

Zor yıla umut veren başlangıç  
Ekonomik Görünüm 2010



# İçindekiler

Önsöz	1
Makro Görünüm	2
Piyasalar: Yeni yıla kuvvetli giriş	8
Büyüme ve İstihdam: Hızlı çıkıyoruz, ama istihdama yansımaları zaman alacak...	10
Enflasyon ve para politikası: Kolay günler geride kaldı...	12
Mali Politikalar ve Kamu Borcu: Düzelme başladı, ama sürdürülecek mi?	14
Ödemeler Dengesi: Genişleyen cari açık, garip finansman	16
Ek: Tablolar	20

## 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 bu yana piyasalar ve dünya ekonomisinin olumlu seyri devam etti. Bölgeler arası farklılıklar görülse de, dünya ekonomisi hızla resesyondan çıkıyor. Türkiye de buna paralel olarak krizin yaralarını sarmaya başladı. 2010'un tamamının zor bir yıl olacağını düşünmeye devam etmekle birlikte, yıla oldukça kuvvetli bir başlangıç yapılmasını umut ve cesaret verici buluyoruz.

Son raporumuza göre en önemli değişikliği büyüme tarafında yaşadık. Son çeyrek milli gelir rakamları ve akabinde gelen bazı veriler, baz etkisinin bizim beklentimizden daha kuvvetli olacağını gösterdi. Mali tarafta da 2008'den beri devam eden bozulma, 2009'un son aylarından bu yana iyileşmeye dönüşmüş vaziyette. Bu olumlu örnekleri çoğaltmak mümkün.

Ancak önümüzde devasa bazı sorunlar da bulunuyor. Büyümenin hareketlenmesi ile birlikte artan cari açığı eskisi gibi rahatlıkla nasıl finanse edeceğiz? Nasıl tekrar kalıcı olarak %5,5-%6 civarında büyüme oranlarına ulaşacağız? %13,5-%14 düzeyinde seyreden işsizlik oranını nasıl azaltacağız? Krizle birlikte tarıma yığılmakta olan iş gücüne nasıl yeni iş imkanları yaratacağız? Enflasyonu öngörüldüğü gibi 1-2 yıllık vadede kalıcı olarak %5 düzeylerine indirebilecek miyiz? Son aylardaki mali düzelme inandırıcı bir Mali Kural uygulaması ile kalıcı hale getirilebilecek mi? Hükümetimiz mali taraf başta olmak üzere reformlara tekrar ivme kazanabilir mi?

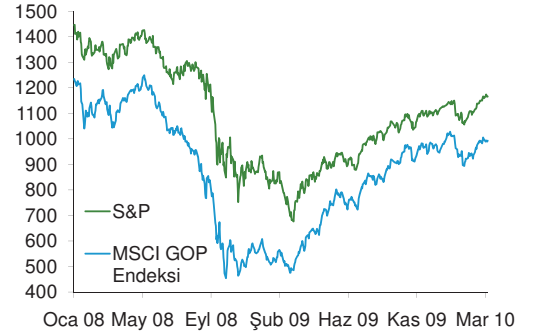
Bu sorular bize şu günlerde yaşamakta olduğumuz umut verici ama ağırlıklı olarak dönemsel olduğunu düşündüğümüz iyileşmenin, bizi rehavete sürüklememesi gerektiğini hatırlatıyor.

Deloitte olarak danışmanımız tarafından hazırlanmış bu çalışmayı yararlı bulmanızı dileriz.

# Makro Görünüm

Son raporumuzdan beri makro ekonomik gelişmeler genelde olumlu seyretti.<sup>1</sup> Global tarafta bölgeler arası farklılıklar olmakla birlikte –Japonya dışında Asya ülkeleri genelde önde, A.B.D. ortada, Avrupa nispeten geride– resesyondan hızla çıkılmakta olduğunu gördük. IMF'nin Nisan ayı sonlarında yayınlanacak olan Dünya Ekonomisi Görünüm raporunda da son birkaç keredir olduğu gibi, tahminlerini hafif yukarı çekebileceği konuşuluyor. Resesyondan hızlı çıkışa paralel olarak da, yılın ilk aylarında risk iştahı arttı ve Gelişmekte Olan Piyasa ekonomileri yükselişini sürdürdü (Tablo 1; Grafik 1 ve 2).

Grafik 2 - S&P ve MSCI GOP Endeksleri

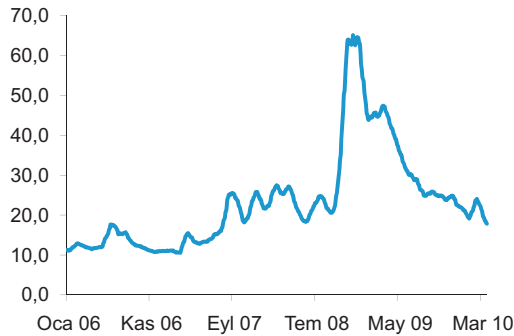


Tablo 1- Dünya Ekonomik Görünümü Raporu: Büyüme Tahminleri

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

Kaynak: IMF Dünya Ekonomik Görünümü Raporu (Ocak 2010)

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



1. Raporumuz 4. çeyrek büyüme verisi ve bu bölümde bahsi geçen bazı güncel gelişmeler hariç, 26 Mart 2010 tarihine 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. Global gelişmelerin detaylı bir analizi için, bkz. Deloitte Global Economic Outlook: After the Recovery: New issues emerge, 1st Quarter 2010.

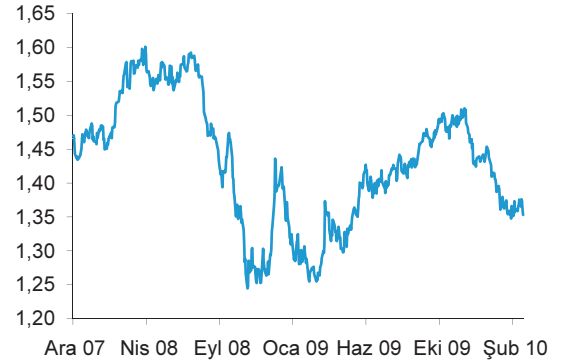
2. Bu konudaki risklerin kısa ve öz bir ifadesi için bkz. World Economic Outlook Update, Ocak 2010, IMF.

Raporumuz yayına hazırlandığı sırada, piyasalarda uzun süredir devam eden Yunanistan odaklı endişelerin, Avrupa Birliği tarafından –ve muhtemelen IMF ile işbirliği çerçevesinde– devreye sokulacağı anlaşılan ve yüksek miktarda maddi yardım içeren bir “kurtarma girişimi” sayesinde durulduğunu gördük. A.B.D.-Çin kur savaşları olarak ifade edilebilecek bir diğer önemli konuda da –Çin yetkililerin yuanın az da olsa revalue olmasına izin verecekleri şeklinde– nispeten olumlu haberler geliyordu.

Ancak bundan sorunların bittiği, global ekonominin sağlıklı ve güçlü bir büyüme ortamına girdiği sonucu çıkarılmamalı ve temkinli olunmaya devam edilmeli diye düşünüyoruz. Devletlerin, özellikle gelişmiş ülkelerin artan borçluluğu ve dünya ekonomisini sağlıklı bir büyüme ortamına kavuşturacak ve kısaca “daha az stimulus ve daha az A.B.D. tüketicisi bağımlı” şeklinde özetlenebilecek “talep kompozisyonu” henüz oluşmuş değil.<sup>2</sup>

Bu gelişmeler çerçevesinde Türkiye’yi yakından ilgilendiren birkaç temel global parametrenin şöyle bir seyir izlediğini gördük: A.B.D. doları genelde euro karşısında güçlenmeye devam etti. Doların hiç şüphesiz kendine has bazı sorunları olmakla birlikte (A.B.D.’nin artan borçluluğu, doların rezerv para statüsünün ciddi olarak sorgulanmaya başlanması vs.), Euro bölgesinde gerek zayıf seyreden büyüme görünümü, gerekse ağır kamu borç yükü altındaki ülkelerin durumu ile ilgili süren belirsizlikler euroyu vurmaya devam etti (Grafik 3). Yunanistan odaklı sıkıntının kısa vadede kontrol altına alınmasına rağmen, bu durumun çok dramatik olarak tersine dönmesini ve doların sert şekilde zayıflamaya başlamasını beklemiyoruz. Bu varsayımın yılsonu TL/Dolar kuru tahminimizi etkilediğini hatırlatalım.

Grafik 3 - €/ \$ Paritesi

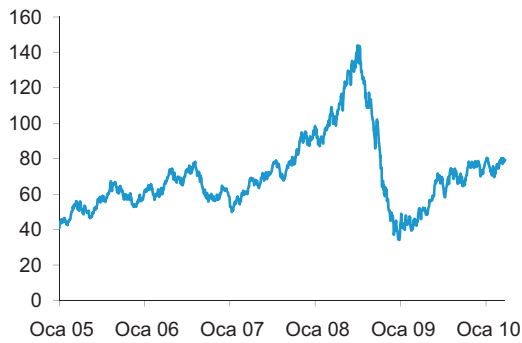


Yıl başından beri petrol fiyatları varil başına 70-80 dolar bandında dalgalandıktan sonra, raporumuzun yayına hazırlandığı sıralarda global ekonomideki iyileşme ile birlikte Eylül/Ekim 2008 düzeylerine, varil başına 85 dolara, kadar yükselmisti (Grafik 4). Artışın bir müddet daha devam etmesi olası gözükmele birlikte, biz 70-80 dolar bandında seyreden bir petrol fiyatı ile çalışmayı, geçen raporumuzda olduğu gibi, şimdilik makul görüyoruz. Ancak fiyatın kalıcı olarak daha da yükselmesi, bu raporda sunulan cari denge, enflasyon ve büyüme tahminlerinin tekrar gözden geçirilmesini gerektirecektir.

Son olarak, dünyada faizlerin seyri açısından referans niteliğindeki A.B.D. 10-yıllık faizlerinin son dönemde yukarı doğru hareket ettiğini gördük (Grafik 5). Şu ana kadar ciddi bir risk oluşturmasa da, uzun vadeli fazilerde hızlanan bir yükselişin genel global büyüme ortamı ve sermaye akımları kanallarıyla, Türkiye'yi etkilemesi ve Merkez Bankası'nın da buna tepki göstermesi kaçınılmaz olacaktır.

İçeriye dönecek olursak, makro ekonomik gelişmelerin –dünya ekonomisindeki gelişmelere de oldukça paralel olarak– genelde olumlu seyrettiği, ekonominin hızla normaleştiği söylenebilir. Bunun en önemli göstergesi büyüme. Gayri Safi Yurt İçi Hasıla 4.çeyrekte beklenenden daha sert bir sıçrama yaparak (bir önceki yılın aynı dönemine göre %6 büyüyerek), ekonominin 2009'da %4,7 gibi beklentilere göre (%5-%5,5 civarı) nispeten düşük bir oranda daralmasını sağladı.

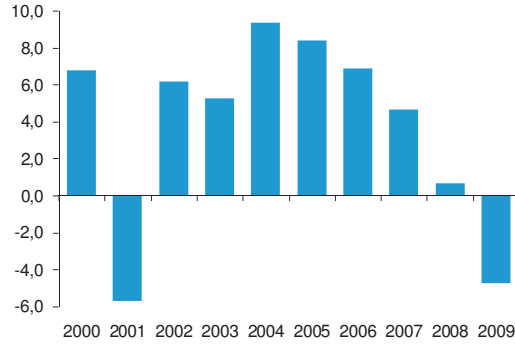
**Grafik 4 - Petrol Fiyatları (brent, varil başına; \$)**



**Grafik 5 - ABD Faiz Oranları (%)**



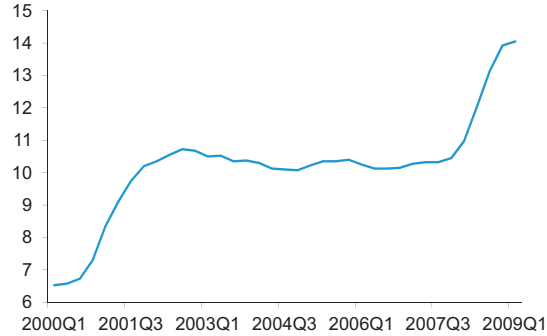
**Grafik 6 - GSYİH Büyümesi (%)**



Yine de Türkiye'nin 7 yıllık bir ortalamada oldukça yüksek büyüme döneminden sonra bir takım avantajlarına rağmen (güçlü bir bankacılık sektörü gibi) sert bir şekilde daralmasının doğru bir analizinin yapılması ve ileriye yönelik derslerin çıkarılması önem taşıyor (Grafik 6).

Resesyondan çıkışla birlikte istihdam tarafında da nomalleşme başladı. Ancak burda da, işsizlik oranının daha yüksek bir platoya sıçradığını gördük (Grafik 7). Önümüzdeki dönemde büyümenin eskisi gibi çok hızlı seyreteceği varsayımı altında, bu yeni platoda takılıp kalma riski oldukça yüksek.

