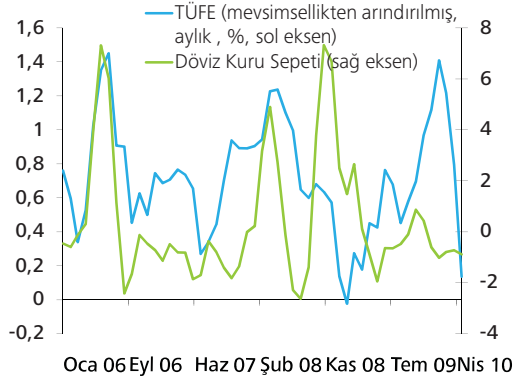
Tüketici fiyatları enflasyonu beklentilerimiz doğrultusunda Mart ayında yeniden %10 seviyesinin altına gerilerken, Nisan'da geçen yıl gerçekleştirilen vergi indirimlerinin yarattığı baz etkisi nedeniyle %10,2 seviyesine yükseldi. Özellikle işlenmemiş gıda fiyatlarında iki ay üst üste (Mayıs-Haziran) görülen sert düşüşler tüketici fiyatları yıllık enflasyonun %10'lu seviyelerden düşerek Haziran itibarıyla %8,37 olarak gerçekleşmesini sağladı (Grafik 1). Merkez Bankası'nın enflasyondaki hareketlerin talepten mi yoksa dışsal etkilerden mi kaynaklandığını anlamak için kullandığı temel enflasyon göstergelerinden 12-aylık I endeksi (enerji, gıda ve alkolsüz içecekler, alkollü içkiler ile tütün ürünleri ve altın hariç) enflasyonu Nisan ayından sonra Mayıs ve Haziran'da düşerek %4,95 seviyesine geriledi.

İç talep krizin en şiddetli olduğu döneme göre bir miktar toparlanma gösterse de talebin halen kriz öncesi döneme göre düşük düzeylerde bulunması TL'nin sepet bazında yaşadığı değer kaybının enflasyona yansımalarının oldukça sınırlı düzeyde kalmasına neden oldu (Grafik 2).

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

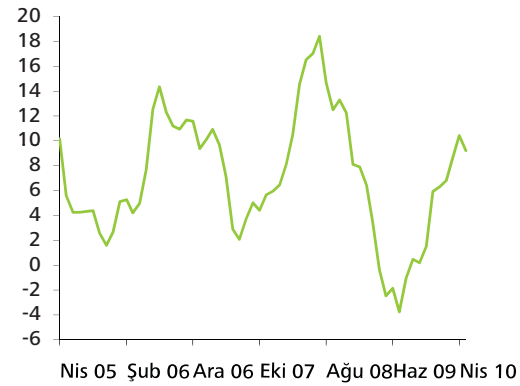


Grafik 2 -TÜFE Enflasyonu ve Döviz Kuru Sepeti (% , 3-aylık hareketli ortalama)



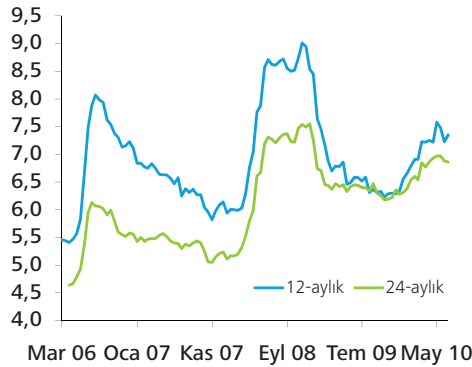
Temmuz ayında %-3,75 yıllık değişim ile tarihi düşük seviyeleri gören üretici fiyatları enflasyonu bu tarihten sonra hızlı bir yükseliş göstererek Nisan ayında %10,42 seviyesini gördü. Üretici fiyatları enflasyonu Mayıs ve Haziran aylarında özellikle tarım fiyatlarındaki düşüşün de katkısıyla gerileyerek Haziran'da %7,64 seviyesine düştü (Grafik 3). Petrol ve emtia fiyatlarının son aylarda Avrupa ülkelerinin kamu borcu ve buna bağlı olarak büyüme kaygıları ile yükselişine ara vermesi de üretici fiyatları enflasyonunun düşmesine katkıda bulunan başka bir unsur oldu.

Grafik 3 -ÜFE Enflasyonu (yıllık, %)



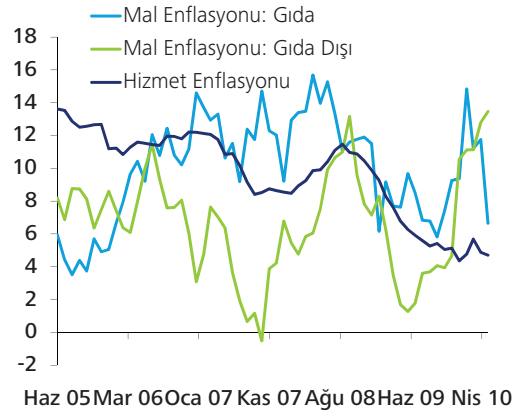
Son raporumuzdan bu yana, Nisan ayında enflasyon oranının %10'un üzerine çıkması 12-ay sonrası için yıllık enflasyon beklentisinin 0,4 puan civarında yükselerek %7,6'ya yaklaşmasına neden oldu. 24-ay sonrası için enflasyon beklentilerinin gösterdiği tepki daha sınırlı olurken, son iki ayda yıllık enflasyon oranlarının düşmesi enflasyon beklentilerinin de düşmesini sağladı. Haziran ayının ikinci anketi itibarıyla 12-ay sonrası için enflasyon beklentisi %7,35, 24-ay sonrası için %6,86 seviyesinde bulunuyor (Grafik 4). Enflasyon beklentilerindeki düşüş olumlu olsa da, beklentilerin daha da ciddi bir şekilde %4-%5 bandına inmesinin dezenflasyon sürecinin başarısı konusunda bir gösterge oluşturacağı görüşündeyiz.

