

**Deloitte.**

Sular çekilince...  
Ekonomik Görünüm 2008

Aralık 2008





# Önsöz

Raporumuz hem dünya hem de Türkiye ekonomisinin içinde olduğu hızlı bir değişim sürecinde kaleme alındı. Bu çalışmada danışmanımız Türkiye ekonomisindeki son gelişmelerin yanı sıra son dönemde oldukça tartışılan ve Türkiye ekonomisinin yumuşak karnı olarak nitelenen dış finansman ihtiyacına ilişkin görüşlerini aktardı.

Buna değerlendirmelere göre global kredi piyasalarının önümüzdeki yıl ortalarında normalleştiği ve --er veya geç-- bir IMF programında anlaşıldığı senaryoda dahi, Türkiye ekonomisinin bu süreçte zorlanmasının kaçınılmaz olduğu genel kanısını paylaşıyoruz.

Bu süreçten çıkışta ve Türkiye’de yeniden bir büyüme döneminin başlamasında güven ortamının tekrar sağlanmasının, sağlıklı bir dış finansman yapısı oluşturulmasının, mali ve para politikalarında asıl hedeflerden taviz verilmemesinin ve detaylı bir yapısal reform takviminin uygulamaya konulmasının hayati olduğunu düşünüyoruz.

Deloitte olarak, danışmanımız tarafından hazırlanmış bu çalışmayı yararlı bulmanızı dileriz.

Hüseyin Gürer



Yönetici Ortak



# İçindekiler

<b>Türkiye Ekonomisine Genel Bakış</b>	<b>4</b>
Dış finansman sorununa kısa bir bakış	8
Global Ortam: Sıra reel ekonomilerde	12
Piyasalar: Zor bir yılı geride bırakırken	16
Parasal Göstergeler: Krediler durdu, döviz mevduatları azaldı	19
Büyüme: Eksi büyümeye doğru	24
Enflasyon ve Para Politikası: Büyüme ön planda	27
Bütçe ve Mali Politika: Mahalli seçimler gölgesinde	30
Cari Denge ve Finansmanı: Cari açık daralıyor ama...	36
<b>Ek: Detaylı Tablolar</b>	<b>40</b>



**Dr. Murat Üçer**  
Deloitte Ekonomi  
Danışmanı

## Yazar Hakkında

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.

# Yönetici Özeti

Eylül raporumuzdan beri hem dünya hem Türkiye ekonomisinin görünümü hızlanarak bozuldu. Global kredi krizinin Türkiye ekonomisine olası etkileri, içeride bir süredir devam eden ivme kaybı ve güven sorunları ile birleşince, 3. çeyrek itibarıyla büyüme bir önceki yılın aynı dönemine oranla 0,5 düzeyine geriledi. Önümüzdeki birkaç çeyrek de büyümenin eksiye dönmesi şaşırtıcı olmayacak diye düşünüyoruz. Global kredi piyasalarının önümüzdeki yıl ortalarında normalleştiği ve - er veya geç - bir IMF programında anlaşıldığı senaryo da dahi, biz büyümede ciddi bir toparlanmanın önümüzdeki yılın son çeyreğinden önce beklenmemesi gerektiği kanısındayız.

2009 yılında enflasyonda biz de ciddi bir düşüş beklessek de, döviz kuru geçişkenliğinin daha yüksek olabileceği ve enflasyonun bir noktada katılık gösterebileceği beklentisiyle (örneğin gıda ve enerji fiyatlarında yaşanan düşüşün tüketici fiyatlarına yeterince yansımaması, servis enflasyonunun yeteri kadar yumuşamaması) yılsonu enflasyonunun %8-8,5 seviyelerinin altına inmesinin zor olduğu görüşündeyiz.

Eylül raporumuzdan beri piyasalarda son derece oynak bir dönem yaşandı. Lehman Brothers'ın Eylül ortasında iflasıyla Türk finans piyasalarında da başlayan satış dalgası; daha sonra IMF program beklentisi, hem içeride hem dışarıda kısa vadeli politika faizlerindeki agresif indirimler ve bazı teknik faktörler sayesinde (banka tercihlerinin krediden bonoya dönüşü gibi) görece toparlanmaya dönüştü. Ancak biz 2009'da bu trendin devam etmesinin zor olduğunu düşünüyoruz.

Dış finansman Türkiye ekonomisinin yumuşak karnı olmaya devam ediyor. Önümüzdeki yıl cari açığın 20 milyar dolar civarına düşmesini beklemekle birlikte, özel sektörün 40 milyar dolar civarındaki uzun/orta vadeli borç ödemesini ve 50 milyar doları aşan kısa vadeli borcunu düşündüğümüzde, finansman ihtiyacının ciddi boyutlarda olduğunu görüyoruz. Kısaca karşımızda, daralan global kredi piyasalarına genişlemiş finansman ihtiyacı ile giren bir Türkiye var. Bu da, bizce geçiş döneminde özellikle temkinli olmayı, doğru ekonomi politikaları uygulamayı ve IMF ile güçlü bir program yapmayı zorunlu kılıyor. Türkiye'nin finansman ihtiyacının IMF programı olmadan karşılanmasını, büyüme anlamında maliyetler daha da artmadan, olası görmüyoruz.

IMF programının geciktirilmesi başta olmak üzere hükümetin kriz karşısındaki tavrı oldukça eleştiriliyor. Biz bu tepkilere kısmen katılmakla birlikte, içinde bulunduğumuz durumun kolay bir çözümü olmadığını ve Türkiye'de büyüme dinamiğinin ağırlıklı olarak dünya ekonomisinin gidişatına ve global likidite koşullarına bağlı olduğunu anlaşıldığının çok daha önemli olduğunu düşünüyoruz.

Nitekim tüm eleştirilere rağmen son aylarda hem mali hem para politikasının uygulanmasında büyüme önceliği almış gözüküyor. Biz bu alanda aceleci bir gevşemenin Türkiye koşullarında çözüm değil, tam tersine sorunları ilerde daha da ağırlaştırıcı bir risk teşkil ettiğini, baskılar karşısında özellikle mali politikalarda taviz verilmemesinin önemli olduğunu düşünüyoruz. Her ne kadar yılın ilk 11 ayına ait bütçe rakamları çok büyük olumsuzluklar içermese de, Eylül ayından beri görülen bozulmanın kısa vadede –en azından IMF programına kadar– devam edeceği beklentisini taşıyoruz.

Daha önemlisi, birçok analist gibi biz de, 2009 bütçe hedeflerinin realist olmadığını düşünüyoruz. Raporumuz yayına hazırlandığında bütçe son halini almakta idi. Takip edebildiğimiz kadarıyla, bütçe meclise sunulan büyüklüklere göre bazı kesintiler sayesinde daha gerçekçi bir görünüm aldı. Ancak IMF programı çerçevesinde uygulamada önemli ek değişikliklere gidileceğini ve her halükarda bütçe hedeflerinin tutturulması açısından 2009'un zor bir yıl olacağı beklentimizi koruyoruz.

Türkiye'de büyümenin; tekrar güven ortamının sağlanması, sağlıklı bir dış finansman yapısı oluşturulması, mali ve para politikalarında asıl hedeflerden taviz verilmemesi ve detaylı bir yapısal reform takviminin uygulamaya konulması olarak dört temel üzerine oturtulmasının en sağlıklı yaklaşım olduğu kanısındayız.

# Türkiye Ekonomisine Genel Bakış<sup>1</sup>

Eylül raporumuzdan beri hem dünya hem Türkiye ekonomisinin görünümü hızlanarak bozuldu. Global kredi krizinin Türkiye ekonomisine olası etkileri, içeride bir süredir devam eden ivme kaybı ve güven sorunları ile birleşince, 3. çeyrek itibarıyla büyüme sert bir şekilde yavaşlamaya devam etti. Elimizdeki veriler 4. çeyrekte büyümenin negatif olmasının kaçınılmaz olduğunu gösteriyor. Bu çerçevede 2007 yılında %4,6 civarında büyüyen Türkiye ekonomisinin büyüme hızının 2008 yılında %1,5-2 civarına düşebileceğini öngörüyoruz. Dünya ekonomisinde düzelmeye zaman alacağı ve kredi piyasalarında normalleşmesinin önümüzdeki yılın ortalarını bulacağı varsayımı altında, IMF ile yeni bir programda anlaşmaya varılsa dahi –ki biz bunun kaçınılmaz olduğunu düşünüyoruz– büyümenin önümüzdeki yıl negatif olma olasılığını oldukça yüksek görüyoruz.

Bu büyüme tahminini, petrol fiyatlarında son aylarda yaşanan global resesyon kaynaklı sert düşüşlerle beraber düşündüğümüzde cari açığın 2009'da 20 milyar dolar civarında hatta daha da altında olabileceğini tahmin ediyoruz.

Ancak finansman tarafında YTL'de değerlendirilmeyi destekleyecek kadar bir rahatlamaya beklemiyoruz. Dolayısıyla, reel anlamda bu seneyi %10 (Ara-07/Ara-08) üzerinde bir değer kaybıyla kapattıktan sonra 2009'da da liranın hafif de olsa değer kaybetmeye devam edeceğini tahmin ediyoruz.

Raporumuz yayına hazırlandığında (Aralık sonu) halen olası bir IMF programı üzerinde çalışılmakta idi. IMF programının kaçınılmaz oluşu, IMF'siz bir senaryoda güven ve finansman sıkıntılarının iyice derinleşeceği ve bunun bedelinin burada verilen senaryodan bile daha ağır olabileceği görüşümüze dayanıyor. Detaylarını raporun ilgili bölümlerinde açıkladığımız gibi, Türkiye'nin dış finansman açığı –cari açıktan ciddi bir daralmanın yaşandığı ve özel sektörün borçlarını tamamen çevirdiği bir senaryo da bile– en az 10 milyar dolar olacak gibi duruyor. Dolayısıyla bu açığın IMF'den alınacak bir kredi ile kapatılması en makul çözüm olarak karşımıza çıkıyor. IMF kredisinin Hazineye aktarıldığı bir senaryoda, ekonomik düzelmeye birlikte bankalar devlet yerine özel sektöre kredi vermeye teşvik edilecek (crowding in), bu şekilde şirketler kesimi bankalar aracılığıyla gerektiğinde Merkez Bankası'ndan döviz alabilecek ve dış borcu çevirebilecektir diye düşünüyoruz.

## Temel Makro Göstergeler

	2003	2004	2005	2006	2007	2008t	2009t
Büyüme (GSMH %)	5,3	9,4	8,4	6,9	4,6	2,0	-1,2
Enflasyon (TÜFE, dönem sonu)	18,4	9,4	7,7	9,7	8,4	10,6	8,5
Cari Açık (milyar \$)	-7,5	-14,4	-22,1	-31,9	-38,2	-43,0	-20,0
Cari Açık (GSMH'ya oran olarak)	-2,5	-3,7	-4,6	-6,0	-5,9	-5,9	-3,1
Dış Ticaret Açığı (milyar \$)	-22,1	-34,4	-43,3	-54,0	-62,8	-72,3	-52,1
Enerji Faturası (milyar \$)	10,6	13,0	18,6	25,3	28,7	40,3	19,9
Doğrudan Yabancı Yatırımlar (milyar \$ net)	1,3	2,0	9,0	19,1	20,1	11,0	6,5
Reel Efektif Döviz Kuru (1995=100 yılsonu Aralık verileriyle)	140,6	143,2	171,4	160,1	190,3	168,7	163,6
(% değişim)	12,1	1,8	19,7	-6,6	18,9	-11,3	-3,0
Döviz Kuru (TL/\$ yılsonu Aralık verileriyle)	1,40	1,39	1,35	1,43	1,22	1,55	1,68
MB O/N Faiz Oranları (yılsonu basit %)	26,00	18,00	13,50	17,50	16,00	15,00	15,00
Merkezi Hükümet Faiz Dışı Fazlası (GSMH'ya oran olarak)	4,0	4,9	5,7	5,4	4,1	4,1	2,6
Merkezi Hükümet Bütçe Dengesi (GSMH'ya oran olarak)	-8,8	-5,2	-1,4	-0,6	-1,6	-1,5	-3,0
Kamu Net Borç Stoku (GSMH'ya oran olarak)	55,2	49,1	41,7	34,2	29,1	27,0	27,0

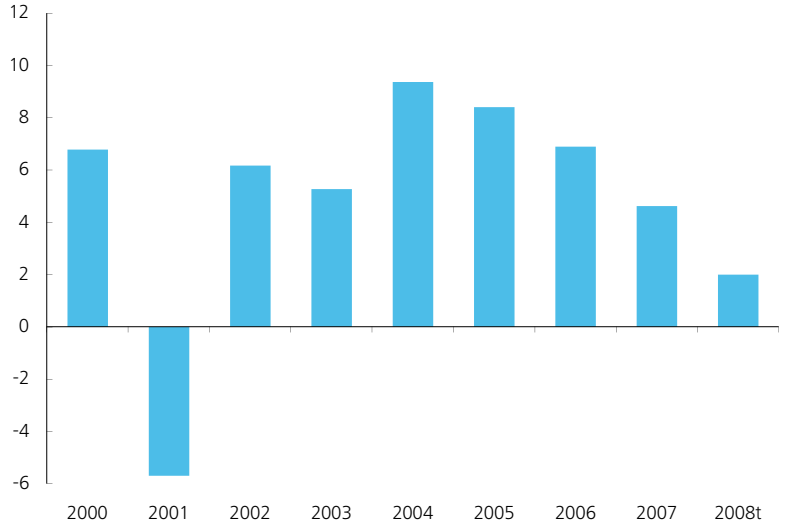
1. Bu rapor yayınlanma tarihi itibarıyla 19 Aralık 2008 tarihine kadar elimizde olan ekonomik verileri içermekte, bundan sonraki verileri ve gelişmeleri dikkate almamaktadır.