**Grafik 7 - İşsizlik Oranı (4-çeyreklik hareketli ortalama; %)**



Makro tarafta belki de en önemli gelişme, hükümetin IMF ile yolları ayırması oldu. IMF'nin mali tarafta devam eden talepleri ve hükümetin kriz sonrasında IMF'ye azalan ihtiyacı ve kendi başına yola devam etme arzusu bu sonucu doğurmuş gözüküyor. Piyasaların bu konuda sınırlı tepki vermesi, sonrasında ise global tarafta nispeten olumlu haber akışı ile güçlü seyrini sürdürmesi dikkat çekici. Bizim görüşümüz ise IMF ile program yapılması halinde, dış finansman ve kredibilite açısından önemli avantajlar elde edilebileceği, Türkiye'nin "yatırım yapılabilir" statüye ulaşmasının hız kazanabileceği şeklinde idi. Nitekim bizim makro senaryomuzda, yıla oldukça kuvvetli bir giriş yapmamıza rağmen, yılın ikinci yarısı itibarıyla ivme kaybının ciddi bir risk olduğu şeklinde.

Bu anlamda kısa vadedeki bu olumlu tepkiyi ve makro tarafta normalleşme işaretlerini doğru değerlendirmek, rehavete kapılmamak önemli olacaktır diye düşünüyoruz. Yılın ilk aylarındaki olumlu gelişmelere rağmen Türkiye'nin dış finansman tarafında halen zorlu bir tablo ile karşı karşıya olduğunu düşünüyoruz. Nihayetinde, büyümenin hızlanması ile birlikte cari açık artmaya başladı, ve bu yıl için 30 milyar dolar civarında bir rakama çok rahat ulaşılır gibi duruyor. Daha geniş bir ifade ile Türkiye'nin "dış tasarruf/finansmana dayalı büyüme modelinin" önümüzdeki süreçte nasıl bir performans göstereceğini henüz bilemiyoruz.<sup>3</sup>

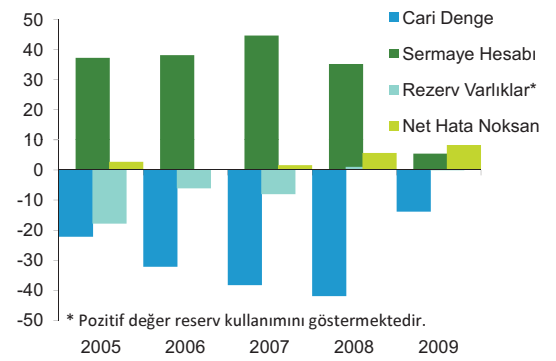
Mali politikalar tarafında kriz ve mahalli seçimlerin etkisi ile 2008 ortasından beri devam eden mali bozulmanın son aylarda duraladığını; hatta vergi gelirleri ağırlıklı, hatırı sayılır bir iyileşme başladığını gördük. Bu trendin bir müddet daha devam etmesi şartırtıcı olmayacaktır. Ancak bu mali düzelmenin kalitesi, sürdürülebilirliği ve saydamlığı ileriye yönelik takip edilmesi gereken önemli konular olarak karşımıza çıkıyor.<sup>4</sup>

Para politikası açısından ise oldukça zorlu ve aynı oranda da belirsizliklerin arttığı bir döneme girmiş bulunuyoruz. Raporumuz yayına hazırlandığı sırada gelen Mart ayı verileri genel tüketici enflasyonunun 12 aylık bazda bir önceki aya göre hafif düştüğünü ancak çekirdek enflasyonda bariz bir yükselişin başladığını gösteriyordu. Merkez Bankası ise kriz sırasında uygulamaya konulan politikalarından çıkışın (exit strategy) detaylarını açıklayacağını duyurmuştu. Bizim görüşümüz, Para Politikası Kurulu'nun faiz artırımlarını mümkün olduğunca geciktireceği ve "exit" politikalarında da oldukça tedrici bir yöntem izleyeceği yönünde olmaya devam ediyor. Biz bunu uzun vadeli enflasyon trend ve hedefleri açısından oldukça riskli bulsak da, bu görüşümüz Merkez Bankası'nın şu ana kadar benimsediği –ve kısa vadede çok dramatik olarak değişmesini beklemediğimiz– söyleme dayanıyor. Uzunca bir süredir Merkez Bankası enflasyondaki yükselişin "geçici" olduğunu ve önümüzdeki yıl birinci çeyrek itibarıyla düşeceğini vurgulamaya devam ediyor, güçlü talep kaynaklı bir enflasyon baskısı görmüyor. Bizce bu söylem Merkez Bankası'nın henüz para politikasında –gerek miktar, gerekse fiyat (faiz) anlamında– bariz bir sertleşmeye hazır olmadığını teyid ediyor.

Son olarak, her zaman olduğu gibi dış finansman tarafında rakam ve varsayımlarımızı ayrıntıları ile paylaşmanın önemli olduğunu düşünüyoruz. Dış finansman açısından 2009 yılı, beklendiği oranda bir sorun teşkil etmedi. Her ne kadar yapısal olarak baktığımızda sağlıklı ve sürdürülebilir bir finansmandan bahsedemiyor olsak da geçen sene başında öngörülen ve 15-40 milyar dolar arasında

değişen finansman açığının bir şekilde –üstelik IMF yardımı olmadan– üstesinden gelinmiş oldu. Ancak 2009'un daha önceki yıllara kıyasla çok farklı ve bizim görüşümüze göre sürdürülemez bir profilde kapandığını düşünüyoruz (Grafik 8). Başka bir ifade ile büyümenin yeniden pozitifte döndüğü ve cari açığın genişlemeye başladığı bir Türkiye'de, 2009 yılından daha sağlıklı bir finansman yapısına kavuşmanın önemli olduğu kanısındayız.

**Grafik 8 - Ödemeler Dengesi (milyar \$)**



Ayrıntılara bakacak olursak, 2009 yılında beklentilerimizle paralel olarak 60 milyar dolar civarında bir finansman ihtiyacı (14 milyar dolar cari açık ile 47 milyar dolar civarında bir borç servisi) karşılanmış oldu (Tablo 2). 2010 yılına dair tahminlerimizde ise geçen raporumuzdan bu yana önemli bir değişiklik yapmaya ihtiyaç duymadık. Ağırlıklı olarak enerji açığının etkisi ile cari açığın yeniden 30 milyar dolar seviyesine çıkacağı ve 40 milyar doların üzerinde bir borç servisi (kamu ve özel sektör toplam olarak) gerçekleşeceği öngörüsüyü halen 2010 için toplam 70 milyar doların üzerinde bir finansman ihtiyacının doğacağını düşünüyoruz.

2010 yılı finansmanı açısından rakam özellikle yüksek değil. Daha önceki yıllarda benzer rakamların sorunsuz finanse edildiğini biliyoruz. Ancak yurtdışı likidite koşullarının bugün özel sektöre aynı desteği sağlamıyor olduğu ve içeride politik risklerin artmaya başladığı düşünüldüğünde yüksek büyüme ve cari açık için yeterli bir kaynak öngörmekte zorlanıyoruz.

<sup>3</sup> Bu konuda bazı öneri ve tartışmalar için bkz. Dani Rodrik, Turkish Economy After the Crisis ve EDAM, Quo Vadis Turkish Economy?, Kasım 2009.

<sup>4</sup> 2009 bütçesinin bu açıdan bir değerlendirmesi için bkz. Aralık 2009, Mali İzleme Raporu, TEPAV.

Rakamlara bakmak gerekirse, özellikle 2006-2008 döneminde yılda ortalama 18 milyar dolar gibi yüksek sermaye girişi sağlayan DYY'nin 2009 yılında ciddi oranda azalsa da en önemli finansman kalemlerinden biri olduğunu görüyoruz. Bir önceki seneden devrolan gelirlerin de (3G, İzgaz ve elektrik dağıtım bölgeleri) önemli katkısı ile 2009 yılında (net) 6 milyar dolar olan DYY'nin 2010 yılında bir parça iyileşme göstereceğini ve brüt bazda 9 milyar dolara (net 7,5 milyar dolar) yükseleceğini öngörüyoruz. Bunun 2 milyar dolarının elektrik dağıtım ihaleleri, Milli Piyango, köprü ve yol gibi özelleştirmelerden geleceğini; gayrimenkul ve de küçük çaplı özel sektör birleşmelerinden ise 7 milyar dolar civarında bir sermaye girişi sağlanacağını düşünüyoruz.

2010 yılı portföy yatırımları açısından da çok kuvvetli olmayacak gibi duruyor. 2009 yılında net bazda sıfıra yakın bir sermaye girişi sağlayan portföy yatırımlarının, uluslararası koşulların etkisi ile 2010 yılında da oldukça mütevazı bir para akımı yaratmasını bekliyoruz. Son birkaç yıldır yurtdışı likidite koşullarının desteği ile yüksek oranda borçlanma gerçekleştiren şirketler kesimi, 2009 yılında bu eğilimini sürdüremedi. Bir önceki yıla göre yeni borç yaratma oranı hemen hemen yarı yarıya inen sektör, yılı net borç ödeyicisi olarak kapattı. 2010 yılında uluslararası koşulların bir parça iyileştiği öngörüsü ile özel sektör borçlanmasının yeniden 35 milyar dolar seviyelerine yükseleceğini ve böylece borç çevirme rasyosunun da %120'lerde seyredeceğini düşünüyoruz.

2009 yılında finansman açısından en çok tartışılan başlık kuşkusuz kaynağı belli olmayan sermaye girişleri oldu. 8,5 milyar dolar ile geçtiğimiz yılın finansmanı açısından oldukça önemli bir sermaye girişi bu yolla sağlanmış oldu. Ancak biz bu tablonun sürdürülebilir olduğunu düşünmediğimiz için 2010 yılı tahminlerimizin genelinde kaynağı belli olmayan sermaye akımlarını hesaba katmamayı uygun görüyoruz. Bu da bize yukarıda belirttiğimiz gibi DYY ve portföy yatırımlarından sağlanan sermaye girişlerinin yanı sıra özel sektör (banka ve şirketler kesimi) ve kamu kesiminin yaratacağı borçlama ile birlikte 60 milyar dolara yakın bir finansman ihtiyacının bulunabileceğini ancak bir miktar da finansman açığı olabileceğini gösteriyor.

Her ne kadar 2011 yılı öngörülerini için henüz erken olsa da biz en azından ana hatları ile gelecek yılın finansman ihtiyacına bakmayı uygun gördük. 2011 yılında cari açığın genişlemeye devam edeceği (40 milyara yaklaşan bir düzeyde) ancak özel sektör borç geri ödemelerinde bir azalmanın yaşanacağı (20 milyar dolar civarı) öngörüsü ile Türkiye'nin yine 70 milyar dolar civarında bir finansman ihtiyacı ile karşı karşıya kalacağını düşünüyoruz. Ancak temel olarak

Tablo 2- Finansman Tablosu: 2007-2011 (milyar \$)					
	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Finansman İhtiyacı</b>	<b>77,4</b>	<b>84,6</b>	<b>61,5</b>	<b>72,0</b>	<b>72,9</b>
Cari Açık	38,3	41,9	13,9	30,5	37,6
<b>Borç Servisi (orta-uzun vadeli)</b>	<b>39,0</b>	<b>42,7</b>	<b>47,6</b>	<b>41,4</b>	<b>35,3</b>
Kamu	13,6	10,6	6,7	7,4	7,5
sak: IMF	5,1	1,9	0,7	2,2	2,7
Dış Borç Senetleri	3,7	3,4	1,9	2,7	1,8
Özel	25,4	32,0	40,9	34,1	27,9
Bankalar	3,1	7,2	7,3	4,3	6,7
Diğer sektörler	22,3	24,8	33,6	29,7	21,1
<b>Finansman Kaynağı</b>	<b>77,4</b>	<b>84,6</b>	<b>61,5</b>	<b>60,3</b>	<b>57,2</b>
Doğrudan Yatırımlar (net)	19,9	15,7	6,1	7,5	8,5
Portföy (özel sektör hisse senetleri net)	3,1	-0,6	0,1	1,0	1,0
<b>Borçlanma (orta-uzun vadeli)</b>	<b>63,1</b>	<b>65,1</b>	<b>34,9</b>	<b>49,3</b>	<b>50,2</b>
Kamu	5,9	7,8	6,6	8,0	9,0
sak: IMF	1,1	3,6	0,0	0,0	0,0
Borç Senetleri 1/	1,3	-1,1	2,0	6,0	6,0
o/w: Yurtiçi (TL) Senetler (net)	-3,3	-5,1	-1,7	2,0	2,0
<b>Özel</b>	<b>57,2</b>	<b>57,2</b>	<b>28,4</b>	<b>41,3</b>	<b>41,2</b>
Bankalar	10,5	7,8	5,7	5,6	9,4
Diğer sektörler	46,7	49,5	22,7	35,7	31,7
Kısa vadeli (net) 2/	2,7	4,6	-4,1	3,5	2,5
Bankaların Döviz Varlıkları (net) 3/	-5,0	-7,0	16,0	0,0	-3,0
Net Hata Noksan	1,6	5,7	8,5	0,0	0,0
Rezerv Varlıklar (' - ' = rezerv birikimi)	-8,0	1,1	-0,1	-1,0	-2,0
<b>Finansman Açığı</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>11,6</b>	<b>15,8</b>

**Kaynak:** TCMB, Hazine ve GlobalSource  
1/ Yurtdışı yerleşiklerin elindeki kağıtlar ile eurobondlar dahil (net)  
2/ 2009 4.Ç sonu itibarı ile kısa vadeli krediler \$28.6 milyar seviyesindedir.  
3/ Diğer varlık ve yükümlülükleri içermektedir (-) yurtdışında varlık birikimi ya da içeride yükümlülük azalışı anlamına gelmektedir.

elektrik dağıtım bölgeleri ile gayrimenkul ve küçük çaplı özel sektör birleşmelerinin sağlayacağı 8,5 milyar dolar (net) DYY ile portföy yatırımlarından sağlanacak az miktarda bir sermaye girişinin yanı sıra ağırlıklı olarak bankacılık dışı özel sektörün katkısıyla (32 milyar dolar) 50 milyar dolar civarında bir orta ve uzun vadeli borç gerçekleştirileceği düşünüldüğünde dahi 2011 yılı bu seneye oranla daha zorlu bir finansman durumuna işaret ediyor.