Grafik 4: Enflasyon Beklentileri (%)



Yılı %7 seviyesinde bitiren mal grubu fiyatları enflasyonu Nisan ayında %11,6'ya yükselirken gıda fiyatlarında son iki ayda gözlenen sert düşüşlerle %9,4'e geriledi. Hizmet grubu fiyatları ise Mart'ta %7'ye yükseldikten sonra kademeli bir şekilde düşerek Haziran'da %5,48 olarak gerçekleşti (Grafik 5). Daha önce de belirttiğimiz gibi sert düşüş gösteren işlenmemiş gıda fiyatları ve et ithalatının serbestleşmesi ile düşen et fiyatları nedeniyle, Şubat'ta %14,8'e yükselmiş bulunan gıda ve içecek fiyatları Haziran'da yıllık bazda %5,6 yükselmiş oldu. Mal grubu fiyatlarındaki düşüşte gıda fiyatlarındaki bu düşüş etkili oldu. Kira fiyatları enflasyonu da düşük seyrini sürdürerek hizmet fiyatlarının baskı altında kalmasına katkıda bulundu. Şubat itibarıyla %4,8 seviyesinde bulunan yıllık kira fiyatları enflasyonu Haziran itibarıyla %4,2'ye geriledi.

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



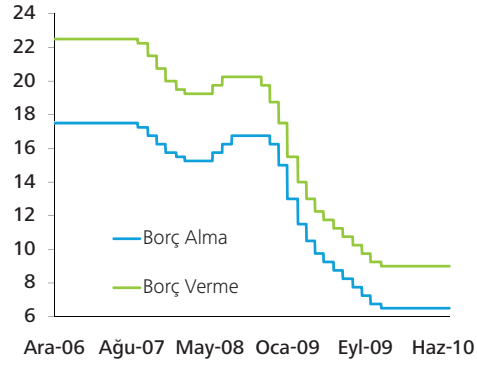
Önümüzdeki dönemde enflasyon cephesindeki en önemli belirleyicilerin son aylarda sert bir biçimde düşen gıda fiyatlarının seyri ve küresel büyüme görünümüne göre dalgalanan petrol fiyatları olacağını düşünüyoruz. Kamu kesimi tarafında bütçe rakamlarındaki olumlu seyrin dolaylı vergilere ve elektrik gibi fiyatlara yapılabilecek yeni artışların ötelenmesini sağlayacağını düşünüyoruz. Merkez Bankası'nın bu yıl faizlerde artışa gitmesinin artık beklenmemesinin TL'nin değer kazancını sınırlayarak kur tarafından enflasyona olumlu bir etki gelmesini zorlaştıracığı görüşündeyiz.

Henüz tahmin yapmak için oldukça erken olsa da 12-aylık enflasyon oranının Temmuz'da da %8'e yakın bir seviyede gerçekleşmesini ve enflasyonun bu seviyelerde birkaç ay kaldıktan sonra yılın son aylarında %8 seviyesinin altına gerilemesini ve yılı %7-7,5 bandında bitirmesini bekliyoruz. Bu yıl yapılan vergi ayarlamalarının oluşturduğu yüksek baz nedeniyle 2011'in ilk aylarında enflasyonun %5-%6 bandına kadar gerileyebileceğini, ancak yılı %7 seviyesi civarında bitireceğini bekliyoruz.

Merkez Bankası 2008 yılı sonlarına doğru küresel finans krizinin zirve yaptığı dönemde faiz indirimlerine başlayarak toplamda 1025 baz puanlık indirim gerçekleştirmişti. Banka borçlanma faizinde son raporumuzdan bu yana da herhangi bir değişiklikte bulunmazken (Grafik 6), yeni gösterge olarak şu anda %7 seviyesinde bulunan haftalık repo ihalesi faiz oranını alacağını açıkladı. Önceki raporumuzu hazırladığımız dönemde Banka'nın 2. çeyrekte faiz artırımına başlayacağını düşünen piyasa oyuncuları bile bulunurken, Avrupa'da yeniden alevlenen kriz ve büyümenin momentum kaybediyor olması Banka'nın bu yıl içerisinde faizlerde indirim gitmeyeceği fikrinin yaygınlaşmasına neden oldu. Biz ise son raporumuzda belirttiğimiz şekilde Banka'nın büyüme görünümünde yaşanan iyileşmeyi sekteye uğratmamak için faiz artış sürecini mümkün oldukça erteleyeceği fikrimizi koruyoruz ve Banka'nın tüketici talebinden bağımsız dışsal bir şok yaşanmadıkça faizleri bu yıl artırmayacağını düşünüyoruz.

Bu görüşün Temmuz ayı sonunda yayınlanacak Enflasyon Raporu'nda yansıtılabileceğini düşünüyoruz. Hatırlayacak olursak, Nisan sonunda yayınladığı Enflasyon Raporu'nda Merkez Bankası politika faizlerinin bir süre daha mevcut düzeylerde tutularak yılın son çeyreğinden itibaren ölçülü artışlar gösterdikten sonra tahmin ufku boyunca tek haneli düzeylerde kalacağını varsayım olarak almıştı. Bu senaryoda Merkez Bankası 2010 sonunda enflasyonun yüzde 70 olasılıkla %7,2 ile %9,6 (orta noktası %8,4), 2011 yılı sonunda ise %3,6 ile %7,2 aralığında (orta noktası %5,4) gerçekleşeceğini tahmin ettiğini açıkladı. Banka böylece 2010 için enflasyon tahminini %6,9'dan %8,4'e yükseltmiş oldu. Temmuz ayı sonunda yayınlanacak olan Temmuz Enflasyon Raporu'nda ise, hem bu enflasyon tahmininin hem de faiz görünümünün yumuşatılarak değiştirilmesi sürpriz olmayacaktır.

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



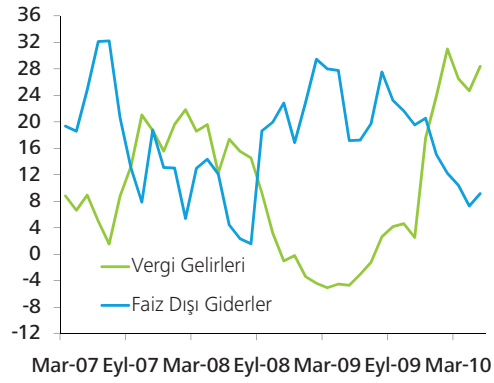
Mali Politikalar ve Kamu Borcu: Şimdilik müthiş...