Şirketler kesiminin zor bir dış finansman ortamında ve daralan bir ekonomide ne gibi sorunlar yaşayacağını kestirmek çok zor olsa da, bu konunun 2009'un en hassas konusu olduğu ve dikkatle izlenmesi gerektiği kanısındayız. Beklentiler, Ocak ayında gerçekleşecek IMF ziyaretinden sonra program üzerinde bir mutabakata varılacağı ve önemli bir pürüz kalmayacağı yönünde. Biz bu görüşü paylaşmakla birlikte, Mart sonundaki mahalli seçimler dolayısıyla -- şu ana kadar zaten geciken anlaşmanın-- daha da gecikmesi olasılığının da göz önüne alınması gerektiğini görüyoruz.

Güven sorunu ise bizce --başta ekonomi politikalarının uygulanmasında olmak üzere-- hükümetin 2006 yılından beri ivme kaybetmesinde yatıyor. 2007 yılının büyük bölümü siyasi istikrar endişeleri ve seçim etkisinde yaşandıktan sonra, 2007 Ağustos ayından itibaren global piyasalarda baş gösteren kredi sorunları ve bunun karşısında hükümetin net olarak tavrını koyamayışı, güven kaybında etkili oldu kanısındayız. Başka bir deyişle, krizin ciddiyetinin son haftalara kadar yeteri kadar algılanmaması, temel olarak 2009 mahalli seçimler odaklı politikaların benimsendiği izleniminin yaratılması ve IMF ile program uygulamasına geçmekte gecikmesi, bizce morallerin iyice bozulmasına, krizin etkilerinin derinleşmesine yol açtı. Buna ek olarak, yapısal reformlar konusunda yapılmaya çalışılanların halen bir bütünlükten uzak olması ve bir uygulama takviminin olmayışı, özellikle yeni global ekonomi ve likidite ortamında tekrar %5 civarında bir büyüme oranına sürdürülebilir şekilde ulaşılmasını kısa vadede zorlaştırıyor kanısındayız.

Mali ve para politikaları uygulamalarının gittikçe büyümeye odaklandığı ancak bunun Türkiye gerçekleriyle beraber düşünüldüğünde ciddi riskler taşıdığı kanısındayız. Bir açıdan, sert bir şekilde yavaşlayan büyüme karşısında genişletici mali ve para politikaların uygulamaya konulması ve/veya bu politikaların göreceli olarak yumuşatılması makul bir yaklaşım gibi görülebilir. Ancak Türkiye'nin özellikle dış finansman tarafında devam eden kırılganlıkları ve makro ekonomik istikrarsızlıklarla dolu yakın geçmişi, bu konuda çok dikkatli olmayı gerektiriyor. Biz büyümedeki yavaşlamaya rağmen sıkı ve temkinli mali ve para politikalarından taviz verilmemesi veya bunun son derece saydam ve kurallara bağlı bir şekilde yapılması gerektiğini düşünüyoruz.

Büyüme (%)

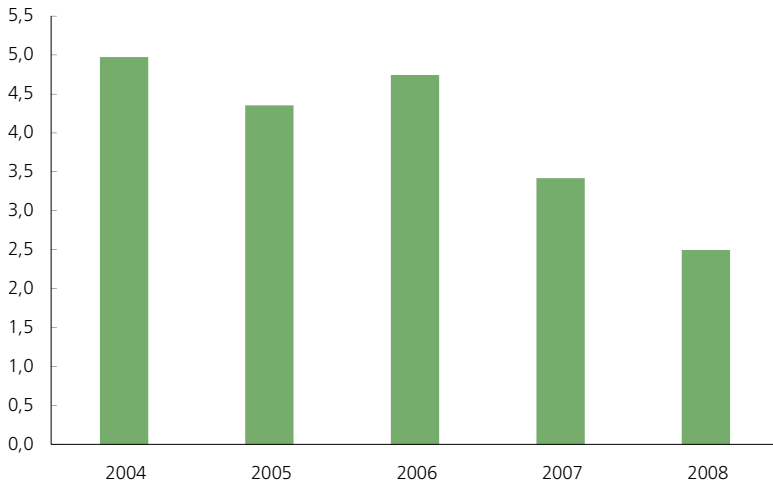


Her şeyden önce mali tarafta 2006 sonundan beri genelde genişleyici bir trend içinde olduğumuzu saptamakta fayda görüyoruz. Rakamlarla ifade edersek, 2006 yılına kadar (revize milli gelire oran olarak) %5 civarında seyreden faiz dışı fazlanın (FDF), 2008 yılında hemen hemen yarı yarıya, %2,5 civarına gerileyeceği bir konjonktürdeyiz. IMF ile bir program imzalanmadığı, gerekli tedbirlerin alınmadığı bir ortamda ise 2009 yılında FDF'nin --ekonomik yavaşlamadan dolayı vergi kayıpları ve artmaya devam eden harcamalar dolayısıyla-- %1-%1,5'lar düzeyine gerileyebileceğini öngörüyoruz. Bu trendin büyümede sıkıntılarının devam etmesi ile daha da bozulabileceğini ancak bütçe disiplini kaybetmenin, nihayetinde potansiyel büyümeyi olumsuz etkileyebileceğini düşünüyoruz. Bu bağlamda birçok gözlemci gibi bizim de, 2009 bütçesini ve varsayımlarını realist bulmadığımızı belirtme gereği duyuyoruz.

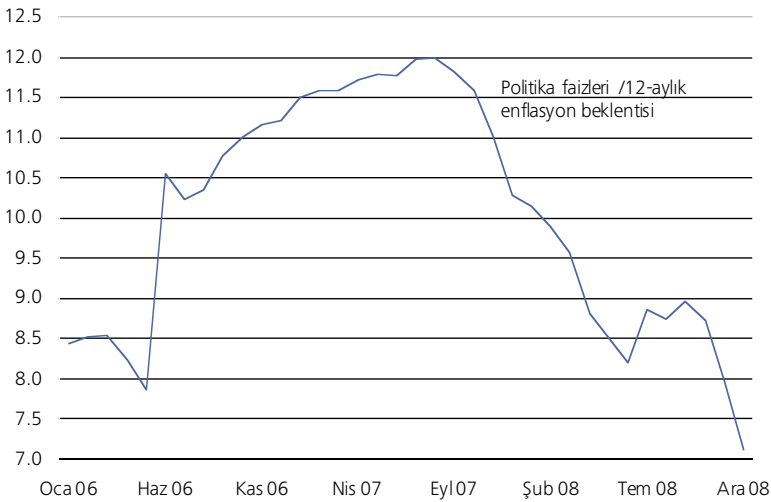
Takip edebildiğimiz kadarıyla, bütçe meclise sunulan büyüklüklere göre bazı kesintiler sayesinde daha gerçekçi bir görünüm aldı. Ancak IMF programı çerçevesinde uygulamada önemli ek değişikliklere gidileceğini ve her halükarda bütçe hedeflerinin tutturulması açısından 2009'un zor bir yıl olacağı beklentimizi koruyoruz. "Mali kural" konusunda ise, hükümet raporumuz yayına hazırlandığında net olarak tavrını koymamıştı. Oysa biz bulunduğumuz konjonktürde esnek ama detaylandırılmış ve saydam (piyasalar tarafından rahat takip edilebilen) bir mali kuralın güven oluşturmakta ciddi katkıları olacağını düşünmeye devam ediyoruz.

Benzer şekilde Merkez Bankası'nın da enflasyon konusunda 2009 için oldukça iyimser bir senaryo çizerken, gittikçe barizleşen bir şekilde büyümeye odaklandığını gözlemledik. Dünyada esen deflasyonist hava, başta petrol olmak üzere emtia fiyatlarındaki düşüş ve zayıf büyüme ortamının Merkez Bankası'nı doğal olarak cesaretlendirdiğini gözlemliyoruz. Nitekim Para Politikası Kurulu bu tavrını Aralık toplantısında gerçekleştirdiği 125 baz puanlık faiz indirimi ile gösterdi. Bu hareketlerin piyasalar ve genel ortam izin verdiğinde devam edeceğini düşünüyoruz. Ancak agresif faiz hareketlerine gidildiği bu dönemde enflasyon görünümünde bazı risklerin de olduğu unutulmamalı. Örneğin döviz kuru-fiyatlar arasındaki etkileşimin hala tahmin edilenden daha güçlü olabileceği, fiyatlama hareketleri ve beklentilerin yeteri hızda iyileşmemesi dolayısıyla enflasyon da baz etkisi geçtikten sonra belli noktalarda katılık olabileceği riskleri, yeteri kadar göz önüne alınmıyor kanaatindeyiz. Bu açıdan bakıldığında biz enflasyonun 2008 sonunda %8-%8,5 gibi seviyelerde takılmasını en muhtemel senaryo olarak görüyoruz. Buna bağlı olarak Para Politikası Kurulu'nun faiz indirimlerine önümüzdeki dönemde devam etmesinin çok muhtemel olduğunu düşünmekle birlikte, bu sürecin bir noktada –daha önce 2006 ve 2008 faiz indirim süreçlerinde olduğu gibi– tersine çevrilmesi riskinin azımsanmayacak düzeyde olduğunu düşünüyoruz.

**IMF Tanımlı Faiz Dışı Fazla  
(GSYİH'ye % oran olarak)**



**Reel Faiz Oranları (%)**



Bütün bunları bir araya koyarsak, Türkiye’de büyümenin; tekrar güven ortamının sağlanması, sağlıklı bir dış finansman yapısı oluşturulması, mali ve para politikalarından taviz verilmemesi ve detaylı bir yapısal reform takviminin uygulamaya konulması olarak dört temel üzerine oturtulması gerektiğini düşünüyoruz. Bu anlamda 2008’in 3. çeyreğinde gözlemlediğimiz büyüme tablosunu son derece anlamlı buluyoruz. Bilindiği gibi bu çeyrekte ciddi bir mali stimulus ve dış talep katkısı görmemize rağmen, büyüme sifıra yakın gelmiştir. Nedeni, özel sektör harcamalarında özellikle yatırım tarafındaki bozulmadır. Bu açıdan kendi başımıza uygulamaya çalışacağımız büyüme odaklı ve/veya yeniden dağılımcı politikalar yerine, sabırla dünya ekonomisi ve finansman ortamının iyileşmesini beklemek ve bu süreçte kırılganlıklarımıza odaklanmak bize en doğru yaklaşım olarak geliyor. Siyaseten çok güç olduğunu kabullenmekle beraber, bunun bu şekilde kavranıp kamuoyuna anlatılması bizce önümüzdeki dönemde makro istikrarın korunması ve perçinlenmesi açısından çok büyük önem taşıyor.