Tablo 3- Temel Makro Göstergeler	2008	2009		2010t		2011t
		Son Rapor	Revize	Son Rapor	Revize	
Büyüme (GSMH %)	0,7	-5,6	-4,7	3,9	5,7	3,5
Enflasyon (TÜFE, dönem sonu)	10,1	6,5	6,5	7,8	8,3	7,5
Cari Açık (milyar \$)	-41,9	-13,9	-13,9	-28,7	-30,5	-37,6
Cari Açık (GSYİH'ye oran olarak)	-5,7	-2,3	-2,2	-4,0	-4,3	-5,1
Dış Ticaret Açığı (milyar \$)	69,9	38,6	-38,8	56,7	-59,3	-68,4
Enerji Faturası (milyar \$)	40,7	26,0	26,0	38,2	36,5	37,2
Doğrudan Yabancı Yatırımlar (milyar \$ net)	15,7	6,0	6,1	8,5	7,5	8,5
Reel Efektif Döviz Kuru (1995=100 yılsonu Aralık verileriyle)	169	171	170	176	177	184
(% değişim)	-11,3	1,5	0,6	2,8	4,1	4,2
Döviz Kuru (TL/\$ yılsonu Aralık verileriyle)	1,540	1,503	1,503	1,596	1,619	1,681
MB O/N Faiz Oranları (yılsonu basit %)	15,00	6,50	6,50	7,50	8,00	9,50
Gösterge DİBS Faizi (yılsonu bileşik, %)	17,90	9,20	9,20	11	11,00	11,50
Merkezi Hükümet Faiz Dışı Fazlası (GSYİH'ya oran olarak)	3,5	0,1	0,1	0,6	0,4	0,4
Merkezi Hükümet Bütçe Dengesi (GSYİH'ya oran olarak)	-1,8	-5,5	-5,4	-4,7	-4,7	-4,1
Merkezi Hükümet Brüt Borç Stoku (GSYİH'ya oran olarak)	40,0	46,7	46,3	46,3	45,1	45,1

Kısaca, yılın ilk aylarında global ortamda devam eden sorunlar ve IMF'siz yola devam etme kararına rağmen Türkiye beklendiğinden iyi bir tepki vermiş, dünyanın bozulan dengeleri içinde görece iyi gözükme devam etmiştir. Örneğin Yunanistan gibi ülkeler arasında kuvvetli bir mali pozisyonda olması, Türkiye'nin bölgede artan siyasi önemi de eklenince, ülke riski makul düzeylerde seyredebilmiştir. Ancak burdan doğru sonuçları çıkarmak, mali disiplini geri kazanmak ve bunun zor bir politik takvime ve ortama rağmen sürdürülebilirliğini sağlamak ve reformlara odaklanmak gerekiyor. Bu anlamda Mali Kural piyasalar tarafından yakinen takip edilmeye devam edilecektir. Ancak bulunduğumuz konjonktürde hakıyla bir Mali Kural uygulamanın zor olduğunun da altını çizmek gerekiyor.<sup>5</sup>

Ancak geçen raporumuzda 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.

5. Mali Kural'ın teknik ve kurumsal olmak üzere iki temel öğeden oluştuğunu söyleyebiliriz. Teknik taraf bir anlamda mali kuralın takip edeceği basit matematiksel formülasyon olarak özetlenebilir. Bu konuda belli bir ilerleme sağlandığı açık (bkz. Hazine Müsteşarı Sunumu, Mart 2010). Ancak kuralın hukuksal alt yapısı, izlenmesi, yaptırımlar, ve en önemlisi kapsamı ve formülün parametrisasyonu konusundaki belirsizlikler raporumuz yayına hazırlandığı sırada devam ediyordu. Bu konuda iki temel değerlendirme için bkz. Fiscal Rules: Anchoring Expectations for Sustainable Public Finances, IMF, Aralık 2009; ve Should Turkey Adopt a Fiscal Rule?, IMF, Mayıs 2007.

Genel makro tahminlerimiz açısından, geçen raporumuza kıyasla 2010 yılına ait tahminlerimizde en önemli revizyon büyüme tarafında oldu. Son veriler, geçen senenin düşük baz etkisinin, beklediğimizden daha güçlü seyredebileceğini teyid etti. Bu bağlamda ekonominin %5,5-%6 bandında bir büyüme sergilemesi daha önceki tahminimize kıyasla daha olası görülüyor. Ancak bu durum 2010'un 2. yarısı ve 2011'e yönelik temkinli bakışımızı değiştirmiyor. Yukarıda değinildiği gibi karşımızda dış finansman tarafında rahat bir resim olmadığı gibi, gerek global ekonomi, gerekse de içerde siyasi açıdan bazı riskler olduğunu, yıla olumlu girişe rağmen doğru politikaların devamında zorluklar yaşanabileceği varsayımı altında, baz yılı etkisinin ortadan kalkacağı 2011 yılında, büyümenin belirgin şekilde yavaşlamasını öngörüyoruz (Tablo 3).





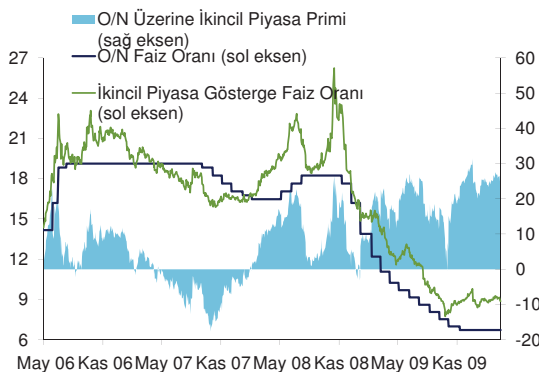
# Piyasalar: Yeni yıla kuvvetli giriş...

Piyasalar 2010 yılına, 2009 Mart ayından beri devam eden ralli ve düzeltmenin ne zaman başlayacağı soruları ile girdi. Son raporumuzdan bu yana piyasalar açısından oldukça yoğun bir ekonomik ve siyasi gündem bulunuyordu. Ekonomik açıdan Aralık ayında Fitch'in Türkiye'nin kredi notunu artırmasından sonra Moody's ve S&P'nin de not artırımına gitmesi ile IMF anlaşmasına dair hükümet tarafından yapılan ve piyasa tarafından olumlu algılanan açıklamalardan sonra stand-by görüşmelerinin sona erdiği açıklaması önemli noktaları.

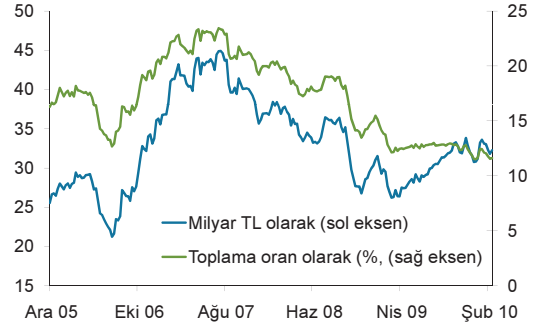
Ekonomik veriler ise toparlanmanın devam ettiğini doğrular nitelikteydi. Politik tarafta ise sürmekte olan ve yeni açılan davalar nedeniyle artan siyasi tansiyon ile referandum tartışmaları önemli ölçüde etkili oldu. Yurtdışı tarafında Yunanistan ve birkaç AB ülkesinin borç durumlarına yönelik kaygılar Türkiye üzerinde etkisini 1. çeyrekte önce olumsuz daha sonra olumlu bir şekilde gösterdi. Bu ülkelere yönelik kaygılar ilk başta Türkiye piyasalarına satış getirirken, piyasa oyuncularına Türkiye'nin borç dengelerinin olumlu durumunu kıyaslama imkanı verdi. Türkiye'nin görece sağlam mali performansı son dönemlerde diğer GOP ekonomilerinden daha iyi performans göstermesini sağladı.

Yılı %9'a yakın seviyelerde kapatan gösterge tahvil bileşik faizi, Ocak ayında IMF anlaşması ve Moody's not artışı beklentisi ile gerileyerek %8,40'lara kadar düşüş gösterdi. Yıllık enflasyonun Şubat'ta %10'u aşması tahvil faizlerini olumsuz etkilerken, tahvil piyasasındaki yerli bankaların ağırlığı, yüksek enflasyona verilen tepkiyi sınırladı. Faizlerin daha da yükselmesini engelleyen başka bir unsur ise yılın ilk aylarında Maliye'nin vergi toplama performansının yüksek olması ve harcamaların belirli bir seviyede kalması nedeniyle mali dengelerin olumlu gerçekleşmesi oldu. Yılın ilk çeyreğindeki itfaların başarı ile atlatılması faizlerin yükselmesini engelleyen bir unsurdur. Raporumuzu yayına hazırladığımız günlerde gösterge tahvil bileşik faizi %9 seviyelerinde seyreliyordu (Grafik 1).

**Grafik 1 - Faiz Oranları (bileşik; %)**



**Grafik 2 - Yabancıların Tuttuğu Bono-Tahvil Stoku**

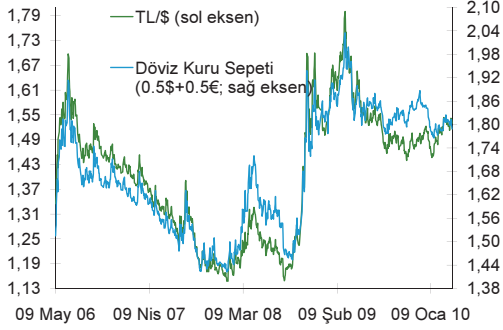


Son raporumuzdan bu yana yabancıların tuttukları iç borçlanma senetleri miktar olarak fazla değişiklik göstermezken, toplama oran olarak hafif düşüş gözlemlendi (Grafik 2). Yabancıların bono stoku son raporumuzdaki 31 milyar TL'den 32 milyar TL'ye yükselirken, toplama oran olarak %12'den %11'e geriledi. Yabancı yatırımcıların tahvil pozisyonları halen küresel finansal kriz öncesine göre (%20 civarı) oldukça düşük seviyelerde bulunuyor.

Türkiye'nin 2030 vadeli eurotahvil faizlerinde ise son raporumuzdan bu yana Yunanistan'a yönelik kaygıların yarattığı endişe ile önce yükseliş görülürken, soruna dair çözüm çabaları eurobond faizlerinin düşmesine katkıda bulundu. Eurotahvilin faizi son raporumuzdan bu yana %6-7 bandında kalmaya devam etti. Raporumuzu hazırladığımız günlerde ABD 10-yıllık tahvil faizleri %4 seviyelerine yaklaşmaktaydı; ABD tahvil faizlerinin daha da artmasının eurobond faizleri konusunda dikkatle takip edilmesi gereken bir risk unsuru olduğu görüşündeyiz.

2009 yılsonuna göre TL sepet bazında (0,5\$+0,5€) değer kazanırken, başta Yunanistan olmak üzere, ülkelerin borç sorununa yönelik kaygılarla doların değer kazanması sonucu TL de dolar karşısında geriledi (Grafik 3). TL/Dolar kuru 1,55 seviyesine kadar yükselirken buradan gerçekleşen yerli yatırımcı satışları kurun daha da yükselmesini engelledi. Önümüzdeki dönemde, Merkez Bankası'nın zorunlu karşılık oranlarını yükseltmek ve APİ aracılığıyla sağladığı fonları azaltmak yoluyla piyasadaki TL likiditesini kısması TL üzerinde olumlu etkiye bulunabilir. Ayrıca faiz artırım beklentilerinin öne çekilmesi de TL'nin değer kazanmasını hızlandırabilir.