Son raporumuzdan bu yana geçen yılın son aylarından başlayarak, olumluya dönen mali verilerin bu seyrini devam ettirdiğini gözlemledik. Ocak-Mayıs dönemini incelediğimizde bu pozitif görünüm ağırlıklı olarak vergi gelirlerindeki artıştan kaynaklansa da, faiz dışı harcamaların kontrol altında tutulmasının da olumlu seyirde etkisi olduğu görülüyor. Vergi gelirleri (3-aylık ortalamalar ve nominal olarak baktığımızda) Mart raporumuzdan bu yana 2009 Ağustos ayında başlayan pozitif trendi önemli ölçüde devam ettirerek %30'a yakın artışlar gösterdi (Grafik 1). Faiz dışı harcamalardaki artış ise düşüşünü sürdürerek son raporumuzdan bu yana %7-%10 (nominal) seviyelerinde artışlar gösterdi. Enflasyon göz önüne alındığında aslında reel olarak faiz dışı harcamalarda son aylarda herhangi bir artış görülmemesini oldukça olumlu buluyoruz.

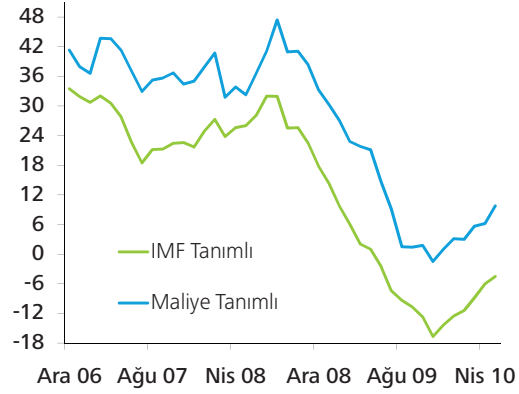


Faiz dışı harcamalardaki artışın yavaşlaması ve vergi gelirleri artışındaki kuvvetli seyrin devam etmesi faiz giderlerinin hariç tutulması ile elde edilen Faiz Dışı Fazla'nın (FDF) son raporumuzdan bu yana kademeli olarak yükselmesini sağladı. Şubat ayında 12-aylık kümülatif bazda Maliye Bakanlığı tanımıyla 3 Milyar TL olarak gerçekleşen FDF, Mayıs ayı itibarıyla 9,8 milyar TL düzeyinde bulunuyor (Grafik 2). Diğer taraftan özelleştirme, kamu bankalarından yapılan temettü aktarımları vb. tek seferlik gelirleri içermeyen IMF tanımlı faiz dışı açık ise 12-aylık toplam olarak Şubat'taki 11,4 milyar TL seviyesinden kademeli bir şekilde daralarak Mayıs ayında 4,5 milyar TL'ye düştü. ne alındığında aslında reel olarak faiz dışı harcamalarda son aylarda herhangi bir artış görülmemesini oldukça olumlu buluyoruz.

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

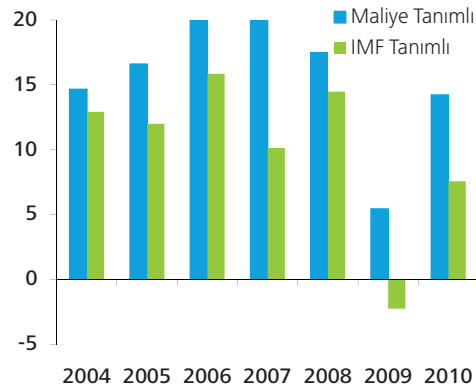


Grafik 2 - Merkezi Yönetim Faiz Dışı Fazlası (milyar TL, 12-aylık toplam olarak)



Benzer şekilde, yılın ilk beş ayı değerlendirildiğinde mali dengelerdeki olumlu seyir çok daha açık görülüyor. FDF hem IMF hem de Maliye Bakanlığı tanımıyla geçen yılın aynı dönemine göre oldukça iyi bir performans sergiliyor. Ocak-Mayıs döneminde Maliye tanımlı FDF 14,2 milyar TL, IMF tanımlı FDF ise 7,6 milyar TL olarak gerçekleşti. 2009 yılının aynı döneminde ise bu rakamlar sırasıyla 5,4 ve -2,3 milyar TL (faiz dışı açık) olarak gerçekleşmişti (Grafik 3).

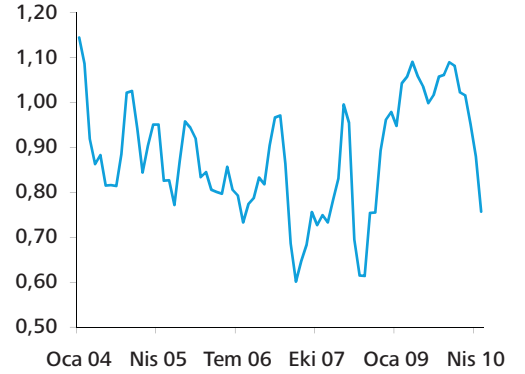
Grafik 3 - Merkezi Yönetim Faiz Dışı Fazlası (milyar TL, Ocak-Mayıs 5-aylık toplam)



Merkezi Hükümet bütçesindeki bu olumlu gelişmelerin sosyal güvenlik kurumu ve belediyeler gibi kamu kesiminin diğer bileşenlerinde de tekrarlanmasının mali alanda görülen başarıyı sağlamlaştıracağını düşünüyoruz. Yerel yönetimler, Toplu Konut İdaresi (TOKİ) gibi kuruluşların harcamalarını çok yakından takip edemememiz Merkezi Yönetim bütçesinde görülen başarının diğer bileşenler için de gerçekleşip gerçekleşmeyeceği konusunda net bir fikirde bulunmamızı engelliyor. (Basından takip ettiğimiz bilgilere göre TOKİ'nin mali kural kapsamında yer almaması mali disiplinin tüm bileşenlerde uygulanmasının zor olabileceğini gösteriyor.) Bu kaygılarımıza rağmen kısa vadede olumlu mali seyrin devam etmesini bekliyoruz. Avrupa'da krizin derinleşmesi ile birlikte Türkiye'de de büyümenin yavaşlaması sonucu oluşabilecek vergi kayıpları olumlu görünüm için diğer bir risk unsuru olarak ortaya çıkıyor.