Özetle, önümüzdeki global ve siyasi tabloya baktığımızda, dış finansman ve güven sorunlarının en azından kısa vadede yeteri kadar aşılacağı varsayımından hareketle, 2009’un hem dünya hem Türkiye ekonomisi için zor bir yıl olacağını düşünüyoruz.



### Dış finansman sorununa kısa bir bakış

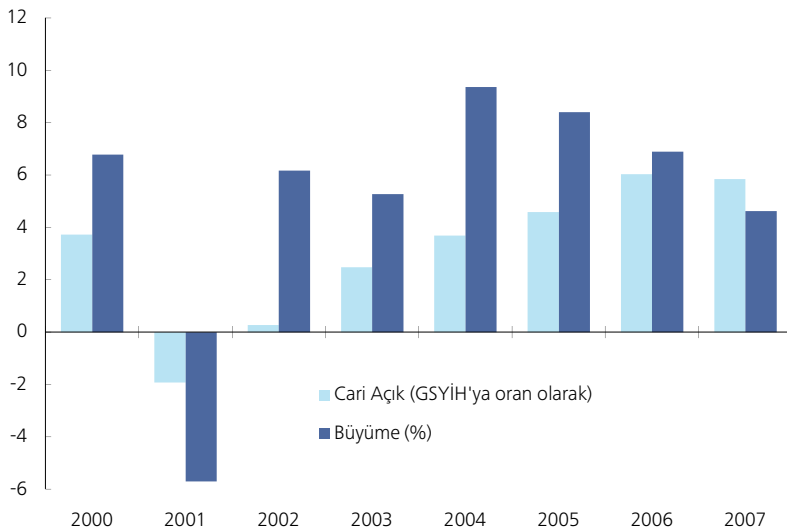
2002 yılında krizden çıkan Türkiye ekonomisi, 2003 yılı itibarıyla global ortamın da desteği ile güçlü bir büyüme dönemine girdi. Yapısal olarak büyüme dönemlerinde cari açığını da arttıran Türkiye ekonomisi, bu dönemde global likidite bolluğu nedeni ile finansman tarafında bir sorun yaşamadı. Ancak yurtdışı piyasalardaki görünümün son aylarda dramatik olarak bozulması, kredi olanaklarının daralması ve yurtdışında ekonomik aktivitenin yavaşlaması, özellikle son yıllarda hızlı bir artış gösteren özel sektör dış borçlanmasını ve bu borçların geri ödenebilme kapasitesini gündeme taşıdı. Raporumuzun yazıldığı bugünlerde IMF ile imzalanacak yeni stand-by anlaşması ve bu anlaşmanın Türkiye'nin finansman ihtiyacını karşılayıp karşılayamayacağı da tartışılır hale geldi. Biz de, bu raporumuzda oldukça önemli bulduğumuz bu başlığa yer vermek ve Türkiye'nin finansman ihtiyacına yakından bakmak istedik.

Türkiye ekonomisinin ihtiyaç duyduğu finansman, cari açığın finansmanı ile kamu ve özel sektör dış borçlarının geri ödemelerinin sağlanabilmesi anlamına gelmekte. Bu nedenle önümüzdeki dönem finansman ihtiyacının hesaplanmasında cari açığın seyrinin iyi öngörülebilmesi kadar sağlıklı bir dış borç projeksiyonu verisine de ihtiyaç var.

Cari açık, krizin ardından 2002'de denge durumundan 2007 yılında 38 milyar dolara (GSYİH'ya oran olarak %6'ya) hızlı bir yükseliş gösterdi. Bu hızlı yükselişte ara malı ithalatındaki artış, reel döviz kurundaki değerlenme ve petrol fiyatlarındaki yükselişin tetiklediği enerji faturasındaki artış etkili oldu. Ancak 2008 yılında ekonomide başlayan yavaşlama, petrol fiyatlarının yeniden 50 dolar seviyesine gerilemesi ve YTL'de güçlü seyrin sonuna gelmesi; önümüzdeki dönemde cari açığa bir gerilemeye işaret ediyor. Bu nedenle biz, cari açığın 2008 yılı için 43 milyar dolar, 2009 yılı için ise bunun yarısından da düşük olmasını bekliyoruz. Demek ki, borç ödemelerini bir kenara bırakırsak, daralan bir cari açıktan bahsediyor olsak da, Türkiye ekonomisinin öncelikle bu büyüklüklerdeki bir cari açığın finansman kaynağını yaratması gerekiyor.

Yukarda değindiğimiz gibi, cari açığın yanı sıra finansman ihtiyacı doğuran diğer bir kalem kamu ve özel sektörün orta-uzun vadeli dış borçları. Hazine tarafından yayınlanan Dış Borç Stoku verilerine göre Haziran sonunda Türkiye'nin toplam 232,5 milyar dolarlık (90 milyar dolar kamu kesimi+Merkez Bankası, 142,7 milyar dolar özel kesim) bir dış borç stoku bulunmakta. Bu borç stokunun önümüzdeki dönem geri ödeme seyrinin (amortisman) takip edilebileceği iki kaynak bulunuyor: Hazine tarafından yayınlanan Dış Borç Servis Projeksiyonu verileri ile TCMB tarafından yayınlanan Özel Sektörün Yurtdışından Sağladığı Kredi Borcu verileri. Hazine tarafından yayınlanan veriler kamu ve özel sektör verilerinin her ikisini de içerse de, kapsam olarak kısa vadeli borçların bir kısmının da dahil olması nedeniyle özel sektör rakamları açısından Merkez Bankası'nın yayınladığı verilerden farklılık göstermekte. Bu nedenle biz kamu kesiminin kısa vadeli dış borçlanmasının zaten olmadığını göz önüne alarak, Kamu Kesimi Dış Borç Projeksiyonu için Hazine verilerini, özel sektör için TCMB verilerini takip etmekteyiz.

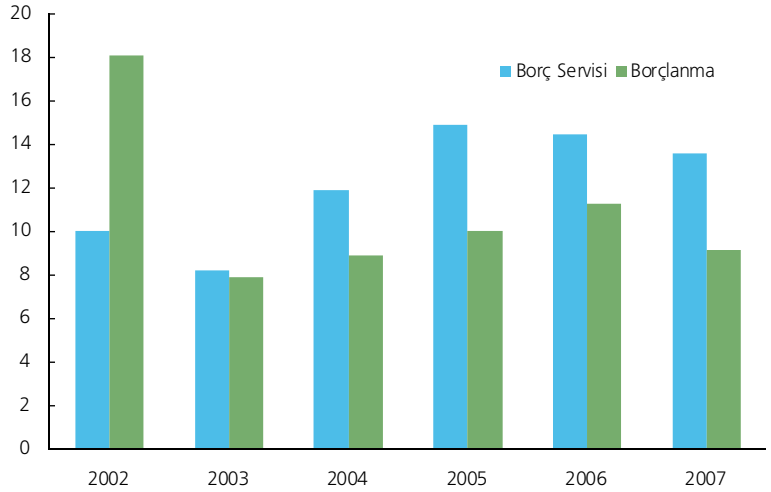
Büyüme ve Cari Açık



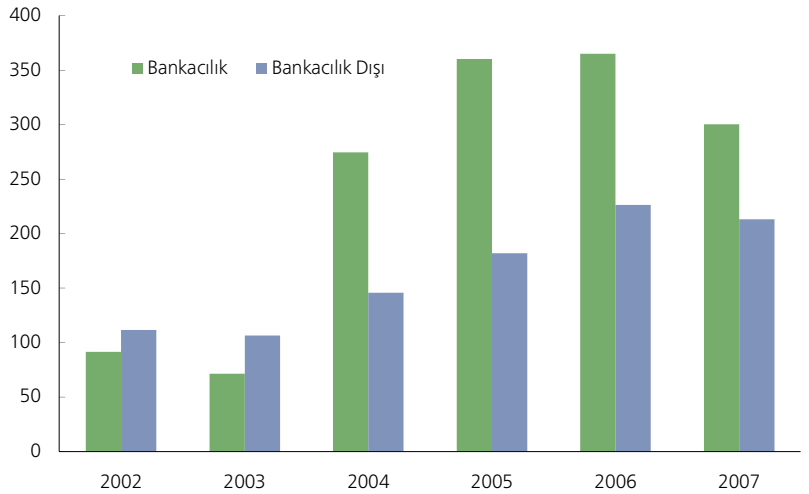
Bu verilere göre kamu kesiminin, 2008 yılı 3. çeyrek sonu itibari ile önümüzdeki dönem 77,7 milyar dolarlık (anapara) dış borç servisi bulunmakta. Bu borcun ilk 3 yıl içine (2009-2011) düşen payı 24,6 milyar dolar iken (toplama oran olarak %31,2) önemli bir bölümünün vadesi ise (yaklaşık 45 milyar dolar, toplama oran olarak ise %58'i) 2013 ve sonrasına ait. Diğer yandan geçmiş yıllara baktığımızda kamu kesiminin 2002 yılının ardından net dış borç ödeyici olduğunu ve bu dönemde borç çevirme rasyosunu %180'lerden % 67,5'lere düşürdüğünü görüyoruz. Dolayısıyla, hem borç servisinin vadesi hem de borç çevirebilme oranları düşünlüğünde, kamu kesimi dış borç geri ödenebilirliği şu an için özellikle zor bir tablo çizmiyor. 2009 yılına özgü finansman ihtiyacı düşünüldüğünde ise, Hazine verileri kamu kesiminin önümüzdeki yıl dış borç geri ödemesinin 9 milyar dolar civarında olduğuna işaret etmekte. 2008 Eylül sonuna ait bu veriler son çeyrekte gerçekleşen 1 yıl vadeli borçlanmayı içermediği için --ve bir takım yukarı yönlü revizyonlar da olabileceği varsayımı altında-- biz 2009 yılı toplamında kamu kesiminin 10 milyar dolara yakın bir dış borç servisi gerçekleştireceğini hesaplıyoruz.

Son dönemde başlayan tartışmaların ardından Merkez Bankası, -daha önce Uluslar arası Yatırım Pozisyonu verileri ile birlikte yayınladığı- Özel Sektörün Yurtdışından Sağladığı Kredi Borcu'na dair verileri daha detaylı, ayrı bir veri seti olarak kamuoyu ile paylaşmaya başladı. Bu verilere göre, Eylül sonu itibariyle özel sektörün yurtdışından sağladığı uzun vadeli toplam kredi borcu 144,8 milyar dolar seviyesinde bulunuyor. Sektörel olarak bu borcun 33,6 milyar doları bankacılık kesimine aitken, 98,7 milyar doları ise finansal olmayan şirketlere, yani "reel sektöre" ait bulunuyor. (Özel sektörün yurtdışından sağladığı bu borcun 80 milyar doları yabancı ticari bankalar; 42,8 milyar doları ise yurtiçindeki bankaların yurtdışındaki şubelerinden alınırken, döviz kompozisyonu açısından özel sektörün ağırlıklı olarak dolar cinsinden borçlandığını (88,7 milyar dolar) euro cinsinden borçlanmanın ise 32,7 milyar (dolar cinsi karşılığı 47,7 milyar) ile sınırlı olduğunu görüyoruz.)

**Kamu Kesimi Dış Borçlanması (milyar \$)**



**Özel Sektör Borç Geri Ödeme Rasyosu (%)**



Borcun yapısına bakıldığında özel sektör dış borçlanmasının kamu kesimi kadar rahat bir tablo çizdiğini söyleyemiyoruz. Borç stokunun büyüklüğü bir yana, kamu kesiminden farklı olarak özel sektörün 144,8 milyar dolarlık bu dış borç geri ödemesinin önemli bir bölümünün (78,3 milyar dolar, toplama oran olarak %54) vadesi ilk üç yıl (2009-2011) içinde doluyor. Son yıllarda özel sektörün borçlanmasının hızla arttığını, bu dönemde borç çevirme oranını %100 civarından %200'ler üstüne çıktığını görüyoruz.

2009 yılı finansmanı açısından bakıldığında, Merkez Bankası verileri özel sektörün dış borç servisi için önümüzdeki yıl yaklaşık 40 milyar dolara ihtiyaç duyulduğunu gösteriyor. Bankacılık sektörünün 2009 yılında 5,4 milyar dolarlık bir borç servisine karşın, bankacılık dışı finansal kuruluşlar ve finansal olmayan şirketlerin toplam 34,4 milyar dolarlık ödemesi bulunuyor. (Bu arada bunun sadece ana para ödemeleri olduğunu, faiz ödemelerinin ise cari açık tanımına dahil edildiğini belirtelim.)