**Grafik 3 - Döviz Kuru Gelişmeleri**

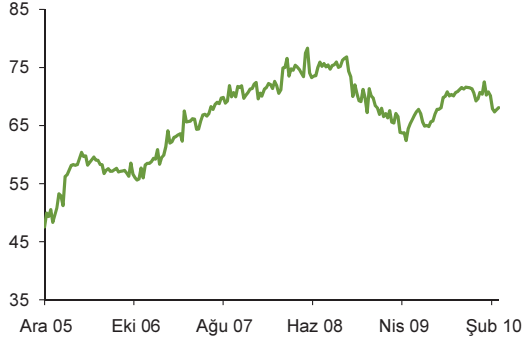


Merkez Bankası brüt rezervlerinin değeri Aralık sonuna göre düşüş gösterdi fakat net hata noksan kaleminden girişler rezervleri destekleyen önemli bir faktör oldu. Döviz rezervlerinin değeri son raporumuzdan bu yana 1,5 milyar dolar civarında gerileme göstererek 69 milyar dolara inse de, rezervde dolar dışında döviz cinslerinin de bulunması ve euronun dolar karşısında sert değer kaybı rezervlerin miktarı konusunda karar vermeyi zorlaştırıyor. Varlık Barışı'nın da etkisiyle net hata noksan kaleminden gözlenen yüksek girişler dışında, döviz alım ihalelerinin devam etmesi ve TCMB nezdindeki kamu döviz mevduatlarının artması da döviz rezervlerini destekleyen diğer unsurlar oldu (Grafik 4).

Türk Bankacılık sektörünün likidite ihtiyacının bir kısmı açık piyasa işlemleri (APİ) yoluyla bir süredir Merkez Bankası tarafından karşılanmaktaydı. APİ'den sağlanan fonlar 2009 yılının sonlarında zirve yapmıştı. Merkez Bankası, bankaları haftalık ve 3 aylık repo ihaleleri yoluyla fonlamaya devam ederken, APİ stoku Merkez Bankası'nın piyasalara kaynak sağladığı anlamına gelen negatif bölgede kalmayı sürdürdü (Grafik 5). Merkez Bankası'ndan APİ yoluyla kaynak sağlanması ve likidite fazlası olan bankaların kaynaklarını Merkez Bankası'na borç verebilmesi, bankaların kendi aralarındaki borçlanmaları sınırlarken, önümüzdeki dönemde Merkez Bankası'nın teknik faiz indirimine giderek bankaların birbiri ile borçlanmasını özendirilmesi bekleniyor.

Hisse senetleri son raporumuzdan sonra not artırımları ve IMF anlaşması beklentilerinin etkisiyle diğer gelişmekte olan ülke ortalamasından daha iyi performans gösterdi. Daha sonra, Yunanistan'a yönelik kaygılar ile iç siyasi tansiyonun birleşmesi Türk hisselerinin bir süre düşük performans göstermesine neden olurken, siyasi tansiyonun düşmesi ve Yunanistan'a yönelik kaygıların IMF ve AB tarafından yatıştırılması sonrasında Türkiye'nin sağlam mali yapısı Türk hisse senetlerine alım getirdi. Öyleki, raporumuzu yayına hazırladığımız günlerde Ulusal-100 endeksi tarihi seviyelerini geçerek yeni rekorlar kırdı. Raporumuzu hazırladığımız 26 Mart itibariyle

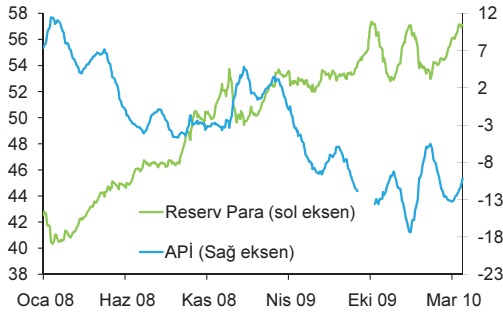
**Grafik 4 - TCMB Brüt Rezervleri (milyar \$)**



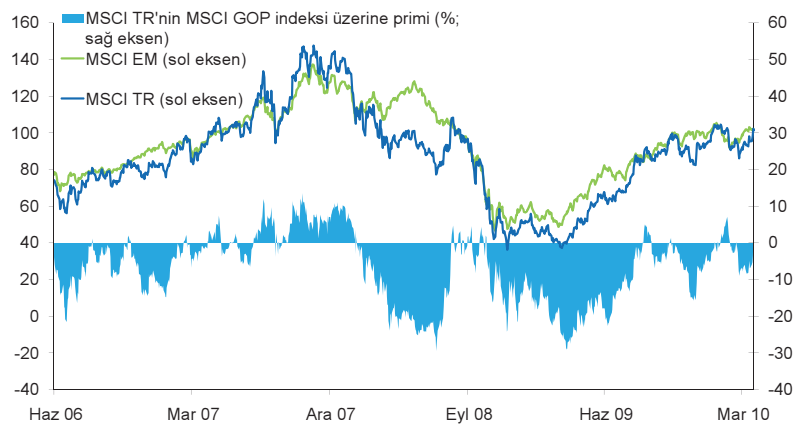
Türkiye hisse senetleri GOP ortalamasına göre %0,4 daha ucuz bulunuyordu (Grafik 6). Son ralli, Türk hisselerinin MSCI GOP üzerine primli hale gelmesini sağladı.

İlk çeyrekte İMKB'ye yabancı yatırımcı girişi devam etti. Yabancı yatırımcılar yılın ilk üç ayında İMKB'de nette 0,4 milyar dolarlık alım gerçekleştirirken, İMKB'deki yabancı payı 2009 sonundaki %67,3'ten 1. çeyrek sonunda %66,7'ye geriledi.

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

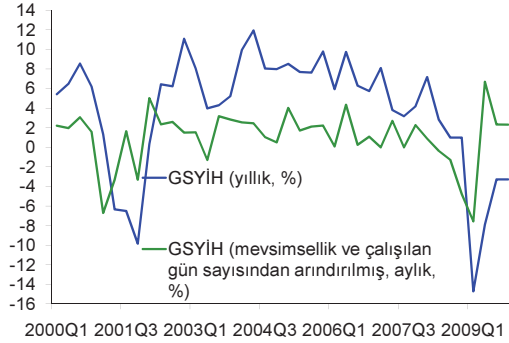


**Grafik 6 - MSCI: Türkiye ve EM Endeksi (Ağustos 2008=100)**



# Büyüme ve İstihdam: Hızlı çıkıyoruz, ama istihdama yansımaları zaman alacak...

Grafik 1 - GSYİH Büyümesi (%)



2008'in son çeyreğinden beri süren negatif büyümenin ardından 2009 yılının son çeyreğinde ekonomi %6,2 ile kuvvetli sayılabilecek bir büyüme gerçekleştirdi. Benzer şekilde TÜİK tarafından yayınlanmaya başlanan mevsimsellik ve çalışılan işgünü etkisinden arındırılmış verilere bakıldığında ise (bir önceki çeyreğe göre) %2,3'lik bir büyüme yaşandı (Grafik 1). Ancak yılın ilk üç çeyreğindeki kuvvetli daralmanın etkisi ile 2009 yılında ekonomide 8 yılın ardından ilk kez negatif bir büyüme gerçekleşmiş oldu (%4,7).

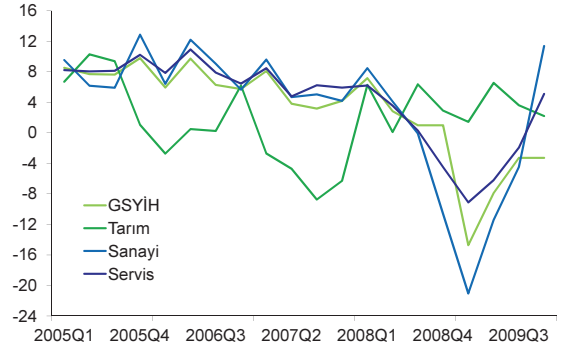
2009 yılında ekonominin bizim beklentimize göre (%5-5,5) daha sınırlı bir daralma yaşamasında iç tüketimin öngörülerimizden daha hızlı bir iyileşme kat etmesi kadar geriye dönük yapılan revizyonlar da etkili oldu. Son yayınlanan 4. çeyrek verileri ile birlikte 2008 ve 2009 yılının önceki çeyreklerinde bir kez daha önemli sayılabilecek revizyonlar gerçekleştirildi. Böylece 2008 yılı büyüme oranı %0,9'dan %0,7'ye revize edilirken, 2009 yılının ilk 3. çeyrek daralması da %8,4'den, %8,1'e çekilmiş oldu.

Büyümenin bileşenlerine harcamalar tarafından ve bu kalemlerin büyüme katkıları bazında baktığımızda, 2009 son çeyrek verileri, özellikle yurtiçi talebin yeniden normalleşmeye başladığını gösteriyor.<sup>6</sup> Yukarıda değindiğimiz gibi özellikle tüketim tarafının nispeten bir iyileşme kat etmesi büyüme %3,3 gibi

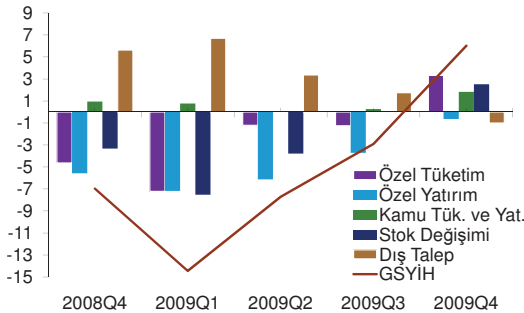
önemli bir destek sağlamış oldu. Ancak azalarak da olsa özel yatırım negatif katkı sağlamaya devam etti. İç tüketimdeki artış, stok birikimini de desteklerken, ithalat tarafındaki görece iyileşme dış talebin katkısını yeniden negatife döndürdü. Mali taraftaki genişlemenin etkisi ise kendisini, devlet tüketim ve yatırım harcamalarının GSYİH'ya 2 puana yaklaşan bir katkı yapmasıyla gösterdi (Grafik 2).

Sektörel bazda son çeyrek verileri GSYİH'nin üç ana sektöründe de (tarım, sanayi, hizmet) pozitif büyümeye işaret ediyor. Ancak özellikle sanayi üretimindeki çift haneli artışın dikkate değer nitelikte olduğunu düşünüyoruz. Sanayi üretimi için öncü gösterge olarak bakılan aylık sanayi üretim endeksi 4. çeyrek için yıllık bazda %9'a yakın artışa işaret ederken iki veri arasındaki metodoloji farklılığı nedeniyle GSYİH verileri sanayi üretiminin %11,4 oranında arttığını gösteriyor. Tarım sektörü %2 büyüme oranı ile pozitif seyrini sürdürken 2008 son çeyreğinden bu yana daralma yaşayan hizmetler tarafı, (inşaat sektöründeki daralmanın devam etmesine karşın) %5'in üzerinde bir artış ile yeniden pozitif bir eğilime girmeye başlamış görülüyor (Grafik 3).

Grafik 3 - GSYİH Büyümesi: Sektörel (%)



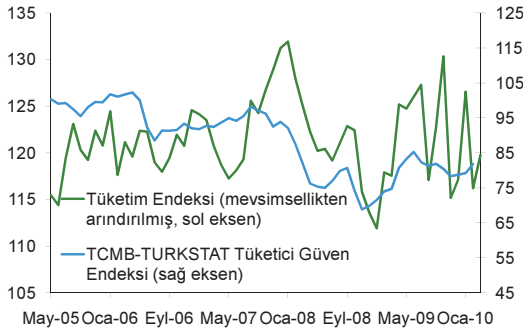
Grafik 2 - Büyümenin Kaynakları (geçen dönemin GSYİH'sına % olarak)



6. Katkıyı, bir harcama kalemindeki mutlak büyümeyi o kalemin (bir önceki dönemde) GSYİH içindeki ağırlığıyla çarparak hesaplıyoruz.

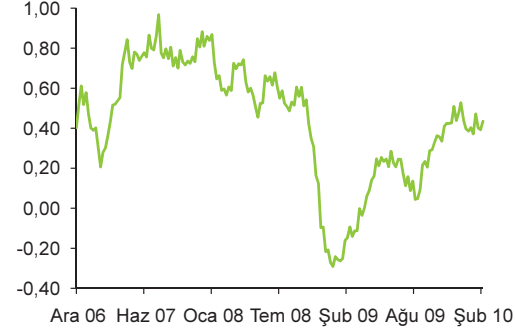
Sonuç olarak büyümenin iyileşme trendine girdiğini söyleyebilmemize karşın bu iyileşmenin kuvveti konusunda halen belirsizlikler bulunuyor. Nitekim 2010 yılının ilk çeyrek büyümesi için öncü göstergeler çok güçlü bir toparlanmadan bahsetmek için henüz erken olduğunu gösteriyor. Sanayi üretimi yılın ilk ayında mevsimsellik ve çalışılan işgünü etkisinden arındırılmış olarak %0,34 gibi sınırlı bir artış gösterirken tüketim endeksi Ocak-Şubat aylarında ortalamada negatif bir seyir izledi. Raporumuz yayınlandığı sıralarda tüketici güveni ise halen kritik eşik olan 100 seviyesinin altında seyretmekte idi (Grafik 4). Buna karşık toplam krediler tarafından olumlu sinyaller gelmeye devam ediyor. Ancak kredilerdeki bu artışta –tüketici kredileri de dahil- daha çok kamu bankalarının başı çekmesi bu iyileşmeye temkinli yaklaşmamıza neden oluyor. Ayrıca tüketici kredilerinin toplam özel tüketimine oranla nispeten düşük (%20'nin altında) olduğunu hatırlatmakta fayda görüyoruz (Grafik 5).