Sene başında beklentiler 2010 için %100 üzerinde iç borç yenileme oranları iken ve ilk aylarda bu beklenti gerçekleşirken, düzelen mali dengeler borç yenileme oranında sert düşüşü beraberinde getirdi (Grafik 4). Ocak ve Şubat aylarında %102 (3-aylık ortalama olarak) seviyesinde bulunan iç borç çevirme rasyosu Mayıs itibarıyla %76 seviyesinde bulunuyor.

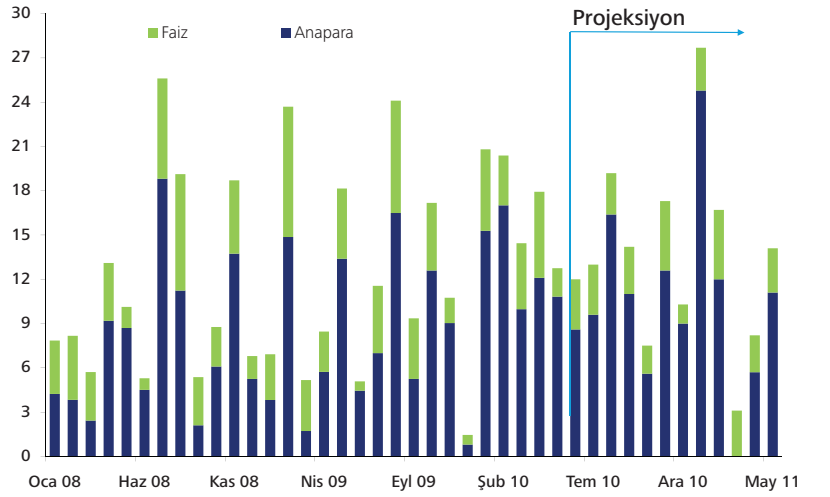
Grafik 4 - Hazine Borç Çevirme Rasyosu (3-aylık hareketli ortalama)



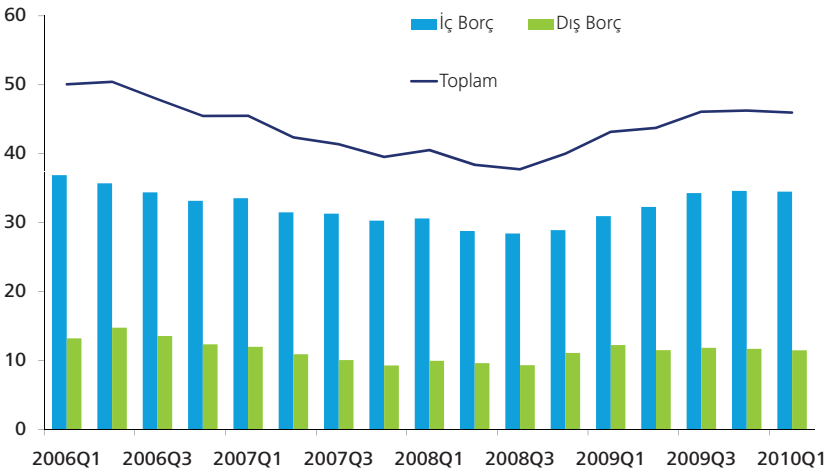
2010 yılı Ocak-Mayıs döneminde toplam 83,5 milyar TL iç borç servisi (62,6 milyar TL anapara ve 20,9 milyar TL faiz ödemesi) gerçekleştirilirken 72,3 milyar TL tutarında da borçlanmaya gidildi. 2010 yılı için kalan aylarda geri ödeme yükü nispeten makul olsa da özellikle Ağustos ve Kasım ayları ile 2011 yılının ilk iki ayında Hazine'nin iç borç servisi yüklü görünüyor. Öyle ki 2011'in ilk 2 ayında iç borç servisinin toplamda 45 milyar TL (Ocak: 27,8 milyar TL, Şubat: 16,7 milyar TL) olması öngörülüyor (Grafik 5).

Küresel kriz boyunca artma eğilimine giren Merkezi Yönetim borcu ise GSYİH'ye oranla stabilize olmuş görünüyor (Grafik 6). Küresel kredi krizinin zirve yaptığı 2008 3. çeyrek sonunda Merkezi Yönetim borç stoku 353,7 milyar TL iken 2010 1. çeyrek itibariyle bu rakam 454 milyar TL seviyesine yükselmişti. GSYİH'ye oran olarak bakıldığında ise 2008 3. çeyrek sonunda %38 civarında olan borç/GSYİH oranı 2009 yılı sonunda %46 olarak gerçekleşmiş ve bu yılın 1. çeyreğinde de bu oranı korumuştur. Mayıs ayı verileri ise 457 milyar dolar ile nominal bazda yılın ilk çeyreğine oranla hafif bir artışa işaret etmektedir. Türkiye'nin Merkezi Yönetim borcu/ GSYİH oranı gelişmiş olarak adlandırılan ülkelere göre oldukça düşük olması ve bütçe açığının 2010'da bütçe açığı hedefinin oldukça altında kalmasının beklenmesi nedeniyle kamu borcunun kısa vadede sıkıntı yaratmasını beklemiyoruz.

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



Grafik 6 - Merkezi Yönetim Toplam Borç Stoku (GSYİH'ye oran olarak)

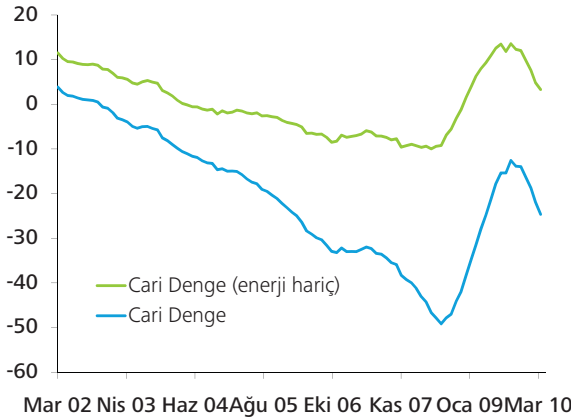


Ödemeler Dengesi: Aynı hikaye devam...