Özetle, 2009 yılı için 20 milyar civarında bir cari açığın yanında 50 milyar dolarlık (10 milyar kamu kesimi, 40 milyar dolar özel sektör) borç servisi düşünüldüğünde Türkiye'nin önümüzdeki yıl 70 milyar dolar civarı bir finansman kaynağı yaratması gerekmekte. Aslında buna ek olarak Türkiye'nin ticaret kredileri ve mevduatlardan oluşan 60 milyar dolar civarında bir kısa vadeli (vadesi 365 günden kısa) borcu olduğunu da eklemek lazım. Biz bu hesaplamlarda, bu borcun büyük oranda döndürülebileceğini, örneğin azalan ithalatla beraber ticari kredilerin de doğal olarak azalacağını, mevduat çekilişlerinin aşırı olmayacağını vs. varsayıyoruz. (Ekim sonu itibarıyla Türkiye'nin kısa vadeli borcu 53 milyar dolar olup, bunun yaklaşık yarısı finansal kurumlar, diğer yarısı şirketler kesimine aitti).

Görüldüğü gibi rakamlar azımsanacak gibi değil. Peki, bu finansman ihtiyacı nasıl sağlanacak? Yakın geçmiş Türkiye'nin finansman kalitesinde bir toparlanma olduğunu ve hemen her kanaldan Türkiye'ye para girdiğini gösteriyor. Doğrudan yabancı yatırımlar (DYY) gibi borç yaratmayan sermaye akımları güç kazanırken, borç yaratan ve kısa vadeli akımlarda toplam finansmana oran olarak, bir gerileme olduğunu görüyoruz.

Rakamlarla ifade edecek olursak 2005-2007 yılları arasında Türkiye'ye DYY olarak 50 milyar, portföy akımı olarak 20 milyar, ve uzun vadeli borçlanma olarak 75 milyar dolar sermaye girdiğini hesaplıyoruz. 2008'de de portföy akımlarının zayıfladığını, ama DYY ve borçlanmanın çok ciddi azalmadığını görüyoruz. Ancak bu rakamları yaşanan global kredi krizi bağlamında ileriye doğru ekstrapole ettiğimizde, önümüze oldukça zor bir tablo çıkıyor.

2002 yılına kadar Türkiye'ye toplam 8,5 milyar dolarlık net DDY girişi sağlanırken AKP hükümetinin özellikle ilk döneminde özelleştirmelere hız vermesi ve uluslararası piyasalardaki olumlu hava nedeniyle 2003-2007 yıllarında bu rakam 51,4 milyar dolar seviyesine yükseldi. Ancak küresel kriz, portföye alınan en büyük şirketlerin özelleştirmelerinin hali hazırda yapılması, diğer yandan hükümetin özelleştirmeler konusunda hız kesmesi 2008 yılında bu kanalla giren sermaye girişlerini yavaşlattı. Bu yavaşlamanın önümüzdeki yılda da devam etmesi bekliyoruz. Nükleer santraller, köprü ve otoyollar, İGDAŞ ve EGO gibi önemli özelleştirmelerin 2009 yılında gerçekleşmesi durumda dahi özelleştirmelerden net 3 milyar dolar, özel sektör birleşme-satın almalarından 3,5 milyar dolar olmak üzere toplam 6,5 milyar dolarlık net DYY girişi bekliyoruz.

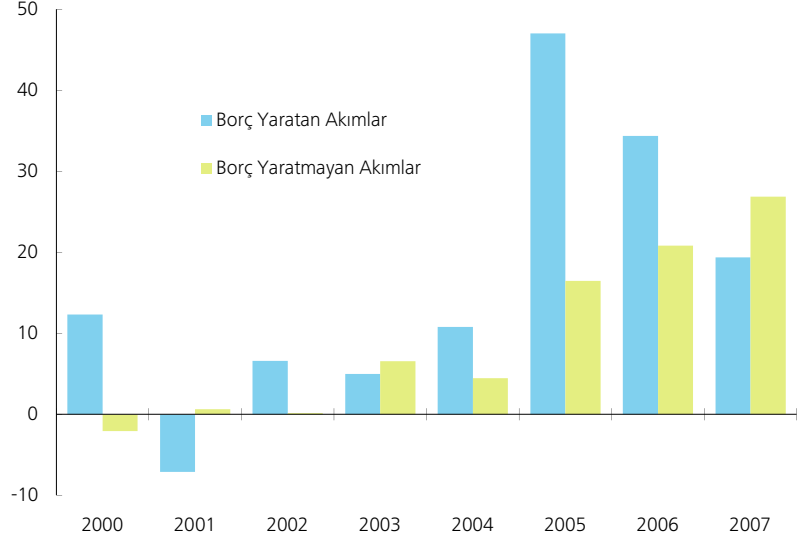
Portföy yatırımları tarafından Türkiye'ye sağlanan sermaye girişi özellikle 2004-2005 yıllarında önemli bir sıçrama yaptı ve bu yıllarda – ağırlıklı olarak devlet borçlanma senetlerine olma kaydıyla -- 8 milyar dolar ve 13,4 milyar dolarlık net portföy yatırımı gerçekleştirildi. Yurtdışındaki olumlu havanın yanı sıra tek parti hükümetinin ekonomik alanda güven yaratması da bunda etkili oldu. Ancak 2006 yılında yaşanan türbülans ve 2007'de içeride yeniden gündeme gelen siyasi belirsizlik Türkiye'nin kırılganlıklarının devam ettiğini gösterdi. 2006 yılında portföy yatırımları 7,4 milyar dolara, 2007'de ise 0,7 milyar dolara geriledi. Yurtdışında derinleşen krizin etkisi ile biz 2008 yılında bu kanalla sağlanacak finansmanın negatif olmasını, 2009 da ise, yılsonuna doğru piyasalarda hafif bir toparlanma olacağı öngörüsü ile yeniden az da olsa pozitif dönüşü bekliyoruz.

DYY ve portföy yatırımları tarafındaki bu tablo, 2009 yılı finansmanın önemli bir bölümünün yine kısa ve uzun vadeli borçlanma ile yapılacağını gösteriyor. IMF ile yapılacak yeni stand-by anlaşmasının sağlayacağı finansman dışında kamu kesiminin 6,5 milyar dolar, özel sektörün ise 40 milyar dolar yeni borçlanma gerçekleştirmesini bekliyoruz. Başka bir ifade ile, Türkiye'ye has bazı faktörler düşünüldüğünde ve IMF programı ile birlikte özel kesimin borç çevirme rasyosunun en az %100 olmasının mümkün olduğunu düşünüyoruz.

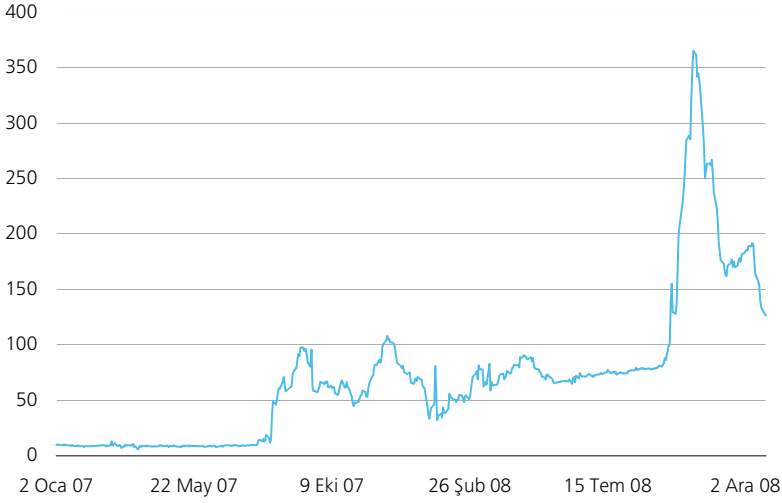
Yine de, 2009 yılı için en iyi ihtimalle 10 milyar dolar seviyesinde bir "finansman açığı" buluyoruz. Bu rakam, değişik senaryolar altında özellikle cari açık ve özel sektör borç çevirme rasyosu ile ilgili varsayımlara dayalı olarak elbette daha yüksek veya daha düşük çıkabilir. Nitekim piyasada dolan ve 15 milyar ile 35 milyar dolar arasında değişebilen açık rakamlarını, biz böyle izah ediyoruz. Ama bizim senaryomuzda bile, 2009'un IMF'siz geçmesinin zor olduğu görülüyor.

Sonuç olarak, herkes tarafından kabul gördüğü gibi, 2003-2007 yıllarında yaşanan likidite bolluğu artık bitti. Bu süreçte Türkiye'de özel sektörün borcu arttı, borç her ne kadar nispeten uzun bir vadeye yayıldıysa da, yıllık amortisman miktarları da bununla birlikte yükseldi. Kısaca karşımızda, daralan global kredi piyasalarına genişlemiş bir finansman ihtiyacı ile giren bir Türkiye var. Bu da, bizce geçiş döneminde özellikle temkinli olmayı, doğru ekonomi politikaları uygulamayı ve IMF ile güçlü bir program yapmayı zorunlu kılıyor.

Sermaye Akımlarının Kalitesi (milyar \$)



## LIBOR-OIS Spreadi



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

	2006	2007	Güncel tahminler		Ekim Raporuna göre değişim	
			2008	2009	2008	2009
<b>Büyüme</b>						
Dünya	5,1	5,0	3,7	2,2	-0,2	-0,8
Gelişmiş ekonomiler	3,0	2,6	1,4	-0,3	-0,1	-0,8
ABD	2,8	2,0	1,4	-0,7	-0,1	-0,8
Euro bölgesi	2,8	2,6	1,2	-0,5	-0,1	-0,7
Gelişmekte olan piyasalar	7,9	8,0	6,6	5,1	-0,3	-1,0
Gelişmekte olan Asya	9,8	10,0	8,3	7,1	-0,1	-0,6
<b>Tüketici fiyatları</b>						
Gelişmiş ekonomiler	2,4	2,2	3,6	1,4	--	-0,6
Gelişmekte olan piyasalar	5,4	6,4	9,2	7,1	-0,2	-0,7

Kaynak: IMF Dünya Ekonomik Görünümü Raporu, Kasım 2008

## Global Ortam: Sıra reel ekonomilerde

Eylül 2008 raporumuz yayına girdiği sıralarda, dünya ekonomisinin seyrini tamamen değiştiren gelişmelere şahit olduk. Özellikle Eylül ortasında yatırım bankası Lehman Brothers'ın iflasına izin verilmesi, finansal piyasalarda benzeri görülmemiş bir tedirginlik yaratarak, derin bir güven bunalımını tetikledi. Ağustos 2007'den beri devam eden borç azaltma süreci (deleveraging) bu tarihten sonra hız kazandı. Nitekim kısa vadeli para piyasalarında stresin bir göstergesi olarak yakinen takip edilen LIBOR-OIS (Overnight Index Swap) spreadleri, yaz aylarında yumuşama belirtileri gösterdikten sonra Eylül sonu itibarıyla tarihinde görülmemiş seviyelere yükseldi. Spread son aylarda gevşediyse de, Aralık sonlarına doğru halen kriz başındaki seviyelerin üstünde seyretmekte idi.