**Grafik 4 - Tüketici Güveni ve Tüketim Endeksi**

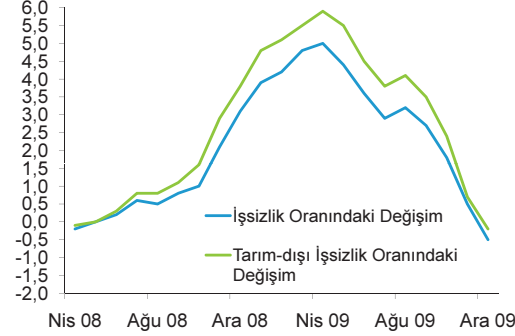


Büyümedeki daralma işgücü piyasasında da etkisini ciddi bir şekilde gösterdi. 2008 yılında yıllık bazda %11 seviyesindeki işsizlik oranı 2009 yılında %14'e yükseldi. Ancak son yayınlanan aylık bazda veriler işsizlik oranındaki artışın yavaşladığını ve bu seviyelerdeki eğilimini koruduğunu gösteriyor. Nitekim işsizlik oranının bir önceki senenin aynı dönemine göre farkı, Nisan 2009'da 5 puana kadar yükseldikten sonra Kasım ayında 0,5'e gerilemiş ve Aralık ayında ise negatife dönmüş bulunuyor (Grafik 6). 2001 krizinin ardından yüksek büyüme trendinin yakalanmasına rağmen işsizlik seviyesinin kriz öncesi seviyelerine geri dönmediği hatırlanırsa, biz Türkiye'de önümüzdeki dönemde bu seviyelerde bir işsizlik oranının kalıcı hale geleceğini düşünüyoruz.

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



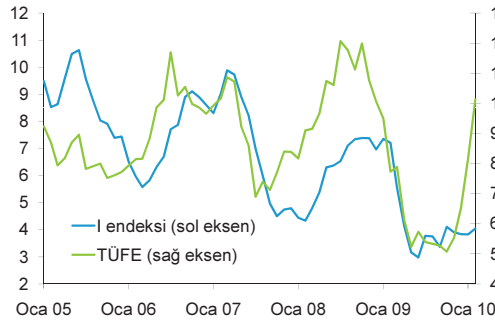
**Grafik 6 - İşsizlik ve Tarım-dışı İşsizlik Oranındaki Değişim (12 aylık; %)**



# Enflasyon ve para politikası: Kolay günler geride kaldı...

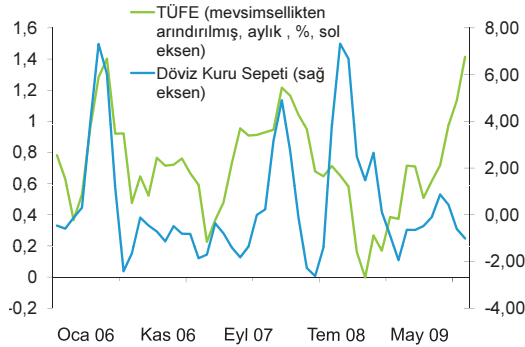
Ekim ayında %5,1 ile tarihi dip seviyesini gören yıllık tüketici fiyatları enflasyonu bu tarihten sonra kademeli olarak yükselerek yılı %7,5'lik enflasyon hedefinin altında %6,5'te bitirmişti. 1. çeyrekte enflasyonun seyrinde en önemli belirleyici, hükümet tarafından bütçe hedeflerine ulaşmak için yapılan vergi artışları ve gıda fiyatlarında beklentilerin üzerinde meydana gelen artışlar oldu. Tüketici fiyatları Ocak-Şubat döneminde %3,3 yükselirken, yıllık enflasyon geçen yılın düşük bazı, gıda fiyatları ve vergilerdeki artış nedeniyle Ocak'ta %8,20'ye Şubat'ta ise 10,13'e yükseldi. Temel enflasyon göstergelerinden, enerji, gıda, alkollü ve alkolsüz içecekler, tütün ürünleri ve altını dışarıda bırakan ve Merkez Bankası'nın yakından izlediği I endeksi yıllık değişimi ise son raporumuzdan bu yana yatay seyrini korudu. Yıllık I endeksi enflasyonu Şubat ayı itibarıyla %4,1 seviyesinde bulunuyordu (Grafik 1).

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



Stoklardan karşılanan satışlar ve üreticilerin baskı altındaki iç talep nedeniyle daha düşük kar marjlarına razı olması nedeniyle TL'nin kriz döneminde döviz karşısında yaşadığı ve kalıcı olduğunu düşündüğümüz değer kaybının --enerji fiyatları dışında--enflasyona yansımaları çok sınırlı oldu. (Grafik 2).

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



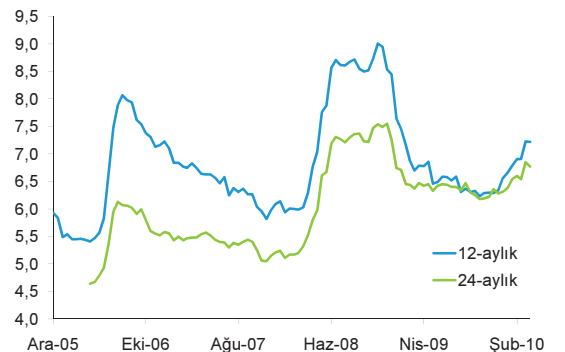
Temmuz ayında %3,75 düşüş ile tarihi bir rekor kıran üretici fiyatları yıllık enflasyonu, Eylül'de pozitif bölgeye geçerek yılı %5,93 ile bitirmişti. Aralık'tan sonra yükselmeye devam eden yıllık üretici fiyatları enflasyonu, Şubat itibarıyla %6,8 seviyesinde bulunuyordu (Grafik 3). Yıllık üretici fiyatları enflasyonu çok yüksek seviyelerde bulunmasa da, artmakta olan gıda, emtia fiyatları ve stokların tükenmesi ile artış potansiyeli yüksek olan üretici fiyatlarının tüketici fiyatları üzerinde yukarı yönlü baskı oluşturma riski bulunuyor.

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



Son raporumuzdan bu yana artan yıllık enflasyon oranları 12 ve 24 ay sonrası için yıllık enflasyon beklentilerinin önemli oranda yükselmesine yol açtı. 12-ay sonrası enflasyon beklentisi son raporumuzu yayınladığımız Ocak ayının ilk anketindeki %6,7'den Mart'ın 2. anketinde %7,2 seviyesine çıkarken, 24 ay sonrası enflasyon beklentisi ise %6,4'ten %6,8'e yükseldi (Grafik 4). Önümüzdeki aylarda yıllık enflasyonun uzun süre %9 üzerinde kalma ihtimalinin beklentilerin daha da yükselmesine neden olabileceği görüşündeyiz. Yıllık enflasyonun Merkez Bankası'nın ifade ettiği gibi düşmemesi durumunda enflasyon beklentilerinde yaşanabilecek bir bozulma enflasyondaki yükselişi daha da ivmelendirebilecek bir gelişme olacaktır.

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





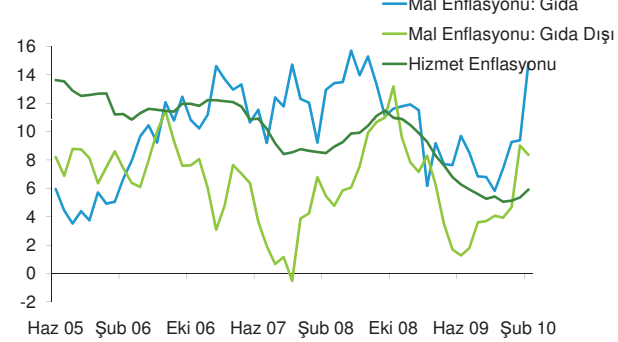
Mayıs'ta %5 seviyesinin altına gerileyen mal fiyatları Aralık ayından itibaren sert yükseliş gösterdi. Vergi artışları ve gıda fiyatlarındaki sert yükseliş etkisiyle mal fiyatları enflasyonu Ocak'ta %9,2'ye Şubat'ta %11,6'ya sıçradı (Grafik 5). Diğer taraftan, Aralık itibariyle %5,1'e kadar gerileyen hizmet fiyatları Ocak ve Şubat'ta sınırlı yükselişler göstererek %5,9'a çıktı. Gıda fiyatlarındaki görülen sert yükselişler mal fiyatlarındaki yükselişe önemli oranda katkıda bulunurken, kira fiyatlarında yaşanan düşük seyir hizmet fiyatlarının göreceli olarak baskı altında kalmasına katkıda bulundu. Yıllık gıda ve kira fiyatları enflasyonu Şubat itibariyle sırasıyla %14,8 ve %4,8 seviyesinde bulunuyordu. Önümüzdeki dönemde mal fiyatlarında görülen bu artışların yaşanan talep artışı ile birleşerek kademeli de olsa hizmet fiyatları üzerinde baskı oluşturabileceği konusundaki görüşümüzü koruyoruz.

Bu yıl enflasyonda en önemli belirleyicinin geçen yılın düşük bazı olacağı görüşündeyiz. Şu an için kamu kesimi bütçesinin ulaşılabilir olduğunu düşünsek de, merkezi hükümet harcamalarının tutulamaması durumunda dolaylı vergilere ve KİT fiyatlarına yapılabilecek olası artışları enflasyon görünümü açısından risk unsuru olarak görüyoruz. Türkiye'nin gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin birçoğuna göre pozitif borç oranları ve sağlam bankacılık sektörü nedeniyle artabilecek para girişlerinin TL'de yaratabileceği değer kazancının da enflasyon tahminimiz üzerine aşağı yönlü risk unsuru olduğunu düşünürüz.

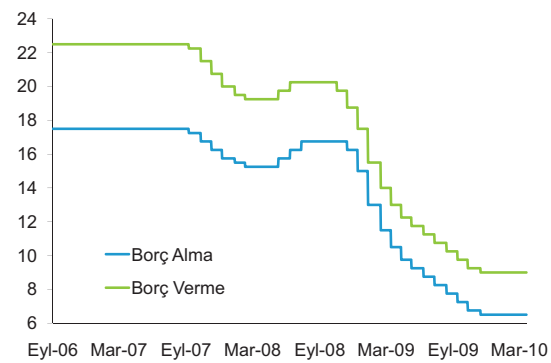
Her ne kadar raporumuzu hazırladığımız dönemde açıklanmamış olsa da, Şubat'ta %10,1 olan yıllık enflasyonun Mart'ta tekrar tek haneli seviyelere geriledikten sonra Eylül'e kadar %8-10 bandında kalarak yılı %7,5-8 arasında bitireceğini öngörüyoruz. Yılsonuna doğru baz etkisinin enflasyondaki düşüşe destek vereceği görüşündeyiz. Merkez Bankası küresel finansal krizin zirve yaptığı dönemde, 2008 Kasım ayında, faiz indirimlerine başlayarak 2009 Kasım'ında gerçekleştirilen 25 baz puanlık indirim de dahil borçlanma faizinde 1025 baz puan indirime gitmişti (Grafik 6). Aralık ayında faizleri sabit bırakmaya başlayan Banka, henüz toplam talep koşullarının normalleşmediğini vurgularken, faizlerin uzunca bir süre düşük düzeylerde kalacağı taahhüdünü yineledi. Fakat piyasa oyuncuları Banka'nın önümüzdeki bir yıl içerisinde 180 baz puan civarında faiz arttırmasını bekliyor. Piyasa oyuncuları arasında Banka'nın faiz arttırmalarına 2. çeyrekte başlamasını bekleyenler dahi bulunurken, biz Banka'nın büyüme görünümüne destek vermek için faiz artış sürecini mümkün oldukça erteleyeceği görüşümüzü koruyoruz.