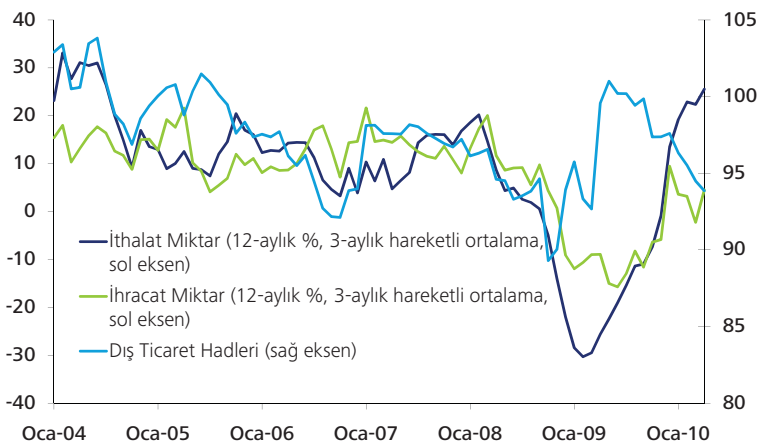
Cari açıkta Ekim ayından bu yana süren hızlı genişleme halen devam ederken, finansman görünümünde son aylardaki iyileşmeye rağmen kırılganlık sürüyor.

Geçen yılın ilk dört ayında 3,6 milyar dolar olan cari açık, 2010'un aynı döneminde 14 milyar doların üzerine çıktı. 12-aylık kümülatif toplam olarak ise Ekim 2009'da 12,6 milyar dolar ile son 5 yılın en düşük seviyesine ulaştıktan sonra, Nisan ayında yeniden 25 milyar dolar seviyelerine yükseldi. Cari açıktaki bu hızlı genişlemede enerji-dışı kesimin etkisi daha fazla hissediliyor. Ekim 2009-Nisan 2010 arasındaki 6 aylık süreçte enerji açığı sadece 1,8 milyar dolarlık bir artış gösterirken enerji-dışı cari fazla 10 milyar doların üzerinde azaldı (Grafik 1).

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



Grafik 2 - Dış Ticaret Endeksleri



Cari açığın değişmeyen en önemli tetikleyicisi dış ticaret açığı (TÜİK tanımı ile 12-aylık toplam olarak) 2009 yılını 40 milyar doların hafif altında tamamladıktan sonra Mayıs ayında 51 milyar dolar seviyesine ulaştı. Dış ticaret açığındaki genişlemede son dönemde dış ticaret hadlerinde görülen kötüleşmenin (ithalat fiyatlarının ihracat fiyatlarına göre daha hızlı artmasının) etkisi kadar ithalat miktarındaki hızlı artışın da katkısı oldu. Dalgalanmalardan arındırmak için 3-aylık hareketli ortalama olarak baktığımızda ithalat miktar endeksi Nisan ayında %26 artış gösterirken ihracat tarafında bu oran %4,5'te kaldı (Grafik 2).

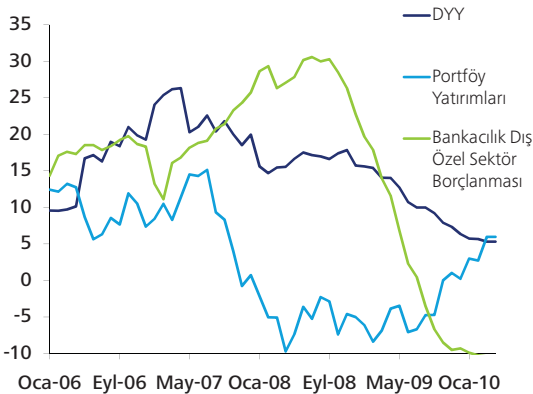
Ancak bizim beklentimiz yıl sonuna doğru cari açıktaki bu genişlemenin hız keseceği yönünde. Büyümedeki baz etkisinin ortadan kalkacağı ve ekonomide yeniden bir yavaşlamanın görüleceği öngörüsüne ek olarak TL'nin bir miktar değer kaybedeceği beklentisi cari açığın ivmesinde bir yavaşlama olacağını gösteriyor. Ancak yine de biz yıl sonu tahminimizi geçen raporumuzla uyumlu olarak 30 milyar dolar civarında tutuyor, önümüzdeki yıl ise 35 milyar doları geçeceğini düşünüyoruz.

Finansman tarafında ise son aylarda gözlenen iyileşmenin devam ettiği görülüyor. 12- aylık toplam olarak Ekim 2009'dan beri yeniden fazla vermeye başlayan sermaye hesabı, Nisan ayı itibarı ile 35 milyar dolar seviyesine ulaştı. Bu gelişmenin rezerv kullanımı ve IMF programı olmadan gerçekleşmesini, Türkiye ekonomisinin direncini göstermesi açısından önemsiyoruz. Ancak ayrıntılara baktığımızda finansman kalitesi açısından kırılganlığın halen devam ettiğini görmek bu tablonun sürdürülebilirliği konusunda temkinli yaklaşımımızı korumamızı gerektiriyor.

Bu kırılmanın bizim açımızdan en önemli göstergesi Doğrudan Yabancı Yatırımlar (DYY) ile özel sektör uzun vadeli borçlanmasının zayıflamaya devam etmesi. Önceki yıllarda sermaye hesabına önemli katkı sağlayan DYY, (12-aylık toplam olarak) Nisan ayında geçen yılın aynı dönemindeki 14 milyar dolarlık seviyesinden 5 milyar dolara geriledi. Üstelik geçen raporlarımızda da belirttiğimiz gibi bu tutarın önemli bir bölümü 2009 yılından devrolan gelirlerden oluşuyor.