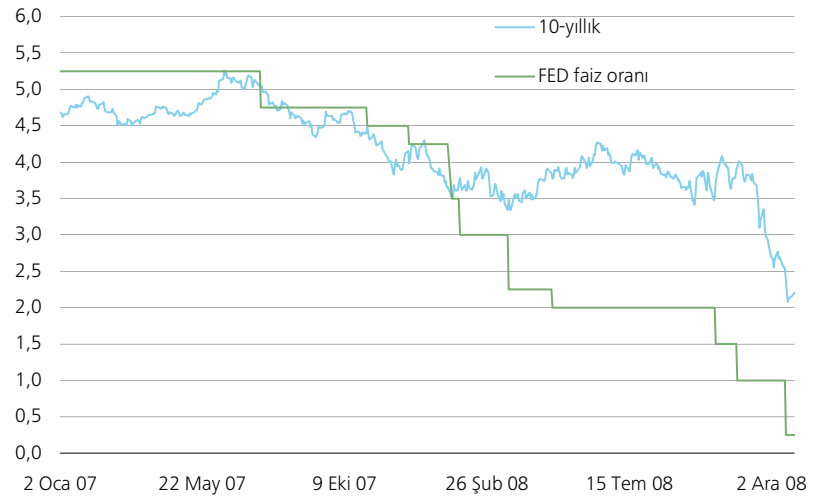
Finansal krizin reel ekonomiler üzerindeki etkileri ise 4. çeyrekte belirginleşti. Büyüme hızlarındaki yavaşlamada gelişmiş ülkeler yine başı çekerken, global ekonomiye entegre olup da ortamdaki derin olarak etkilenmeyen hiçbir ülke kalmadı. Başka bir ifade ile, Avrupa ve Gelişmekte Olan Piyasa (GOP) ekonomilerinin hızla yavaşlayan ABD ekonomisinden "ayrışabileceklerine" (decoupling) dair tezler ve umutlar geçerliliğini tamamen yitirdi. IMF son tahminlerinde (Kasım 2008), 2009 büyüme tahminini gelişmiş ülkeler için %0.3'e çekerken, global büyümeyi—global resesyon anlamına gelen %3'un altına, %2,2 ye çekti. IMF'ye göre ABD ve Avrupa ekonomilerinin 2009'da hafif daralması bekleniyor. GOP'larda ise, ağırlıklı olarak Asya ekonomileri sayesinde %5 civarında bir büyüme bekleniyor. Ancak IMF'nin Ocak ayında açıklanacak revize tahminlerinde bu rakamın, Çin ağırlıklı olarak daha da aşağıya çekilmesi şaşırtıcı olmayacaktır. (Bkz. The Current Economic Outlook 2009: Issues of Systemic Stability, IMF First Deputy MD John Lipsky tarafından 10 Aralık 2008 tarihinde yapılan konuşma.)

Bu arada, ABD’de resesyonun başlangıç ve bitiş tarihlerini tayin eden Massachusetts bazlı, NBER (National Bureau of Economic Research) adlı araştırma kurumu, ABD’nin 1 yıldır (Aralık 2007 itibarıyla) onların tanımlarıyla resesyonda olduğunu ilan etti. Son gelen veriler ise (özellikle 3. çeyrek büyüme rakamı ve tarım dışı istihdamdaki düşüşler), ABD de resesyonun derinleşerek devam ettiğini gösterdi. (Daha önceki raporlarımızda da vurguladığımız gibi, resesyonun iki tanımı var. Bir tanesi yukarıda bahsedilen NBER tarafından açıklanan ve aylık bazlı milli gelir serisi ile birlikte başta istihdam gibi birçok veriye odaklanan tanım (bkz. <http://www.nber.org/cycles/main.html>). Diğer bir tanım ise piyasalarda iki çeyrek üst üste negatif büyüme. Bu tanıma göre ABD ekonomisi ancak 2008 2. yarısı itibarıyla resesyona girmiş sayılacak.)

Aralık ayı başında yapılan en son tahminlere göre (örn. Wall Street Journal ekonomistler anketi), ABD ekonomisinde NBER tanımlarıyla resesyonun 2009 ikinci yarısında sona ereceği, bu tahminle bile 2. Dünya Savaşı sonrasındaki en uzun resesyonun yaşanmış olması bekleniyor. Ancak çok daha kötü senaryolar – 1930’larda ABD ekonomisinde yaşanan Büyük Buhran veya Japonya ekonomisinde 1990’lerde yaşanan süreç – ekonomi tartışmalarında referans teşkil etmeye devam ediyor. Böyle bir ortamda deflasyon (fiyatlarda sürekli bir düşüşün yaşanması hali) ile birlikte uzun süreli durgunluk (stagnation) riskinin, enflasyon riskini tamamen geri plana ittiğini, ve uzun vadeli faizlerin temelde bunu yansıttığını gözlemliyoruz.

Finansal krizin bir sistemik çöküşe (financial meltdown) dönüşmesini engellemek amacıyla, gelişmiş ülkeler; bankalara sermaye enjeksiyonları, mevduat garantileri ve likidite sağlanması gibi araçlarla krize oldukça kapsamlı denebilecek bir tepki verdiler. Krizin başlangıç noktası olan ABD, özellikle para politikası tarafında başı çekmeye devam etti. Bunlar arasında en önemlisi TARP (Troubled Asset Relief Program) çerçevesinde – gecikmeli olarak da olsa – Amerikan bankalarına direkt sermaye enjeksiyonları yapılması bulunuyor. (700 milyar dolarlık TARP programının, yarısı ABD kongresi tarafından onaylandı ve büyük ölçüde kullanıldı. Diğer yarısının kullanılması da kesin görülmekle birlikte, onayı teknik olarak ilk bölümün performansına bağlı olacak. TARP’ın detayları ve sürekli güncellenmiş bir kullanım haritası için, bkz. [www.nytimes.com](http://www.nytimes.com))

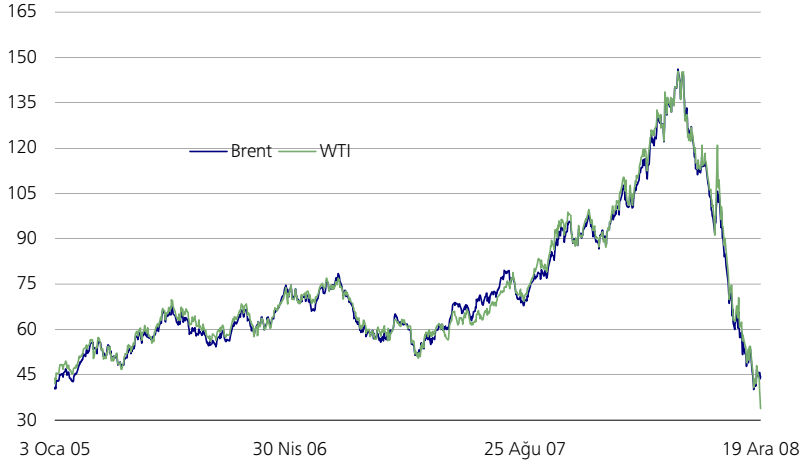
ABD Faiz Oranları (%)



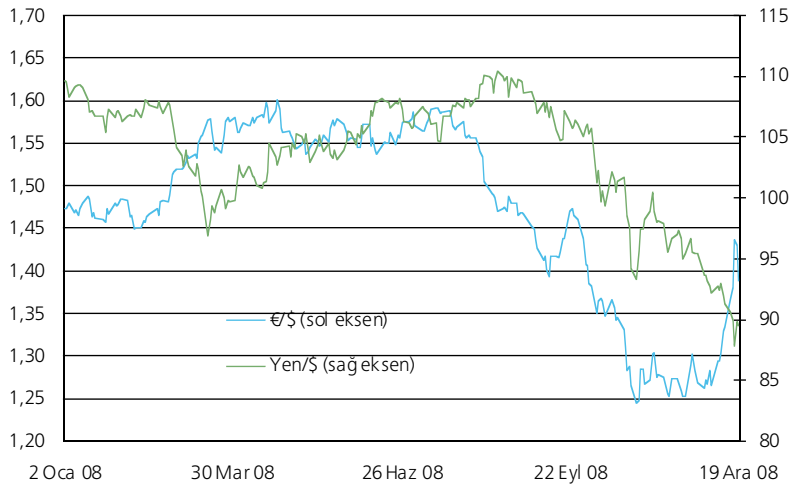
Para politikası tarafında FED; politika faizini Aralık toplantısında de facto sıfıra (veya 0.0-0.25 bandına) çekerken, piyasaya değişik pencereler ve enstrümanlarla likidite sağlamaya, dolayısıyla bilançosunu büyümeye devam etti. FED’in bilançosunun kriz öncesi 1 milyar doların altında bir büyüklükten, bu yılın sonlarına doğru 2,5 trilyon dolara yaklaştığını gördük. (FED’in faiz indirmesi, güven sorunu ve iflas riskinin devam ettiği bir ortamda etkili olmayabiliyor. Bu anlamda para miktarının neredeyse sınırsız artırıldığı bir yaklaşım (“quantitative easing” [QE]) öne çıkıyor. Gelişmiş ülkeler arasında deflasyon riskiyle flirt ederken bunu tek uygulayan ülke Japonya. Japonya bu yaklaşımı 2001 başında faizlerin sıfıra inmesi ardından uygulamaya koydu; etkin olup olmadığı halen tartışılan bir konu. Japonya en çok QE uygulamasına –diğer birçok alanda olduğu gibi– geç başlaması ile eleştiriliyor.)

Ancak bu likiditenin, krediye dönüşmesi bankalara sermaye desteğinin devam etmesi ve agresif mali stimulus paketlerinin devreye sokulmasıyla gerçekleşecek gibi gözüküyor. Başka bir deyişle bankaların bilançolarının kuvvetlenmesi ve büyümenin bir türlü pozitive dönmesi kredi arzını desteklemek için kritik önemde. Aksi takdirde önümüzdeki dönemde şirket ve şahıs iflaslarının artması kaçınılmaz olacak, ve bu iflaslar ile kötü kredi sorunları global bankacılık sektörünü vurmaya devam edecek gibi gözüküyor.

### Petrol Fiyatları (varil başına \$)



### G-3 Kurları



Dünya ekonomisindeki dramatik yavaşlama ve resesyonun derinleşeceği beklentisi, Eylül raporumuzdan beri emtia fiyatlarında başta petrol olmak üzere, çok sert düşürlere neden oldu. Son OPEC toplantısında (Aralık 17) dramatik üretim düşürme kararının global resesyon etkisini telafi etmekten çok uzak olduğunu gözlemledik. Raporumuzu yayına hazırladığımız günlerde petrol fiyatları (West Texas Intermediary) varil başına 30 dolara yaklaşmaktaydı; bu 5-6 yıl önceki seviyelere geri dönüş anlamına geliyor. Global ekonomide bariz bir toparlanma olmadan, petrol fiyatlarının tekrar yükselişe geçmesi çok zor gözüküyor.

Son aylarda dolar/euro paritesi çok oynak bir seyir izledi. Eylül ortasında 1,40-1,45 bandında seyreden parite, Ekim-Kasım aylarında 1,20-1,25 bandına kadar geriledikten sonra, Aralık ayında tekrar 1,40 seviyelerine yükseldi. Bu iniş çıkışlarda ağırlıklı olarak "deleveraging" kaynaklı dolar talebi rol oynamakla beraber, Avrupa ve ABD'deki para politikası tepkilerindeki de-senkronizasyonun, katkıda bulunduğunu gözlemledik. Başka bir ifade ile, FED agresif faiz indirimleri yaparken, Avrupa Merkez Bankası nispeten temkinli ve geriden gelen tavrını sürdürdü.

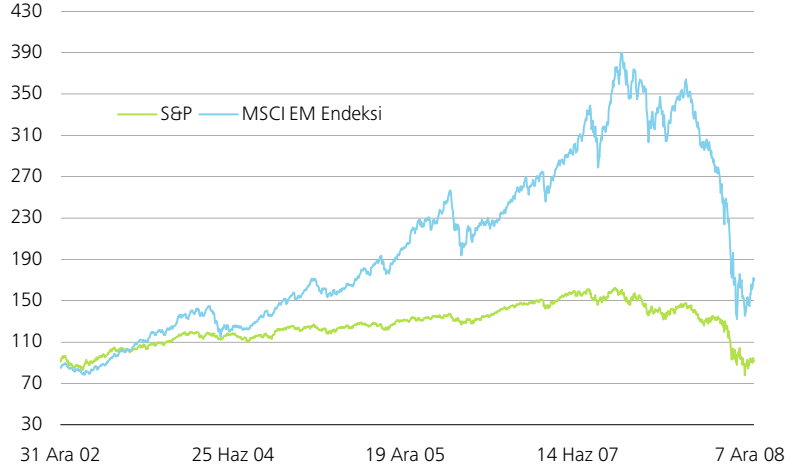
Yen karşısında ise dolar daha istikrarlı denebilecek bir seyir izleyerek, 105 seviyelerinden, 90 seviyelerine kadar geriledi. Başka bir deyişle, deleveraging kaynaklı dolar talebini bir kenara koyarsak, Amerikan ekonomisindeki sorunlar ve faiz indirimleri, diğer bölgelere kıyasla öne çıkarak, bu süreçte genelde doların zayıflamasına sebep oldu ve/veya reel bazda değer kazanmasını engelledi diyebiliriz. Önümüzdeki dönemde ABD ekonomisinde devam eden sorunlara rağmen, Avrupa ekonomisindeki yavaşlamanın daha da derinleşeceği varsayımı altında, biz doların euro karşısında 2009 yılı sonlarına doğru 1,30-1,35 bandına kadar güçlenebileceğini ön görüyoruz.