Merkez Bankası Ekim'de yayınladığı 2009'un son enflasyon raporundaki baz senaryosunda politika faizlerinin sınırlı bir miktar daha düşerek 2010 sonuna kadar sabit kalacağını varsaydığını ifade etmişti. Ocak sonunda yayınladığı yılın ilk enflasyon raporundaki baz senaryosunda ise faizlerin bir müddet daha sabit tutulduğunu, sonrasında ise sınırlı artışlar göstererek tahmin ufku (3 yıl) boyunca tek haneli kalacağını varsaydığını açıkladı. Banka 2010 yılsonu enflasyon tahminini önceki rapordaki %5,4'ten %5,5 ile 8,3 aralığına (orta noktası %6,9) yükselttiğini açıkladı. Ekonominin "V" şeklinde bir toparlanmaya işaret edecek şekilde büyümeye başladığı (düşük kapasite kullanım oranlarına rağmen) bu dönemde Nisan sonunda yayınlanacak olan yılın ikinci enflasyon raporunun para politikasının geleceğine dair önemli ipuçları sunmasını bekliyoruz.

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



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



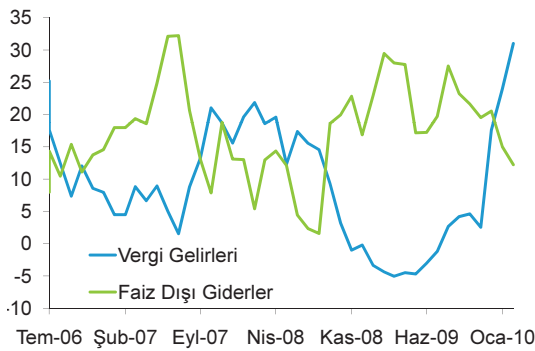


# Mali Politikalar ve Kamu Borcu: Düzelme başladı, ama sürdürülecek mi?

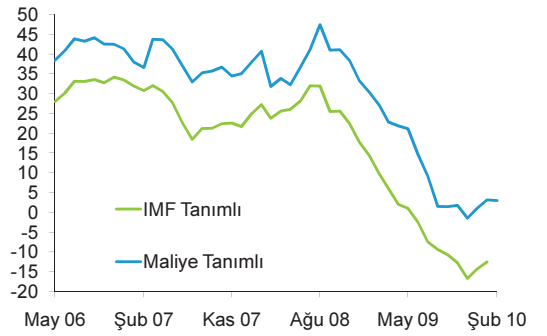
Geçen yılın son aylarından başlayarak, mali verilerin olumluya dönmekte olduğunu görüyoruz. Şubat ayı itibariyle bakıldığında, bu iyi görünüm ağırlıklı olarak vergi gelirlerindeki artıştan kaynaklansa da, faiz dışı harcamalardaki azalmanın da olumlu görünümde etkisi olduğunu gözlemledik. Bu dönemde (3-aylık ortalamalar ve nominal olarak baktığımızda) vergi gelirleri 2009 Ağustos ayında başlayan pozitif trendi önemli ölçüde devam ettirerek %30'un üzerinde bir artış gösterdi. Faiz dışı harcamalardaki artış ise %20-%25 seviyelerinden yaklaşık yarı yarıya ve enflasyonun az üstünde bir orana, (%10-%15 seviyelerine) kadar geriledi (Grafik 1).

Faiz dışı harcamalardaki artışın yavaşlaması ve vergi gelirlerindeki artışın kuvvetlenmesiyle Faiz Dışı Fazla (FDF) Şubat ayında 12-aylık kümülatif bazda maliye tanımıyla 3 milyar TL olarak gerçekleşirken bir önceki aya göre aynı seviyelerde kaldı. Ancak bunda Mart ayına kayan vergi gelirleri etkili oldu. Bu düzeltme yapıldığında performansın daha da iyi olduğunu gözlemliyoruz. IMF tanımlı (özelleştirme gibi geçici mahiyetdeki gelirleri düşen) faiz dışı açık ise 11,4 milyar TL'ye daralarak üç aydır süren nisbi düzelme hareketini devam ettirdi. Ancak 2009 Şubat dönemine bakıldığında Maliye ve IMF tanımlı FDF'nin sırasıyla 27,4 ve 9,7 milyar TL olduğu düşünülecek olursa mali dengelerdeki bozulmanın boyutunun çok ciddi olduğunu gözden kaçırmamak gerekiyor (Grafik 2).

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



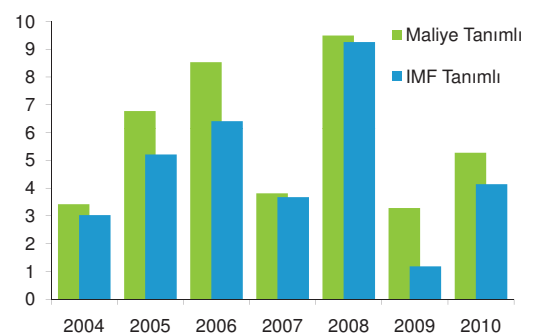
**Grafik 2 - Merkezi Yönetim Faiz Dışı Fazlası (milyar TL, 12-aylık toplam olarak)**



Benzer şekilde, yılın ilk iki ayına bakıldığında ise FDF'nin hem IMF hem de maliye tanımıyla geçen yılın aynı dönemine göre daha iyi bir performans sergilediğini görüyoruz. Şubat sonu itibariyle Maliye tanımlı FDF 5,3 milyar TL, IMF tanımlı FDF ise 4,1 milyar TL olarak gerçekleşti. Geçen yılın aynı döneminde ise bu rakamlar sırasıyla 3,3 ve 1,2 milyar TL olarak gerçekleşmişti (Grafik 3).

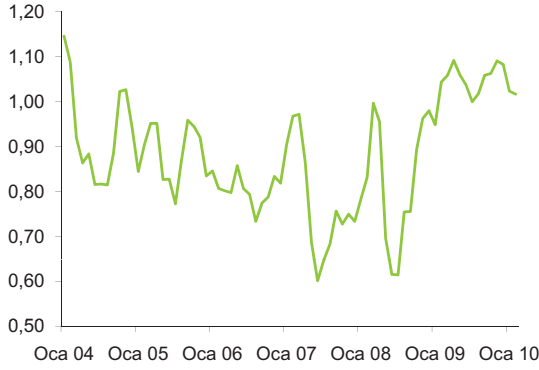
Merkezi Hükümet bütçesindeki bu olumlu gelişmelere karşın, bu trendlerin –özellikle faiz dışı harcamalarda sürdürülebilirliği ve mali saydamlık konusunda soru işaretleri devam ediyor. Örneğin yerel yönetim bütçelerindeki gelişmeleri ve özellikle enerji alanında faaliyet gösteren Kamu İktisadi Teşkilatlarının finansal yapılarını çok yakından takip edemiyoruz. Buna rağmen kısa vadede bu olumlu havanın devam etmesini bekliyoruz.

**Grafik 3 - Merkezi Yönetim Faiz Dışı Fazlası (milyar TL, Ocak-Şubat 2-aylık toplam)**



2009'da bozulan mali durumun, bekleneceği gibi, Hazine'nin iç borçlanma rasyosuna yansımaları devam ediyor. Örneğin 2008 yılı ortalarında (3-aylık ortalama olarak) %60'lara kadar düşen iç borç çevirme rasyosu, Şubat sonu itibarıyla %101 olarak gerçekleşti (Grafik 4).

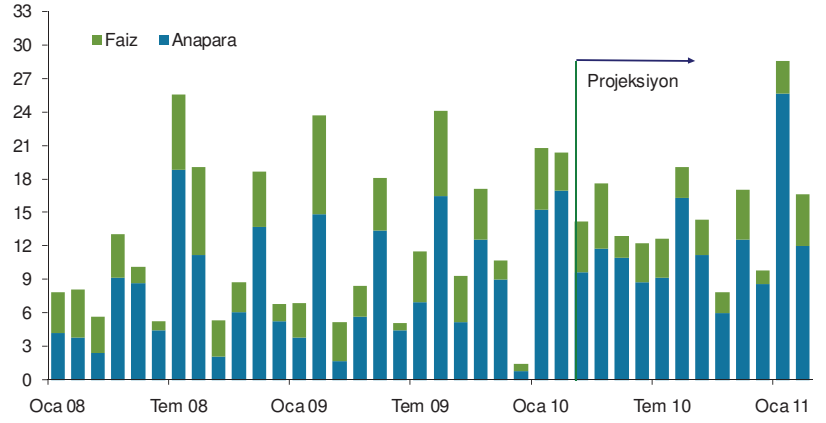
**Grafik 4 - Hazine Borç Çevirme Rasyosu (% 3-aylık hareketli ortalama)**



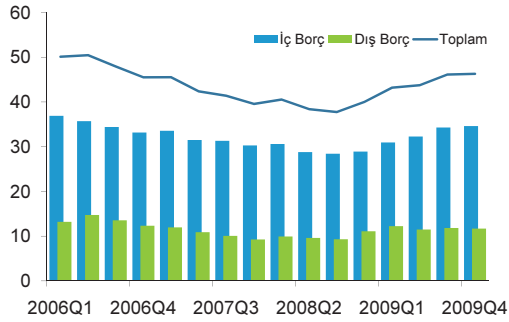
2010 yılı ilk iki aylık dönem için toplam 41,7 Milyar TL borç ödemesi gerçekleşirken 42,2 milyar TL tutarında da borçlanmaya gidildi. 2010 yılı için kalan aylarda geri ödeme yükü nispeten daha makul olsa da özellikle Ağustos, Kasım ayları ile 2011 yılının ilk iki ayında Hazine'nin yükü oldukça artacak gibi görünüyor. Öyle ki 2011 yılı Ocak ve Şubat ayları geri ödeme toplamı 45 milyar TL'nin üzerinde olması öngörülmüyor (Grafik 5).

Doğal olarak bu arada brüt merkezi hükümet borcu artmaya devam ediyor. 2008 sonunda brüt borç stoğu 380,3 milyar TL iken 2009 yılı sonunda bu rakam 441,5 milyar TL'ye yükselmiştir. GSYİH'ye oran olarak bakıldığında ise 2008 yılı sonunda %40 civarında olan brüt borç/GSYİH oranı 2009 yılı sonunda %46,3 olarak gerçekleşmiştir. Önceki raporumuzda bahsettiğimiz gibi, her ne kadar kamu borcu/GSYİH oranı düşük olsa da, bütçe açıklarının GSYİH'ye oranının %6-%7 civarında seyretmeye devam ettiği bir ortamda bu oranın hızla artması ve --2002-2003 yıllarında olduğu gibi-- borç sürdürülebilirliği meselesinin tekrar yavaş yavaş gündemimize oturması şaşırtıcı olmayacaktır. Ancak düşük borç düzeyi, Türkiye'nin son yıllarda aldığı mesafe ve hükümetin açıkladığı Orta Vadeli Program çerçevesindeki çabalarını düşündüğümüzde bu konunun kısa vadede büyük bir sıkıntı yaratmasını beklemiyoruz (Grafik 6).

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



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



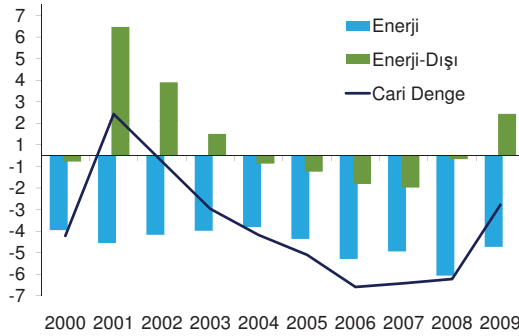
# Ödemeler Dengesi: Genişleyen cari açık, garip finansman

2009 yılı cari açık tarafında hızlı bir daralmaya, finansman yapısı anlamında ise önemli bir değişime neden oldu. Dış ticaretin katkısıyla daralan cari açık, bir anlamda finansman tarafında kaynağı belli olmayan girişleri ile yılı kurtardı.

Bir önceki yıla göre 28 milyar dolar daralan cari açık 2009 yılını beklentilerimizle paralel olarak 13,8 milyar dolar seviyesinde kapattı. Bu, 2001 krizi de dahil olmak üzere şu ana kadar cari açıktaki yaşanmış en sert daralma anlamına geliyor. GSYİH'ye oran olarak ise 2008 yılında %5,7 seviyesinde olan cari açık, 2009 yılında bu oranı %2,3'e geriletmiş bulunuyor.

Cari açıktaki bu daralmaya enerji ve enerji-dışı cari dengeden hemen hemen eşit katkılar geldi. Petrol fiyatlarındaki düşüşün yanı sıra (2008 yılında ortalama 97 dolar seviyesinde olan Brent petrol fiyatları 2009'da 62 dolara geriledi) ekonomideki daralma enerji açığının 2009 yılında 15 milyar dolar azalarak 26 milyar dolara gerilemesine neden oldu. Enerji-dışı cari denge ise 13 milyar dolar daralarak 2003 yılından bu yana ilk kez fazla verdi ve yılı 12 milyar dolarlık fazla ile kapattı (Grafik 1).