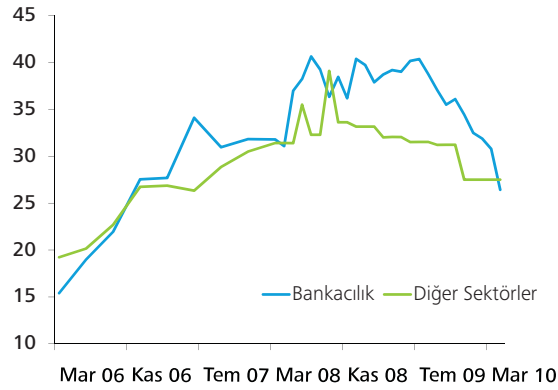
Geçtiğimiz yıllarda finansmanın ana sürükleyicisi olan özel sektör dış borçlanması ise, Ağustos 2009'dan bu yana süren negatif seyrini koruyor. 2009 yılında toplam 9 milyar dolar net borç ödeyicisi olan özel sektör, yılın ilk 4 aylık döneminde de 4 milyar dolar net borç ödemesi gerçekleştirdi. DYY ve özel sektör borçlanması zayıflarken, portföy yatırımları ve yurtiçi yerleşiklerin yurtdışı mevduatlarındaki azalma kanalıyla gerçekleşen sermaye girişleri artış gösterdi. Portföy yatırımları özellikle son iki ay Hazine dış borçlanması sayesinde, Nisan ayında 12-aylık toplamda 10 milyar dolara ulaştı. Bu, 2007 yılı sonundan beri bu kalemdeki en yüksek sermaye girişi anlamına geliyor. Finansman tarafında dikkat çeken bir diğer gelişme ise yurtiçi yerleşiklerin (banka ve diğer) yurtdışı mevduatlarındaki görülen azalma. Merkez Bankası tarafından yayınlanan Uluslararası Yatırım Pozisyonu verilerine göre 2009 yılı başından bu yana banka ve diğer kesimin yurtdışı mevduatları 20 milyar dolar seviyesinde düşüş gösterdi (Grafik 3 ve 4).

Grafik 3 - Ödemeler Dengesi Finansmanı: Seçilmiş Kalemler (12-aylık toplam, milyar dolar)

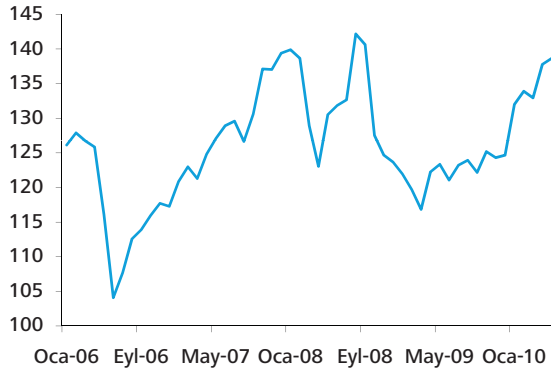


Kriz döneminde finansmanın ana sürükleyici haline gelen kaynağı belli olmayan sermaye girişleri (ya da net hata noksan kalemi) Nisan ayında 3 milyar dolarlık sermaye çıkışı yaşadı. Böylece 12-aylık toplamda -1,4 milyar dolar ile 18 ay sonra ilk kez negatif bir seyre girmiş oldu. Nisan ayı rezervler tarafında ise ciddi bir toparlanmayı beraberinde getirdi. Aylık bazda 4 milyar doların üzerinde rezerv birikim gerçekleşirken 12-aylık toplamda bu oran 9 milyar dolar seviyesine yükseldi. Bu ağırlıklı olarak Hazine'nin eurobond ihraçları (5 milyar doları bulan) ve Merkez Bankası'nın döviz alımları sayesinde gerçekleşti.

Grafik 4 - Banka ve Bankacılık Dışı Yurtiçi Yerleşiklerin Yurtdışı Mevduatları (milyar dolar)



Grafik 5 - Reel Döviz Kuru (TÜFE Bazlı; 2000=100)

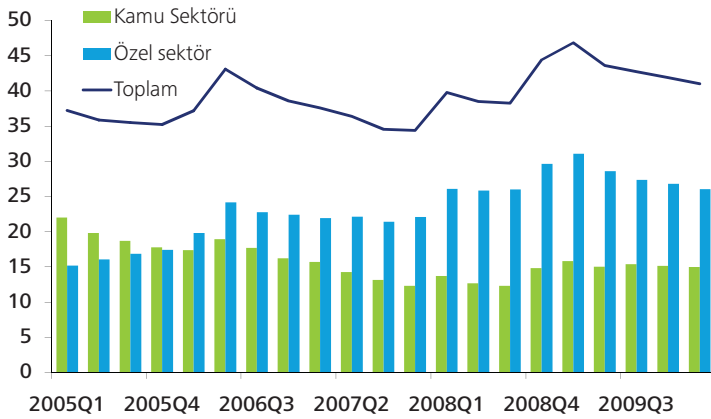


Daha önce de belirttiğimiz gibi cari açığın finansmanında görünümün iyileşmesi cesaret verici gözükabilir. Ancak cari açığın şu zamanda kadar finanse edilmesi önümüzdeki dönem için kaygılarımızı hafifletmiyor. Genel Görünüm bölümünde de belirttiğimiz gibi yurtdışı likidite koşullarında bir iyileşmenin yaşanmadığı, büyümenin yıl sonunda yeniden yavaşlama eğilimine gireceği ve TL'de bir değer kaybının olası gözüktüğü bir senaryoda cari açığın finansmanında ciddi zorluklarla karşı karşıya olacağımızı bir kez daha belirtmekte fayda görüyoruz.

Reel döviz kuru Mayıs ayında sene başına oranla %11 seviyesinde değer kazanarak kriz öncesi seviyelerine geri döndü. Her ne kadar üzerinde tahmin yapması özellikle zor olsa da reel kurun uzun dönemli seyri, dış finansman konusundaki görünüm, büyümenin kompozisyonu (dış talebin negatif katkısı), Economist'in Big Mac endeksi gibi göstergeler; TL'nin halen değerli olabileceğini gösteriyor. Bu açıdan bizim önümüzdeki dönem için beklentimiz TL'nin değerinin artmaya devam etmeyeceği hatta bir miktar değer kaybının yaşanabileceği yönünde (Grafik 5).