GOP ekonomileri de Eylül'den beri dramatik gelişmelerden nasibini aldı. Özellikle dış finansman ihtiyacı olan ve/veya emtia ihracatçısı ekonomilerde borsaların çok ciddi değer kayıpları yaşadığını gözlemledik. Bu hareketler sonrasında, GOP ekonomilerinin kredi krizine rağmen dünya ekonomisini sağlıklı bir büyüme trendinde tutabileceklerine dair umutlar –en azından kısa vade için– kayboldu. Bu süreçte kırılğan birçok ülke IMF ile standart stand-by programları imzalarken (İzlanda, Macaristan, Ukrayna vb.), Çin gibi dünya ekonomisi açısından çok kritik konumda olan, dış talebin büyümede önemli rol oynadığı, cari denge fazlası ve mali stimulus uygulama gücü olan ülkelerin bu programları hayata geçirmeye başladığını gözlemledik.

Finansal krizin halen tam olarak kontrol altına alınamamış olması ve reel ekonomi üzerindeki etkilerinin ise daha yeni yeni ortaya çıkıyor olması dünya ekonomisinin izleyeceği yön açısından tahmin yapmayı oldukça zorlaştırıyor. Ancak banka bilançolarının ve dolayısıyla kredi piyasasının durumu ve ABD emlak piyasasında devam eden zorluklar, çabuk bir toparlanma beklentisi içinde bulunmamak gerektiğini ve en iyi ihtimalle bile en az 1-2 yıl düşük bir global büyüme ortamına göre hesap yapmayı gerekli kılıyor. Başka bir deyişle, finansal piyasalarda güvenin tesis edilmesi, iflas riskinin azalması, deflasyon korkusunun yenilmesi ve en önemlisi kredi mekanizmasının tekrar çalışmaya başlaması zaman alacak diye düşünüyoruz.

Krizin bundan sonraki seyri bir ölçüde, mali stimulus paketleri ve bankalardaki sıkıntıların boyutu ile ilgili olacak. (Bu yönde bir öneri için, bkz. "The stimulus plan we need now", Martin Feldstein'in 30 Ekim 2008'de Washington Post'da çıkan yazısı.) Her halükarda, büyük baskı altındaki ABD tüketicisinin (emlak fiyatlarındaki düşüşten kaynaklanan servet kaybı, kredi arzındaki -dolayısıyla olanaklarındaki- sert daralma ve süratle bozulan emek piyasası/artan işsizlik) tüketime dönmesi beklenmemeli.

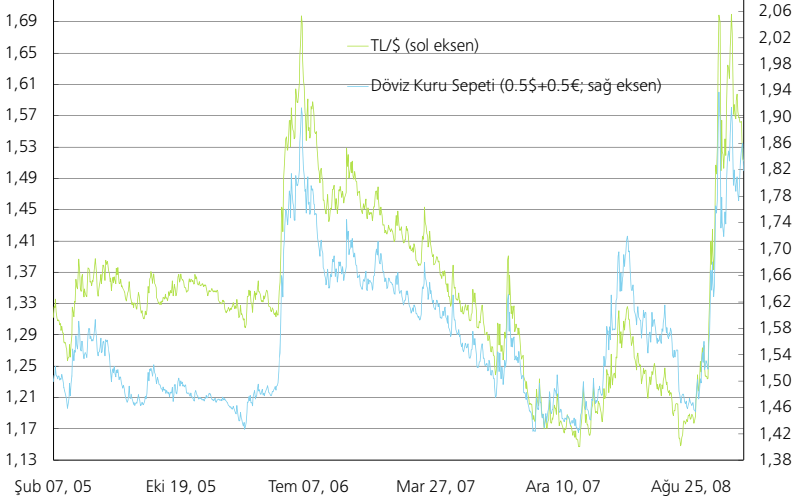
MSCI GOP ve S&P  
(2003=100)



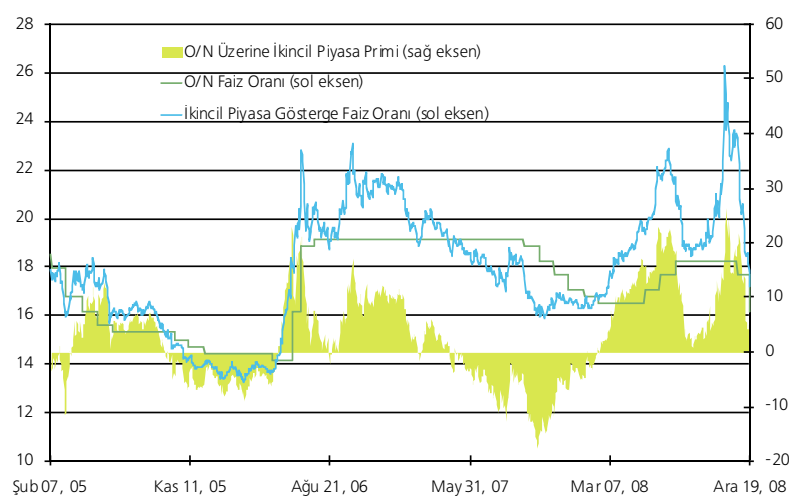
Bu anlamda 2009, agresif mali ve para politikalarının devam ettiği; bankalara sermaye enjeksiyonlarının arttığı; ve selektif olarak da olsa (mortgage kredilerinde, bazı büyük şirketlerde vs.) kapsamlı borç yapılandırılmaları (debt conversion) izleyeceğimiz zor bir yıl olacak gibi duruyor. (Bu konuda bir yazı için, bkz. "Five ways to start the world economic recovery" G. Magnus, 19 Aralık 2008, Financial Times.)

Raporun diğer bölümlerinde detaylandırdığımız gibi, bu ortamdan Türkiye'nin gittikçe etkilenmesi kaçınılmaz gözükürken, bunu minimize edecek politikaları ve bunların komünikasyonunu etkin halde yürütmesi son derece önem kazanıyor.

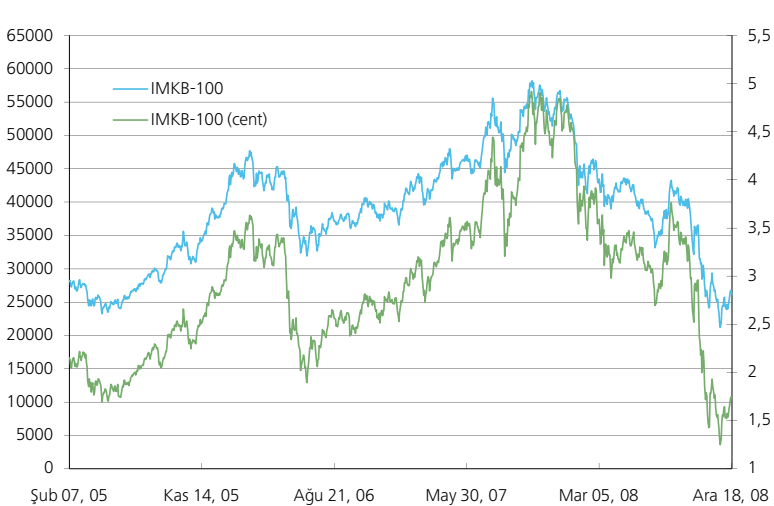
**Grafik 1 - Döviz Kuru Gelişmeleri**



**Grafik 2 - Faiz Oranları (bileşik; %)**



**Grafik 3 - İstanbul Menkul Kıymetler Borsası**



## Piyasalar: Zor bir yılı geride bırakırken

Eylül raporumuzdan beri piyasalarda son derece oynak bir dönem yaşandı. Lehman Brothers'ın iflasını istediği, sigorta devi AIG'nin ABD Merkez Bankası (FED) tarafından kurtarıldığı Eylül ortasından itibaren Türk mali piyasalarının rotasını belirleyen iki ana rüzgar vardı. Mali sektördeki oyuncuların sağlığına yönelik kaygılarla başlayan panik satış dalgası bunların ilkiydi. Krizin ilk senesinde popüler olan, gelişmekte olan piyasaların (GOP) gelişmiş piyasalara kıyasla daha az hasar göreceği (decoupling) tezinin doğrulanmaması panik satışları arttıran önemli bir faktör oldu. Piyasalara yön veren ikinci etken ise IMF ile yapılması düşünülen, hükümet ve IMF tarafından her fırsatta teknik konularda önemli ilerlemeler sağlandığı açıklanan stand-by anlaşmasına dair beklenti oldu. Nispeten sağlam bir bankacılık sektörüne sahip Türkiye'nin IMF ile stand-by anlaşması yapacağı beklentisinin yurtdışı iyimserlikle birleşmesi, son bir aylık dönemde Türk piyasalarının görece toparlanmasına yol açtı.

Piyasalar Eylül ortasından sonra zaman zaman, Ekim ayı sonunda olduğu gibi çok ağır strese maruz kalsa da, merkez bankaları ve hükümetler tarafından açıklanan önlemler menkul kıymetlere şiddetli alımların gelmesine yol açtı. Bu alım dalgalarının etkisi her ne kadar kısa süreli olsa da Kasım ayının ikinci yarısında, Citigroup'un ABD otoriteleri tarafından kurtarılması ve alınan diğer önlemlerle başlayan ralli gücünü halen koruyor. IMF ile yapılması düşünülen stand-by anlaşmasının getireceği söylenen 20-25 milyar dolar civarındaki kaynağın, IMF dışındaki kreditorlerin Türkiye'ye güvenini sağlayacağı ve finansman sorununun böylece çözüleceği beklentisi Türk mali piyasalarının son dönem rallisinin itici gücü oldu. IMF heyetinin Türkiye'ye Ocak ayı başı için davet edildiğinin yetkililer ve IMF tarafından açıklanması IMF anlaşmasına dair olumlu beklentileri pekiştirdi.

Lehman Brothers'ın iflasını açıklamasından sonra başlayan süreçte, risk iştahındaki azalma ve likitte kalma isteği, gelişmekte olan piyasa varlıklarının satışını hızlandırarak küresel ölçekte dolara olan talebi arttırdı. Bu süreç doların, Japon yeni hariç diğer tüm para birimleri (özellikle GOP para birimleri) karşısında değer kazanmasını sağladı. Bu gelişmelerle YTL'nin dolar ve döviz kuru sepeti (0,5\$+0,5€) karşısındaki değeri, ABD Merkez Bankası FED'in faiz oranlarının yükseleceği beklentisi ile 2006 Mayıs-Haziran türbülansı sırasındaki seviyelere düştü (Grafik 1).

Bu düşüş, kısmen döviz tevdiat hesaplarının bozulması, kısmen de Merkez Bankası tarafından döviz likiditesine dair alınan önlemler sayesinde kalıcı olamadı. Her ne kadar bu süreçten sonra YTL bir miktar değerlense de yurtdışı piyasaların tekrar bozulması üzerine kur yeniden 1,7 seviyesine yükseldi. Kasım ayı sonlarında başlayan toparlanma, YTL'nin dolar ve döviz sepeti karşısında bir miktar değer kazancını da beraberinde getirdi. Bu son gelişmeyle, YTL dolar karşısında yılbaşından bu yana toplamda %30,1 oranında değer kaybederken, YTL'nin döviz kuru sepeti karşısında değer kaybı da %26,6'ya gerilemiş oldu.