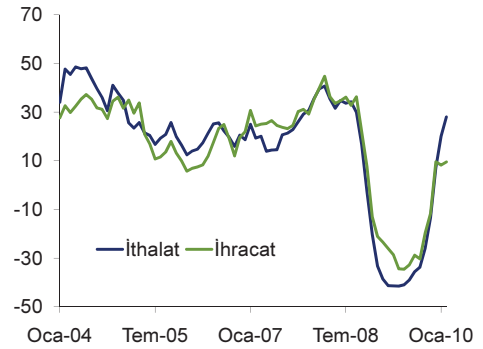
**Grafik 1 - Cari Denge (GSYİH'ya oran olarak; %)**



Cari açığın bileşenlerine baktığımızda, daralmanın asıl sürükleyicisinin her zaman olduğu gibi dış ticaret açığı olduğu görülüyor. TÜİK tanımı ile dış ticaret açığı 2009 yılında 31 milyar dolar azalarak 39 milyar dolar seviyesine geriledi. Buna karşın cari açığın diğer en önemli bileşeni olan servis tarafında önemli bir değişim yaşanmadı. 2008 yılını 17 milyar dolarlık (net) bir giriş ile tamamlayan servis hesabı 2009 yılını buna yakın, 16,4 milyar dolar seviyesinde kapattı. Servis hesabının asıl belirleyicisi olan turizm gelirleri ise 2009 yılında hafif bir azalış ile 17 milyar doların üzerinde bir giriş sağladı.

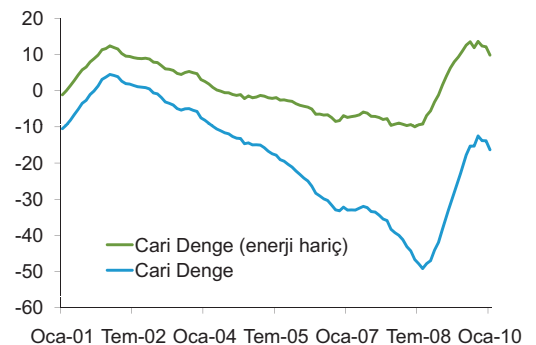
Dış ticaret açığındaki bu önemli daralmada, ithattaki sert düşüş etkili oldu. 2008 yılına göre ABD doları bazında %30 azalan ithalata karşın, ihracat da %23 düşüş kaydetti (Grafik 2). Bu düşüşlerde miktar tarafının da önemli etkisine karşın (2009 yılında ihracat miktarı %7,5; ithalat miktarı ise %13 azaldı) asıl sürükleyici fiyatlardaki düşüş oldu. Global ekonomideki gelişmelere paralel olarak ihracat fiyatları 2009 yılında ortalama %16 düşerken, ithalat tarafından %20'ye yakın bir gerileme oldu.

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



Önceki raporlarımızda belirttiğimiz gibi ekonomide toparlanmanın başlaması ve petrol fiyatlarının yeniden 70-80 dolar bandına oturmasının etkisi ile biz, 2010 yılında tekrar genişleyen bir cari açık ile karşı karşıya kalacağımızı öngörüyoruz. Nitekim bundan önceki raporumuzdan -yani o zaman elimizde bulunan Ekim ayı verisinden beri- devam eden görünüm beklentilerimizi destekler nitelikte. Daralmanın başladığı Ağustos 2008'deki 49 milyar dolar seviyesinden (12-aylık toplam olarak), 2009 Ekim ayında 12,5 milyar dolara kadar gerileyen cari açık bu tarihten itibaren tekrar genişleyemeye başladı ve son aylarda bu trend hızlanarak 2010 yılının ilk ayında yeniden 16,3 milyar dolara ulaştı (Grafik 3). Biz bu yıl sonunda enerji açığının yeniden 30-35 milyar dolar seviyelerine yükseleceğini ancak enerji-dışı cari dengenin azalsa dahi fazla vereceğini ve sonuç olarak cari açığın yılı en az 30 milyar dolar dolaylarında kapatacağını tahmin ediyoruz.

**Grafik 3 - Cari Denge (12-aylık toplam; milyar \$)**



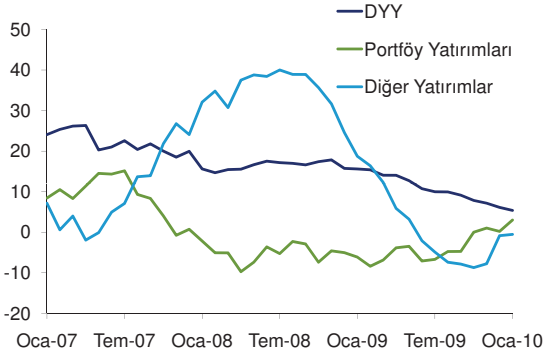
Cari açığın finansman yapısı yukarıda belirttiğimiz gibi 2009 yılında ciddi bir değişim gösterdi. Sermaye hesabı, 2008 yılındaki 36 milyar dolarlık seviyesine göre dramatik bir düşüş göstererek 2009 yılını 5 milyar dolar sermaye girişi ile tamamladı. GSYİH'ye oranı da benzer şekilde %5'lik seviyesinden %1'in altına geriledi. Bu anlamda cari açığın finansmanın asıl sürükleyicisi 8,5 milyar dolarlık kaynağı belli olmayan –ve rakamlara hata noksan olarak yansıyan– girişler oldu.

Sermaye hesabı bileşenlerine baktığımızda; 2006-2007 yıllarında üst üste 20 milyar dolar, 2008 yılında ise 16 milyar dolar gibi yüksek sermaye girişi sağlayan DYY'nin, 2009 yılında 6 milyar dolara düşse de sermaye hesabına en önemli katkısı sağlayan kalemlerin olduğunu görüyoruz. Bunun önemli bir bölümü önceki seneden devrolan gelirlerden (3G, İlgaz ve elektrik dağıtım bölgeleri) sağlansa da 2009 yılında gerçekleştirilen gayrimenkul ve küçük çaplı özel sektör birleşmelerinin de etkisi oldu.

Portföy yatırımları ise 2008 yılında 5 milyar dolarlık yüklü bir sermaye çıkışı gerçekleştirdikten sonra 2009 yılında çok düşük de olsa (0,2 milyar dolar) pozitif döndü. Finansman tarafında en önemli daralma özel sektör borçlanmasında gerçekleşti. Özellikle son yıllarda uluslararası koşulların da uygunluğu ile finansmanın ana sürükleyicilerinden olan bu kalem, 2007 ve 2008 yıllarında net olarak (amortisman/ana para ödemesi sonrası) yaklaşık 25'er milyar dolar sermaye girişi sağladıktan sonra 2009 yılında özel sektörün 10 milyar dolara yakın net borç ödeyicisi olduğunu gösterdi (Grafik 4).

Reservler tarafında ise 2008'de 1 milyar doların üzerinde bir erime gerçekleştikten sonra 2009 yılında pek bir değişim gözlemlenmedi.

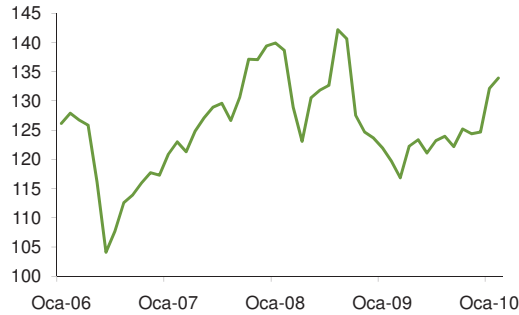
**Grafik 4 - Ödemeler Dengesi Finansmanı: Seçilmiş Kalemler (12-aylık toplam, milyar \$)**



2009 yılındaki gelişmeler bize 2010 yılının da cari açığın finansmanı açısından kolay bir yıl olmayacağını düşündürüyor. Her ne kadar Aralık ayında özel sektör borçlanmasında yaşanan iyileşmede (özel sektörün borç yenileme oranı Aralık ayında 2008 Ekim ayından beri ilk kez %100 seviyesine ulaştı) ya da kısmen hükümetin servet affı yasası ile ilgili olduğunu düşündüğümüz girişlerde cesaret verici gelişmeler görülse de bu olumlu gelişmelerin sürekliliği konusunda tereddütlerimiz sürüyor. Genel Görünüm bölümünde de aktardığımız gibi uluslararası likidite koşullarının henüz tam olarak iyileşmediği, enerji fiyatlarının yeniden 70-80 dolar seviyesine yükseldiği, büyümedeki daralmanın sona erdiği ve IMF ile standby anlaşmasının imzalanmadığı bir ortamda yılın tamamı düşünüldüğünde Türkiye'nin 30 milyar dolarlık bir cari açığı kolaylıkla finanse edebileceğini sanmıyoruz.

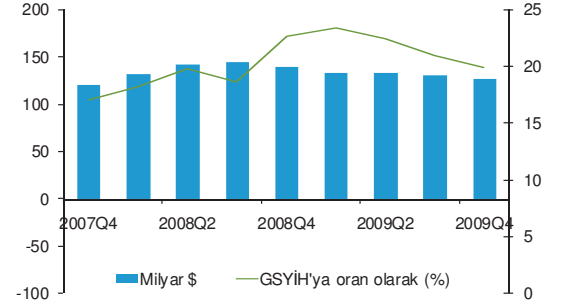
2009 yılında yatay bir seyir izleyen reel döviz kuru (Aralık ayında bir önceki yıla göre % 0,8 değer kazandı) 2010 yılının ilk iki ayında nominal kurdaki iyileşme ve yüksek eflasyon oranları nedeniyle önemli ölçüde değer kazandı. (Ocak ve Şubat aylarında sırasıyla %8 ve %12). Buna rağmen her "düzeltme" sonrasında genelde kısa bir süre sonra daha değerli bir noktaya oturan reel döviz kurunun (örneğin 2006-2007 döneminde olduğu gibi), bu defa uzun bir süre sabit kalmasını dikkat çekici buluyor, bu durumun finansman tarafındaki resimle tutarlı olduğunu düşünüyoruz. Önümüzdeki dönemde de biz nominal kurun (sepet bazında) yılı 1,9 seviyelerinde kapatacağı beklentisi ile yılın tamamında yılın başında yaşadığımız iyileşmenin bir miktar tersine döneceğini öngörüyoruz (Grafik 5).

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



Geçen raporumuzda belirttiğimiz gibi Türkiye'nin toplam dış borç stoku 2009 3. çeyrek sonu itibari ile 2008 yılı sonundaki 278 milyar dolarlık seviyesinden 273 milyar dolara gerilemişti. (GSYİH'ya oran olarak %43). Bunun 176 milyar dolarlık (44 milyar doları kısa vadeli) bölümü özel sektör tarafından, 83 milyar doları ise kamu kesimi tarafından yaratılan borç idi. Raporumuz yayına hazırlanırken Türkiye'nin 2009 yılı sonu dış borç stoku verileri henüz yayınlanmamıştı. Ancak Merkez Bankası tarafından yayınlanan özel sektörün yurtdışından sağladığı krediler bu anlamda önemli bir öncü gösterge niteliği taşıyor. Bu veriler, 2009 yılı sonunda özel sektör borçlanmasının bir önceki seneye göre 12 milyar dolar azaldığını ve yılı 128 milyar dolar seviyesinde bitirdiğini (GSYİH'ya oran olarak %20); yılın ilk ayında ise düşüşün devam ederek 125 milyar dolar seviyesine indiğini gösteriyor (Grafik 6).