Yılın ilk çeyreğinde Türkiye'nin dış borç stoku 2009 sonuna göre hafif azalarak 266,6 milyar dolara (55 milyar doları kısa vadeli) geriledi. GSYİH'ye oran olarak ise önemi bir değişim yaşanmadı (%41). Dış borçtaki bu azalmada özel sektör etkili oldu. Kamu kesimi borç stoku nominal olarak hafif bir artış göstererek 85 milyar dolara yükselirken (GSYİH'ye oran olarak %15) özel sektörün yukarıda da belirttiğimiz gibi bir süredir borç ödeyicisi olması nedeniyle dış borç stokunu 2007 yılı sonundan beri ilk kez (50 milyar doları kısa vadeli olmak üzere) 170 milyar doların altına geriledi (GSYİH'ye oran olarak %26) (Grafik 6).

Grafik 6 - Dış Borç Stoku (GSYİH'ye oran olarak)



Ek tablolar

Kredi-Mevduat-MB Rezervleri						
	25 Haziran	18 Haziran	11 Haziran	Haftalık	% Değişim	
					Yılbaşından bugüne	Yıllık
Kredi (milyar TL)	...	366,6	366,6	0,0	16,4	30,5
Tüketici Kredileri (milyar TL)	143,3	142,0	141,9	0,9	13,4	22,9
Mevduat (milyar TL)	...	479,6	481,3	-0,4	5,4	16,0
Döviz Mevduat (milyar \$)	...	90,9	90,3	0,7	-8,7	-2,0
Bono (milyar TL)	...	369,0	369,5	-0,1	2,9	13,6
Banka	...	242,0	243,5	-0,6	2,2	22,3
Banka Dışı	...	126,9	126,0	0,7	4,4	0,1
Yurtiçi Yerleşikler	...	86,8	86,4	0,5	-4,1	-11,9
Yurtdışı Yerleşikler	...	40,1	39,7	1,2	28,9	42,0
TCMB Rezervleri (milyar \$)	70,6	70,6	70,9	0,1	-0,1	7,7
Rezerv Para (milyar TL)	67,1	60,0	66,4	11,8	4,0	17,4

Kaynak: TCMB

GSYİH Büyüme Oranları (%)				
	Q1		Tüm Yıl	
	2010	2009	2009	2008
Üretim Yöntemiyle				
Tarım	-3,2	1,4	3,6	4,3
Sanayi	18,8	-21,1	-6,9	0,3
Hizmetler	9,4	-9,1	-3,0	1,2
İnşaat	8,0	-18,6	-16,3	-8,1
Harcamalar Yöntemiyle				
İç Talep 1/	10,5	-13,6	-20,0	2,0
Özel Nihai Tüketim	9,9	-10,1	-2,3	-0,3
Kamu Tüketimi	1,0	5,1	7,8	1,7
Gayri Safi Sabit Sermaye Oluşumu	14,4	-27,6	-19,2	-6,2
Kamu	-25,6	11,8	-2,2	12,7
Özel	22,1	-32,2	-22,3	-9,0
Stok Değişimi 1/	6,4	-7,5	-9,4	2,9
Dış Talep 1/	-5,3	6,7	9,6	2,0
Mal ve Hizmet İhracatı	-0,1	-11,3	-5,4	2,7
Mal ve Hizmet İthalatı	21,1	-30,9	-14,4	-4,1
Gayri Safi Yurtiçi Hasıla	11,7	-14,5	-4,7	0,7
Memo:				
GSYİH (milyar TL; 4-çeyreklik toplam)	988	945	954	951
GSYİH (milyar \$; 4-çeyreklik toplam)	653	667	615	733

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

İşgücü ve İstihdam: 2009-2010 (1000 kişi)				
	Mar 10	Mar 09	Fark	2009
Kurumsal Olmayan Sivil Nüfus	71.105	70.299	806	70.542
15 Yaş ve Üstü Nüfus	52.287	51.426	861	51.686
İş Gücü	25.179	23.924	1255	24.748
İstihdam	21.741	20.148	1593	21.277
Tarım	5.197	4.561	636	5.240
Sanayi	4.301	3.948	353	4.079
İnşaat	1.263	1.112	151	1.306
Hizmet	10.981	10.527	454	10.650
İşsiz	3.438	3.776	-338	3.471
Diğer	27.108	27.501	-393	26.938
sak: İş aramayıp iş başı yapmaya hazır 1/	2.225	2.345	-120	2.061
İşgücüne Katılım Oranı (%)	48,2	46,5	1,7	47,9
İşsizlik Oranı (%)	13,7	15,8	-2,1	14,0
Memo:				
Tarım dışı işsizlik (%)	16,7	18,9	-2,2	17,4
Kaynak: TUIK; GlobalSource. 1/İş arayıp son 3 ayda iş bulamayanları da içerir.				

Enflasyon: Haziran 2010 (yüzde)					
	Aylık		12-aylık		Yılbaşından Bugüne
	Haz 10	Haz 09	Haz 10	May 10	
TÜFE	-0,56	0,11	8,37	9,10	3,59
Yiyecek ve Alkolsüz İçecek	-2,52	-1,56	5,62	6,66	0,18
Tütün ve Alkollü İçecek	-0,01	0,01	42,93	42,96	26,60
Giyim ve Ayakkabı	0,35	-0,79	5,01	3,81	8,04
Konut	0,46	0,70	8,37	8,63	3,10
sak: Kira	0,18	0,40	4,21	4,44	1,62
Ev Eşyası	0,37	-0,06	4,03	3,58	1,34
Sağlık	0,01	0,00	0,43	0,42	0,64
Ulaştırma	-0,42	2,82	10,21	13,79	4,31
sak: Kişisel Ulaştırma Araçlarının İşletimi	-0,98	3,17	14,19	18,98	7,35
İletişim	0,70	1,17	-0,01	0,46	-2,60
Eğlence ve Kültür	-0,10	0,97	4,17	5,29	-1,19
Eğitim	1,04	0,93	6,01	5,90	2,01
Lokanta ve Oteller	0,20	0,38	9,97	10,16	5,65
Çeşitli Mal ve Hizmetler	-0,25	0,98	9,49	10,84	2,83
ÜFE	-0,50	0,94	7,64	9,21	4,93
Tarım	-0,70	1,69	15,40	18,17	12,30
Maden ve taşocakçılığı	-1,88	0,26	8,69	11,06	2,27
İmalat Sanayi	-0,50	1,49	5,43	7,53	2,64
Elektrik, Gaz ve Su	0,33	-7,80	9,98	1,07	11,49
Kaynak: TUIK, GlobalSource					