Önceki raporumuzda belirttiğimiz gibi Lehman Brothers'ın iflası gösterge tahvil bileşik faizini %20 seviyesine yaklaştırmıştı. Ekim ayı sonlarına doğru gerçekleşen panik satış dalgası sırasında %26'yı aşan gösterge tahvil bileşik faizi, paniğin yatışması ile %23 seviyelerinin altına geriledi (Grafik 2). Uluslararası piyasalarda tekrar baş gösteren bozulma ile bono bileşik faizi yeniden %23 seviyesini üzerine çıktıysa da bu çıkış kısa süreli oldu. Kasım'ın ikinci yarısında küresel ölçekte başlayan görece düzelmeye, IMF ile yürütülen görüşmelerin anlaşmayla sonuçlanacağı beklentisi, bankaların krediden bonoya yönelik portföy tercihleri, Merkez Bankası'nın faizler konusundaki duruşu ile desteklenince bono bileşikleri son günlerde %16-17'li seviyelere kadar geriledi. (Merkez Bankası, emtia fiyatlarında yaşanan düşüş ile iç ve dış talep görünümündeki bozulma nedeniyle enflasyon görünümünün iyileştiğini ifade edip, enflasyon-büyüme dengesinde büyüme ve finansal piyasaların düzgün işleyişi tarafına ağırlık vererek, borçlanma faizlerini Kasım'da 50, Aralık'ta 125 baz puanı indirdi.)

Gösterge tahvil bileşik faizi son raporumuzdan bu yana Merkez Bankası borçlanma faizinin bileşik faiz eşdeğeri üzerinde seyretmeye devam etti. Bankaların bono taşıma iştahını gösteren gösterge tahvil fonlama maliyeti (gösterge faiz/politika faizi-1) son raporumuzdaki %5 seviyesinden bono bileşiklerindeki sert yükselişle Ekim sonunda %25'e çıktı. Bono faizlerinde sonraki süreçte görülen sert düşüş, fonlama maliyetini tekrar %5'li seviyelere geri çekti.

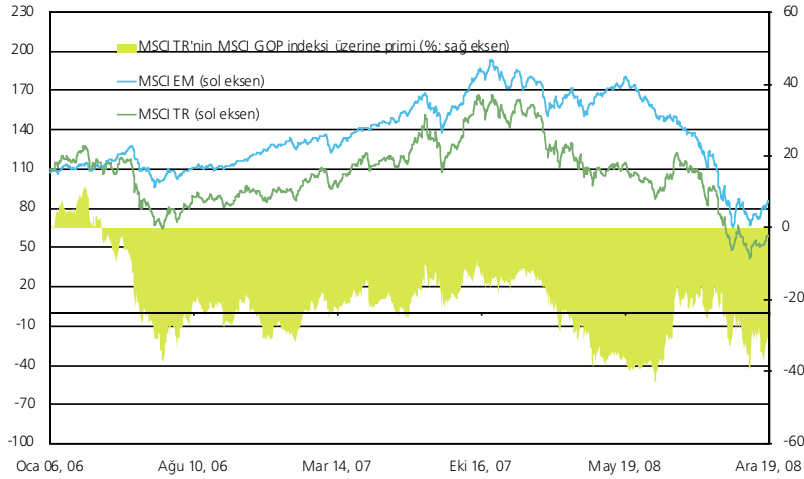
Hisse senedi tarafında ise, Eylül ortasında başlayan hızlı düşüş, İMKB-100 endeksinin, 20 Kasım tarihinde 21.228 puan ile 21 Eylül 2004'den sonraki en düşük kapanışını yapmasına yol açtı. Endeksin değeri aynı gün 1,25 cent'e geriledi. (Grafik 3) 20 Kasım'da görülen dip seviye yılbaşından beri %61,8'lik bir düşüşü ifade ederken, endeks, yukarıda bahsettiğimiz olumlu gelişmelerin desteğiyle kayıplarının bir kısmını geri aldı. Raporumuzu yayına hazırladığımız 19 Aralık itibarıyla İMKB-100 endeksi yılbaşından bu yana %52,8 oranında kayıp vermiş bulunuyor.



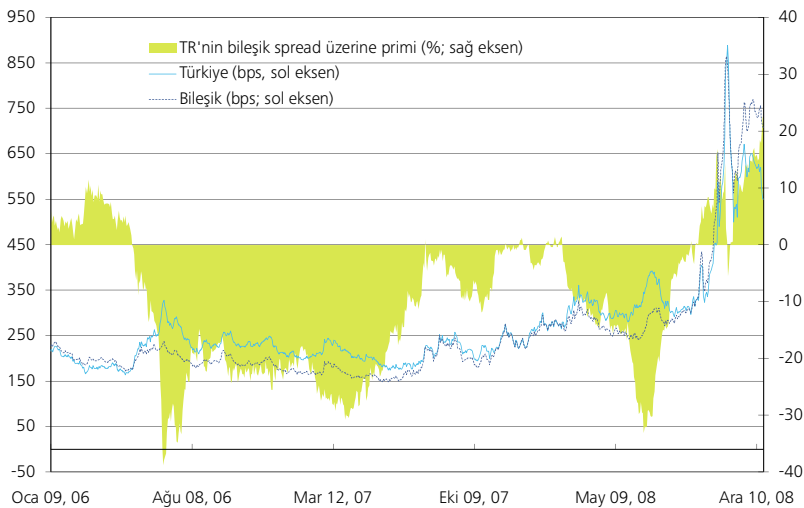
**Grafik 4 - İMKB: Yabancı Yatırımcıların Net Pozisyonu (12-aylık toplam; milyon \$)**



**Grafik 5 - MSCI: Türkiye ve EM Endeksi (Aralık 2005=100)**



**Grafik 6 - JPM EMBI Spread: GOP ve Türkiye**



Aralık ortası itibariyle İMKB'de işlem gören hisse senetlerinin %67,6'sına sahip olan yabancı yatırımcılar Ağustos'taki net satıcı konumlarını Eylül-Kasım döneminde de sürdürdü. Yabancı yatırımcıların 3 ayda gerçekleştirdiği toplam 1 milyar 402 milyon dolarlık net satışla birlikte, Ocak-Kasım döneminde İMKB hisse senedi piyasasında gerçekleştirdikleri net satış, 3 milyar 151 milyon dolara yükselmiş oldu. ( )

Hisse senetleri piyasası, Morgan Stanley Türkiye ve GOP Endeksi kullanılarak incelendiğinde, Eylül ortası ile 19 Aralık arasında Türk hisse senetlerinin GOP ortalamasına göre daha kötü bir performans sergilediği görülüyor. MSCI Türkiye'nin MSCI GOP üzerine iskontosunu (indekslerde 2005=100 baz olarak alınmıştır), Ekim sonunda %-26'ya yaklaşırken, 19 Kasım'da yaklaşık %40 ile son raporumuzdan bu yana en yüksek değerini gördü (Grafik 5). Kasım sonunda başlayan ralli, Türk hisselerinin GOP ortalamasına göre daha iyi performans %30 seviyesine geriledi.

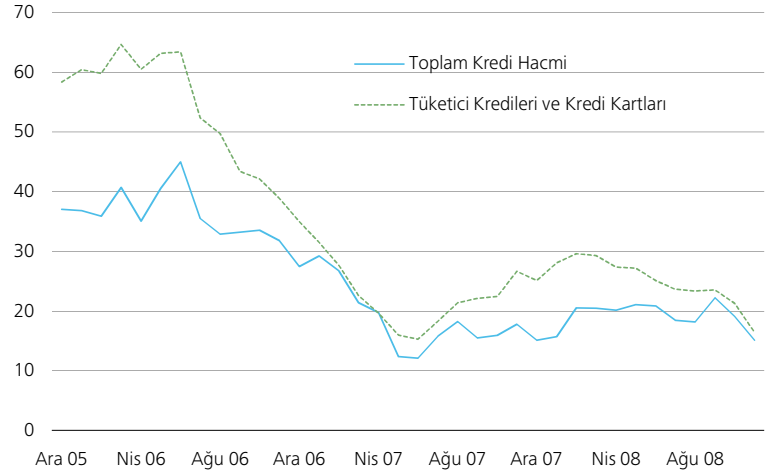
Son raporumuzdan bu yana Türk eurobondları ve döviz cinsi tahvilleri, GOP tahvillerinden daha iyi bir performans gösterdi. Türk tahvillerinin risk primini benzer vadedeki ABD tahvillerinin getiri farkları ile yansıtan JP Morgan EMBI Türkiye spread'inin Eylül ortasında 400 baz puanından başlayan yükselişi, Ekim'in 2. yarısında 890 puanla zirve yaptı. Ekim sonlarında başlayan gevşeme, spread'ler Kasım ayında bu sefer daha yumuşak bir biçimde yükselene kadar sürdü. Kasım sonlarında başlayan ralli, EMBI Türkiye spread'inin tekrar düşmesini sağladı. EMBI Türkiye'nin EMBI bileşik üzerine primi son raporumuzu yayınladığımızda 0 değerine yakındı, yani EMBI Türkiye ve Bileşik hemen hemen aynı seviyede idi. Türk tahvillerinin sonraki dönemde GOP tahvillerine göre daha iyi performans göstermesi, primi 19 Aralık itibariyle %22 seviyesine çıkarttı. (Grafik 6)

### Parasal Göstergeler: Krediler durdu, döviz mevduatları azaldı

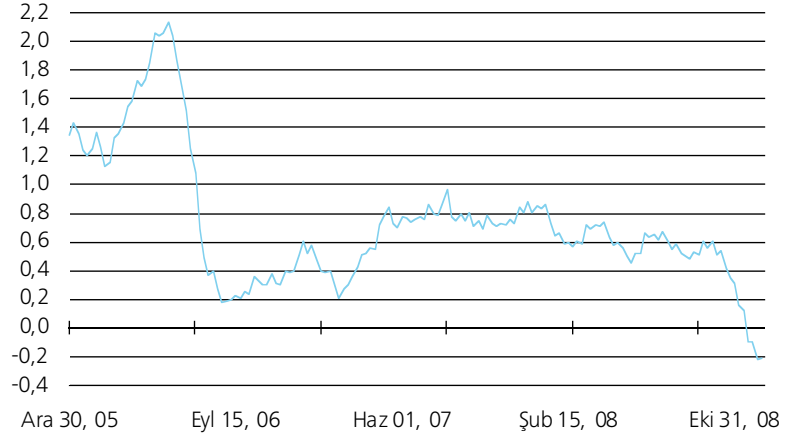
Eylül raporumuzda, tüketici kredileri ve toplam kredi hacminde geçen yılın aynı dönemine göre reel artış oranının küresel kredi krizi etkisiyle yavaşlamaya devam ettiğini belirtmiştik. Eylül ayında gözlenen düşük oranlı hızlanmadan sonra tüketici kredileri ve toplam kredi hacmindeki reel artışın Ekim-Kasım döneminde yavaşladığını görüyoruz (Grafik 1). Reel artış hızındaki yavaşlama, tek başına kredi arzı tarafındaki olumsuzluk kaynaklı değil, aynı zamanda kredi talebine ilişkin sorunlardan da kaynaklanıyor. Arz tarafında mali kurumların birbirlerine, finans-dışı kurumlara ve bireylere borç verme isteksizliği Türkiye’de de gözlenirken, reel sektör ve tüketici güveninin belirsizlik nedeniyle dip noktalarda gezinmesi, yatırım ve tüketim kararlarının ertelenmesini ve krediye olan ilgide azalmayı beraberinde getirdi.

Kredi piyasasına yakından baktığımızda, toplam kredi hacmi reel artış oranının, Ekim ayındaki %19’dan Kasım ayında %15’e düştüğü görülüyor. Krediler toplamı Ağustos sonunda 278,4 milyar YTL seviyesinde iken, 5 Aralık itibarıyla 285,4 milyar YTL’de bulunuyor. Tüketici kredileri ve kredi kartlarının reel artış oranı ise Kasım’da %16,4’e düştü (Ekim: %21,8). Tüketici kredileri ve kredi kartlarının haftalık değişim oranının hareketli ortalaması Kasım ayı içerisinde negatif bölgeye geçerken (Grafik 2), değer olarak ise 12 Aralık itibarıyla 115,1 milyar YTL civarında bulunuyor. Bu yılbaşından bu yana %26 oranında artış anlamına geliyor.