Grafik 6 - Özel Sektör Dış Borç Stoku (Orta ve Uzun Vade)





# Ek: Tablolar

Kredi-Mevduat-MB Rezervleri						
	% Değişim					
	19 Mart	12 Mart	5 Mart	Haftalık	Yılbaşından bugüne	Yıllık
Kredi (milyar TL)	...	329,2	326,8	0,7	4,5	17,8
Tüketici Kredileri (milyar TL)	130,2	130,3	129,7	-0,1	3,0	15,5
Mevduat (milyar TL)	...	464,1	459,9	0,9	2,0	12,1
Döviz Mevduat (milyar \$)	...	95,9	94,1	2,0	-3,6	20,7
Bono (milyar TL)	...	366,7	365,4	0,3	2,3	18,9
Banka	...	248,6	247,6	0,4	4,9	30,9
Banka Dışı	...	118,1	117,8	0,2	-2,9	-0,3
Yurtiçi Yerleşikler	...	85,9	86,5	-0,6	-5,0	-6,9
Yurtdışı Yerleşikler	...	32,2	31,4	2,5	3,2	22,7
TCMB Rezervleri (milyar \$)	68,8	68,1	68,1	1,0	-2,7	5,1
Rezerv Para (milyar TL)	61,8	57,6	61,2	7,3	-4,1	9,4

Kaynak: TCMB



GSYİH Büyüme Oranları (%)				
	Q4		Tüm Yıl	
	2009	2008	2009	2008
<b>Üretim Yöntemiyle</b>				
Tarım	2,2	2,9	3,6	4,3
Sanayi	11,4	-10,6	-6,9	0,3
Hizmetler	5,1	-4,5	-3,0	1,2
İnşaat	-6,6	-14,1	-16,3	-8,1
<b>Harcamalar Yöntemiyle</b>				
İç Talep 1/	4,5	-9,3	-20,0	2,0
Özel Nihai Tüketim	4,7	-6,7	-2,3	-0,3
Kamu Tüketimi	17,9	2,8	7,8	1,7
Gayri Safi Sabit Sermaye Oluşumu	-4,7	-18,7	-19,2	-6,2
Kamu	-8,6	15,1	-2,2	12,7
Özel	-3,5	-25,0	-22,3	-9,0
Stok Değişimi 1/	2,5	-3,3	-9,4	2,9
Dış Talep 1/	-1,0	5,6	9,6	2,0
Mal ve Hizmet İhracatı	6,4	-8,2	-5,4	2,7
Mal ve Hizmet İthalatı	10,5	-24,9	-14,4	-4,1
Gayri Safi Yurtiçi Hasıla	6,0	-7,0	-4,7	0,7
<b>Memo:</b>				
GSYİH (milyar TL; 4-çeyreklik toplam)	954	951	...	...
GSYİH (milyar \$; 4-çeyreklik toplam)	615	730	...	...
1/ GSYİH büyümesine katkı (bir önceki dönemin GSYİH'sine oran olarak)				

<b>İşgücü ve İstihdam: 2008-2009</b> (1000 kişi)				
	<b>Ara 09</b>	<b>Ara 08</b>	<b>Fark</b>	<b>2008</b>
Kurumsal Olmayan Sivil Nüfus	70.907	70.096	811	69.724
15 Yaş ve Üstü Nüfus	52.079	51.211	868	50.772
İş Gücü	24.812	23.799	1013	23.805
İstihdam	21.451	20.466	985	21.194
Tarım	5.144	4.507	637	5.016
Sanayi	4.362	4.261	101	4.441
İnşaat	1.213	1.125	88	1.241
Hizmet	10.731	10.573	158	10.495
İşsiz	3.361	3.332	29	2.611
Kent	2.614	2.525	89	2.053
Kır	747	807	-60	558
Diğer	27.266	27.412	-146	26.967
sak: İş aramayıp iş başı yapmaya hazır 1/	2.067	2.226	-159	1.850
İşgücüne Katılım Oranı (%)	47,6	46,5	1,1	46,9
İşsizlik Oranı (%)	13,5	14,0	-0,5	11,0
Kent	15,6	15,6	0,0	12,8
Kır	9,2	10,7	-1,5	7,2
Memo:				
Tarım dışı işsizlik (%)	16,6	16,8	-0,2	13,6

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

Enflasyon: Şubat 2010 (yüzde)					
	Aylık		12-aylık		Yılbaşından Bugüne
	Şub 10	Şub 09	Şub 10	Oca 10	
<b>TÜFE</b>	<b>1,45</b>	<b>-0,34</b>	<b>10,13</b>	<b>8,19</b>	<b>3,32</b>
Yiyecek ve Alkolsüz İçecek	5,01	0,02	14,84	9,38	6,67
Tütün ve Alkollü İçecek	3,72	0,10	52,88	47,54	26,58
Giyim ve Ayakkabı	-5,25	-5,58	3,78	3,42	-13,02
Konut	0,39	-0,99	4,58	3,14	1,91
sak: Kira	0,28	0,43	4,75	4,91	0,68
Ev Eşyası	-0,11	-1,00	-0,82	-1,69	0,60
Sağlık	-0,20	0,10	1,87	2,18	-0,31
Ulaştırma	0,42	1,40	9,68	10,74	3,97
sak: Kişisel Ulaştırma Araçlarının İşletimi	0,77	2,06	20,74	22,28	8,13
İletişim	0,11	-1,18	3,62	2,28	-0,13
Eğlence ve Kültür	-0,57	-0,17	6,24	6,67	-0,84
Eğitim	0,02	-0,34	5,93	5,55	0,08
Lokanta ve Oteller	1,17	0,59	8,28	7,66	2,29
Çeşitli Mal ve Hizmetler	0,22	3,43	7,01	10,44	0,45
<b>ÜFE</b>	<b>1,66</b>	<b>1,17</b>	<b>6,82</b>	<b>6,30</b>	<b>2,25</b>
Tarım	4,04	1,63	19,73	16,96	6,68
Maden ve taşocakçılığı	0,28	2,76	10,78	13,52	1,54
İmalat Sanayi	0,39	0,33	5,52	5,46	0,61
Elektrik, Gaz ve Su	9,14	8,76	-14,30	-14,59	8,47

Kaynak: TUIK, Globalsource

Merkezi Yönetim Bütçesi: 2009-2010 (milyar TL)						
	Şub		Reel Büyüme (%)	Oca-Şub		Reel Büyüme (%)
	2010	2009		2010	2009	
Merkezi Yönetim Gelirleri	20,0	18,4	-1,3	39,5	34,2	5,8
Genel Bütçe Gelirler	18,9	17,4	-1,2	38,1	32,9	6,1
Vergi Geliri	16,1	13,8	6,1	33,4	27,6	10,9
Gelir Üzerinden Alınan Vergiler	6,3	6,1	-6,8	10,3	10,4	-9,2
Mal ve Hizmet Üzerinden Alınan Vergiler	5,8	4,7	10,3	13,5	10,8	14,9
sak: KDV	1,0	1,3	-26,6	4,0	3,2	12,0
ÖTV	4,1	2,8	35,7	8,2	5,9	26,7
Dış Ticaretten Alınan Vergiler	2,5	1,7	36,3	5,4	3,3	49,6
Vergi Dışı Gelirler	3,9	4,6	-23,5	6,1	6,6	-15,5
Giderler	22,3	25,8	-21,6	44,9	44,6	-7,7
Faiz-Dışı Giderler	17,7	15,9	0,8	34,3	31,0	1,4
Faiz Giderleri	4,6	9,9	-57,8	10,7	13,6	-28,4
Bütçe Dengesi	-2,3	-7,4	...	-5,4	-10,4	...
Faiz Dışı Denge	2,3	2,5	...	5,3	3,3	...

Kaynak: Maliye Bakanlığı, Global Source.

<b>Kamu Net Borç Stoku</b>				
<b>(milyar TL)</b>				
	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>
Toplam Kamu Borç Stoku (Brüt)	365,8	355,5	408,2	465,5
İç Borç Stoku	268,2	273,2	295,8	347,2
Merkezi Hükümet	251,5	255,3	274,8	330,0
<i>GSYİH'ye oran olarak</i>	33,2	30,3	28,9	34,6
Dış Borç	97,6	82,3	112,4	118,3
Merkezi Hükümet	93,6	78,2	105,5	111,5
<i>GSYİH'ye oran olarak</i>	12,3	9,3	11,1	11,7
Eksi: Merkez Bankası Net Varlıkları	45,7	41,8	60,4	66,0
Kamu Mevduatı	38,2	34,6	41,5	47,7
İşsizlik Sigortası Fonu Net Varlıkları	23,7	30,7	38,4	42,1
Toplam Net Kamu Borcu	258,2	248,4	268,0	309,7
<i>GSYİH'ye oran olarak</i>	34,0	29,5	28,2	32,5
Net İç Borç Stoku	227,7	237,1	248,4	283,9
<i>GSYİH'ye oran olarak</i>	30,0	28,1	26,1	29,8
Net Dış Borç Stoku	30,5	11,3	19,6	25,8
<i>GSYİH'ye oran olarak</i>	4,0	1,3	2,1	2,7

Kaynak: Hazine, Globalsource.

Cari Denge (milyon \$)				
	Ocak		12-Aylık Toplam	
	2010	2009	Oca	Ara
<b>Cari açık</b>	<u>-2.959</u>	<u>-491</u>	<u>-16.321</u>	<u>-13.853</u>
Enerji Dışı 1/	-455	1.830	9.848	12.133
Dış Ticaret Dengesi	-2.654	-381	-27.118	-24.845
İhracat	8.334	8.370	109.610	109.646
%	-0,4	-25,4	-20,5	-22,1
İthalat	-10.988	-8.751	-136.728	-134.491
%	25,6	-44,7	-26,8	-30,6
Hizmetler (net)	182	107	16.446	16.371
Turizm (net)	474	517	17.060	17.103
%	-8,3	-15,4	-7,0	-7,3
Gelir (net)	-591	-453	-7.805	-7.667
Faiz Harcamaları	-454	-571	-7.131	-7.248
Cari Transfer	104	236	2.156	2.288
Memo 2/				
Dış Ticaret Dengesi	<u>-3.640</u>	<u>-1.397</u>	<u>-40.974</u>	<u>-38.730</u>
Enerji 3/	-2.504	-2.321	-26.169	-25.986
Enerji Dışı	-1.136	924	-14.805	-12.745
Kaynak: TCMB, Globalsource				
1/ Enerji açığı (TURKSTAT tanımlı) hariç cari açık				
2/ TUIK tanımlı				
3/ STIC tanımlı; ham petrol, petrol ürünleri ve doğalgaz içerir.				

Sermaye Hesabı (milyon \$)				
	Oca		12-Aylık Toplam	
	2010	2009	Oca	Ara
Cari Açık	-2.959	-491	-16.321	-13.853
Sermaye Hesabı	<u>1.706</u>	<u>-680</u>	<u>7.821</u>	<u>5.435</u>
Doğrudan Yabancı Yatırım	279	1.020	5.366	6.107
Portföy Yatırımı	1.958	-841	2.997	198
Hisse Senedi	410	-104	3.341	2.827
Borç Senetleri 1/	2.957	-25	3.093	111
Yurtiçi	957	-1.025	273	-1.709
Diğer Yatırımlar	<u>-531</u>	<u>-859</u>	<u>-542</u>	<u>-870</u>
Varlıklar	2.530	-238	6.932	4.164
Yükümlülükler	<u>-3.061</u>	<u>-621</u>	<u>-7.474</u>	<u>-5.034</u>
Kısa Vadeli	-1.305	-997	-4.481	-4.173
Uzun Vadeli	-908	-37	-10.958	-10.087
Banka Dışı Özel Sektör	-1.121	-457	-10.117	-9.453
IMF Kredileri	0	-234	-446	-680
Diğer	-848	647	8.411	9.906
Net Hata Noksan	1.997	799	9.727	8.529
Rezerv Varlıklar 2/	-744	372	-1.227	-111
Memo:				
Borç 3/	<u>1.017</u>	<u>-1.596</u>	<u>-886</u>	<u>-3.499</u>
Kamu	3.278	-218	3.634	138
Özel	-3.382	-428	-8.015	-5.061
Varlıklar	1.121	-950	3.495	1.424
Borçlanma Dışı (net) 4/	2.686	1.715	18.434	17.463

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



<b>Dış Borcun Yapısı</b>				
<b>(milyar \$)</b>				
	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>
Toplam Borç Stoku	<u>205,8</u>	<u>249,4</u>	<u>277,7</u>	<u>271,1</u>
Kısa Vadeli	<u>40,9</u>	<u>43,1</u>	<u>50,4</u>	<u>52,0</u>
Kamu Sektörü	0,0	2,2	3,2	3,6
TCMB	2,6	2,3	1,9	1,8
Özel Sektör	38,3	38,7	45,3	46,7
Finans	20,7	16,6	21,8	24,9
Finans Dışı	17,6	22,1	23,5	21,8
Orta ve Uzun Vadeli	<u>165,0</u>	<u>206,3</u>	<u>227,2</u>	<u>219,1</u>
Kamu	69,8	71,4	75,0	79,9
TCMB	13,1	13,5	12,2	11,5
Özel Sektör	82,0	121,4	140,0	127,7
Finans	28,5	41,9	41,1	35,4
Finans Dışı	53,5	79,4	98,9	92,3
<i>Memo:</i>				
Uluslararası Yatırım Pozisyonu (net)	-206,6	-314,8	-198,5	-278,4
<i>sak:</i> Bankacılık Kesimi	-12,2	-14,9	-11,7	-19,6
Bankacılık Dışı Kesim	-42,6	-71,0	-90,6	-78,6
<b>GSYİH'ya oran olarak</b>				
Dış Borç Stoku	<u>38,6</u>	<u>34,4</u>	<u>44,6</u>	<u>42,4</u>
Kısa Vadeli	7,9	5,9	8,1	8,1
Orta ve Uzun Vadeli	30,7	28,4	36,5	34,2
Kamu	16,2	12,3	14,8	15,1
Özel Sektör	22,4	22,1	29,7	27,3
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 sarih veya zımni bir beyan ve garantide bulunmamaktadır. Yukarıdakileri sınırlamaksızın, Deloitte Türkiye, söz konusu materyal ve içeriğindeki bilgilerin hata içermediğine veya belirli performans ve kalite kriterlerini karşıladığına dair bir güvence vermemektedir.

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

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

Ekonomik Görünüm Serisi'ne ulaşmak için:  
[www.deloitte.com/tr/ekonomik-gorunum](http://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](http://www.deloitte.com.tr)  
[www.verginet.net](http://www.verginet.net)  
[www.denetimnet.net](http://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](http://www.deloitte.com/about) adresine bakınız.

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