Merkezi Yönetim Bütçesi: 2009-2010
(milyar TL)

	May		Reel	Oca-May		Reel
	2010	2009	Büyüme	2010	2009	Büyüme
			(%)			(%)
Merkezi Yönetim Gelirleri	24,9	18,9	20,9	102,6	86,2	8,8
Genel Bütçe Gelirler	24,2	18,4	20,3	98,9	83,3	8,5
Vergi Geliri	19,6	15,3	17,3	82,8	66,2	14,2
Gelir Üzerinden Alınan Vergiler	7,9	6,7	7,3	26,0	23,5	1,1
Mal ve Hizmet Üzerinden Alınan Vergiler	7,6	5,5	25,4	34,2	27,3	14,3
sak: KDV	2,2	1,4	43,2	10,2	7,9	18,5
ÖTV	4,7	3,4	28,5	20,7	15,6	21,0
Dış Ticaretten Alınan Vergiler	2,9	2,1	26,2	14,5	9,6	37,6
Vergi Dışı Gelirler	5,3	3,6	36,1	19,8	20,0	-9,3
Giderler	19,1	19,5	-10,3	112,6	106,9	-3,7
Faiz-Dışı Giderler	16,9	14,5	7,0	88,4	80,8	0,0
sak: Personel	5,1	4,6	2,1	26,5	23,8	2,2
SGK'ya Devlet Prim Gideri	0,9	0,6	43,5	4,5	2,9	42,6
Mal ve Hizmet Alımı	2,1	1,7	17,5	8,6	8,8	-10,9
Cari Transferler	6,9	6,3	-0,4	42,1	38,3	0,7
Yatırım	1,4	0,8	69,5	3,6	3,7	-10,0
Faiz Giderleri	2,2	5,0	-60,2	24,2	26,1	-15,3
Bütçe Dengesi	5,8	-0,6	...	-10,0	-20,7	...
Faiz Dışı Denge	8,0	4,4	...	14,2	5,4	...

Kaynak: Maliye Bakanlığı, Global Source.

Kamu Net Borç Stoku
(milyar YTL)

	2006	2007	2008	2009	2010Q1
Toplam Kamu Borç Stoku (Brüt)	365,8	355,5	408,2	465,6	475,5
İç Borç Stoku	268,2	273,2	295,8	347,3	355,5
Merkezi Hükümet	251,5	255,3	274,8	330,0	340,7
<i>GSYİH'ye oran olarak</i>	33,2	30,3	28,9	34,6	34,5
Dış Borç	97,6	82,3	112,4	118,3	120,0
Merkezi Hükümet	93,6	78,2	105,5	111,5	113,3
<i>GSYİH'ye oran olarak</i>	12,3	9,3	11,1	11,7	11,5
Eksi: Merkez Bankası Net Varlıkları	45,7	41,8	60,4	66,0	66,2
Kamu Mevduatı	38,3	34,6	41,5	47,7	50,7
İşsizlik Sigortası Fonu Net Varlıkları	23,7	30,7	38,4	42,1	43,4
Toplam Net Kamu Borcu	258,2	248,4	268,0	309,8	315,3
<i>GSYİH'ye oran olarak</i>	34,0	29,5	28,2	32,5	31,9
Net İç Borç Stoku	227,7	237,1	248,4	284,0	288,3
<i>GSYİH'ye oran olarak</i>	30,0	28,1	26,1	29,8	29,2
Net Dış Borç Stoku	30,5	11,3	19,6	25,8	27,0
<i>GSYİH'ye oran olarak</i>	4,0	1,3	2,1	2,7	2,7

Kaynak: Hazine, Globalsource.

Dış Borcun Yapısı (milyar \$)					
	2006	2007	2008	2009	2010Q1
Toplam Borç Stoku	<u>207,8</u>	<u>249,6</u>	<u>277,0</u>	<u>268,2</u>	<u>266,6</u>
Kısa Vadeli	<u>42,6</u>	<u>43,1</u>	<u>50,4</u>	<u>49,6</u>	<u>54,5</u>
Kamu Sektörü	1,8	2,2	3,2	3,6	4,7
TCMB	2,6	2,3	1,9	1,8	1,7
Özel Sektör	38,3	38,7	45,3	44,2	48,1
Finans	20,7	16,6	21,8	22,4	26,6
Finans Dışı	17,6	22,1	23,5	21,8	21,5
Orta ve Uzun Vadeli	<u>165,2</u>	<u>206,4</u>	<u>226,6</u>	<u>218,6</u>	<u>212,1</u>
Kamu	69,8	71,4	75,0	79,8	80,2
TCMB	13,1	13,5	12,2	11,5	10,9
Özel Sektör	82,3	121,5	139,3	127,3	121,1
Finans	28,5	41,9	41,1	35,4	33,1
Finans Dışı	53,7	79,6	98,2	91,8	87,9
GSYİH'ya oran olarak					
Dış Borç Stoku	<u>38,6</u>	<u>34,4</u>	<u>44,5</u>	<u>41,9</u>	<u>41,0</u>
Kısa Vadeli	7,9	5,9	8,1	7,7	8,4
Orta ve Uzun Vadeli	30,7	28,4	36,4	34,2	32,6
Kamu	16,2	12,3	14,8	15,1	15,0
Özel Sektör	22,4	22,1	29,6	26,8	26,0
Kaynak: Hazine, Globalsource					

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

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

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

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

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

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

Daha fazla bilgi için

Deloitte Türkiye

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

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

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

www.deloitte.com.tr
www.verginet.net
www.denetimnet.net

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

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

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