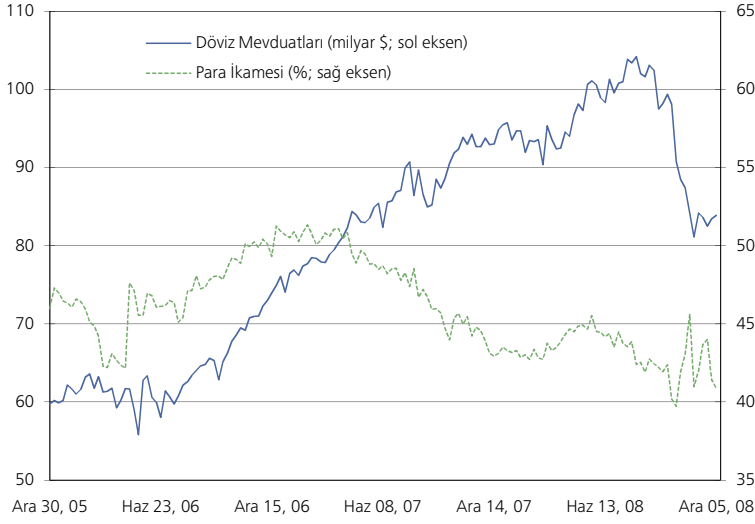
Grafik 1 - Kredi Hacmi (reel %)



Grafik 2 - Tüketici Kredileri ve Kredi Kartları (haftalık %; 8 hafta hareketli ortalama)



Grafik 3 - Para İkamesi



Bankaların yabancı bankalardan aldıkları kredilerin maliyetinin önemli ölçüde artması ve eski sendikasyon kredilerinin tamamını yenileyememeleri, reel sektörün bilanço yapısının son aylarda kötüleşmesi, reel kesim güveni ile tüketici güveninin hala dip seviyelerde bulunması, önümüzdeki dönemde de kredi artış hızına dair iyimser olmamızı engelleyen unsurlar arasında. verilen kredilerin ana kaynağı olan mevduat tarafında ise, Ağustos sonunda 353 milyar YTL'nin hemen üzerinde olan mevduat toplamı Aralık ayının ilk haftasında 393 milyar YTL'ye yükseldi. (Bu yükselişin bir kısmı, döviz kuru sepetinde yaşanan %22 civarındaki değer kazancının döviz mevduatlarının YTL'ye çevrilmesinde yarattığı pozitif etkiden kaynaklanmıştır.) Kredilerdeki artış oranının mevduat miktarında görülen artışın gerisinde kalması kredi/mevduat oranının Ağustos sonundaki %78,8 seviyesinden Aralık ayının ilk haftası itibarıyla %72,6 seviyesine inmesine neden oldu. Eylül ortalarında başlayan ve piyasa oyuncularının yüreğini ağızına getiren süreçte YTL'nin döviz karşısında önemli oranda değer kaybetmesi, 2006 Mayıs'ında başlayan finansal türbülans farklı olarak yurtiçi yerleşiklerin döviz tevdiat hesaplarında çözülmeyi tetikledi. Ağustos sonunda 103 milyar dolar civarında başlayan çözülmeye, döviz mevduat hesaplarını 5 Aralık itibarıyla 83,9 milyar dolara indirdi (Grafik 3). Döviz mevduatlarının geniş para tanımını M2'ye oranı olarak tanımlanan para ikamesi ise %42,8 seviyesinde bulunduğu Ağustos'tan sonra dalgalı bir seyir göstererek Aralık ayının ilk haftası itibarıyla, Ağustos seviyesinin altında, %40,9 seviyesine geriledi.

#### Kredi-Mevduat-MB Rezervleri

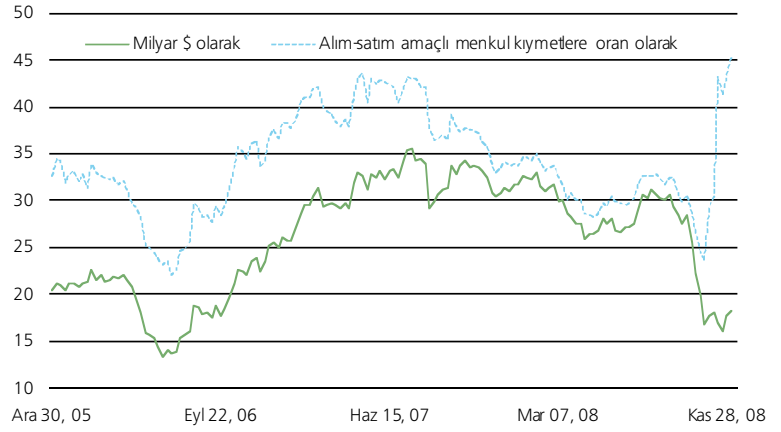
				% Değişim		
	12 Ara	5 Ara	28 Kas	Haftalık	Yılbaşından bugüne	Yıllık
Kredi (milyar YTL)	...	285.4	285.9	-0.17	25.16	27.3
Tüketici Kredileri (milyar YTL)	115.1	114.2	114.6	0.79	25.99	28.6
Mevduat (milyar YTL)	...	393.0	391.2	0.46	23.06	25.9
Döviz Mevduat (milyar \$)	...	83.9	83.4	0.55	-11.50	-10.5
Bono (milyar TL)	...	286.5	285.2	0.49	7.99	8.0
Banka	...	172.2	173.2	-0.57	16.29	14.8
Banka Dışı	...	114.4	112.0	2.12	-2.49	-0.8
Yurtiçi Yerleşikler	...	85.8	84.4	1.66	6.82	7.8
Yurtdışı Yerleşikler	...	28.6	27.6	3.51	-22.71	-19.8
MB Rezervleri (milyar \$)	67.2	69.7	71.2	-3.57	-5.64	-3.4
Rezerv Para (milyar YTL)	57.7	53.2	56.8	8.50	29.05	27.8

Kaynak: TCMB

Ağustos sonunda 272 milyar YTL civarında olan toplam bono portföyü Aralık ayının ilk haftası itibarıyla 286,5 milyar YTL seviyesindeydi. Bankaların Ağustos sonunda 154,3 milyar YTL olan bono portföyü 5 Aralık itibarıyla 172,2 milyar YTL'ye yükselirken, yurtdışı yerleşiklerin bono portföyünde söz konusu dönemde azalma görüldü. Yabancı yatırımcıların bono portföyü 36,1 milyar YTL'den Aralık ayı başında 28,6 milyar YTL'ye geriledi (Grafik 4). Böylelikle banka-dışı yurtdışı yerleşiklerin bono pozisyonu yılbaşından bu yana %22,7 oranında azalmış oldu. Banka-dışı yurtiçi yerleşiklerin bono portföyünde ise artış gözlemlendi. Söz konusu yatırımcı grubunun bono portföyü 81,8 milyar YTL seviyesinden 85,8 milyar YTL seviyesine yükseldi. Her ne kadar son haftalarda bono cephesinde meydana gelen alımlarla gösterge bono bileşik faizi %16'lı seviyelere gelse de, bu bölüme konu olan Ağustos sonu-Aralık başı arasında gösterge tahvilin bileşik faizi sadece 17 baz puanlık bir yükseliş göstermiş oldu. Çoğunluğunu yabancı yatırımcıların oluşturduğu yatırımcı grubunun ara dönemde yaptığı yoğun satışlarla bono bileşik faizleri %26 seviyelerine yükselmişti.

Son dönemde Türkiye'nin en önemli ekonomik problemi olmaya aday dış finansman açığı için yüksek önem taşıyan Merkez Bankası brüt döviz rezervleri, 5 Eylül itibarıyla 75 milyar dolar seviyesinde bulunurken 12 Aralık tarihi itibarıyla 67 milyar dolar seviyesine gerilemiş bulunuyor (Grafik 5). Rezervlerin gerilemesinin ana nedenleri: Hazine'nin TCMB'deki döviz cinsi hesaplarında çoğunluğu dış borç ödemesi kaynaklı azalma (3 milyar dolar), döviz mevduatlarında söz konusu dönemde görülen gerilemenin zorunlu karşılıkları azaltması (2 milyar dolar), Banka'nın piyasadaki döviz likiditesi sıkışıklığını önleme tedbirlerinin bir parçası olarak 5 Aralık'ta döviz mevduatları için TCMB bünyesinde tutulan zorunlu karşılık oranını 2 puan indirmesi (2,5 milyar dolar). Banka'nın piyasada döviz likiditesinin kaybolması üzerine günlük 45 milyon dolarlık (opsiyon dahil) döviz alım ihalelerine 16 Ekim itibarıyla son vermesi de Banka'nın rezervlerini arttırmak için kullandığı yollardan birinden mahrum kalmasına neden oldu.

**Grafik 4 - Yabancıların Tuttuğu Bono-Tahvil Stoku**



**Grafik 5 - TCMB Brüt Rezervleri (milyar \$)**



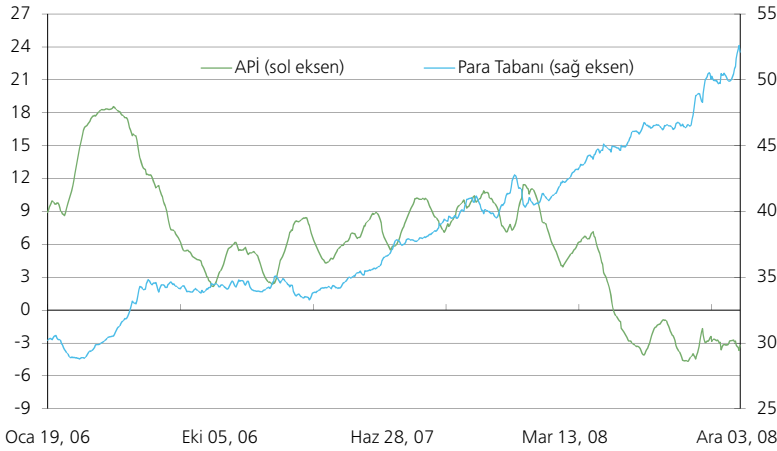
TCMB Analitik Bilançosu (milyar YTL; dönem sonu 5-günlük ortalama)

	2006	2007	Mar-08	Haz-08	Eyl-08	Ara-08*
<b>Para Tabanı</b>	35,5	41,4	43,9	46,0	49,1	51,2
Net Dış Varlıklar	47,9	50,5	56,9	55,4	60,5	72,5
Net İç Varlıklar	-12,4	-9,1	-13,0	-9,3	-11,4	-21,3
Açık Piyasa İşlemleri	-4,9	-10,2	-5,5	2,3	2,3	1,3
Hükümete Verilen Net Krediler	-1,6	2,1	-2,0	-7,1	-9,2	-6,7
Kredi	18,7	16,8	17,0	15,3	13,8	13,7
Eksi: Mevduat	20,2	14,7	19,0	22,5	23,1	20,4
Döviz	19,2	11,8	17,0	20,9	20,2	16,8
TL	1,0	2,9	2,0	1,6	2,9	3,6
Diğer	-5,9	-1,0	-5,4	-4,5	-4,4	-15,9
<b>Memo:</b>						
Değerleme Hesabı	0,7	5,0	-0,3	0,4	0,7	-7,5

Kaynak: TCMB; Globalsource

\* 19 Aralık itibarıyla.

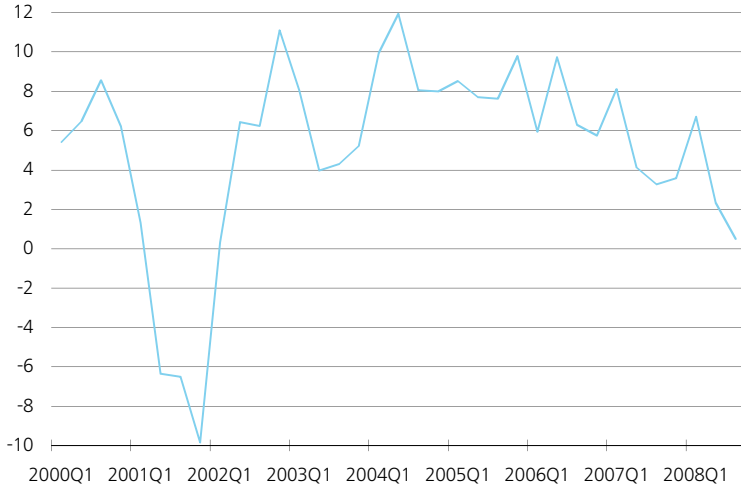
Grafik 6 - Ters Repo Stoku ve Para Tabanı (milyar YTL, 20-günlük hareketli ortalama)



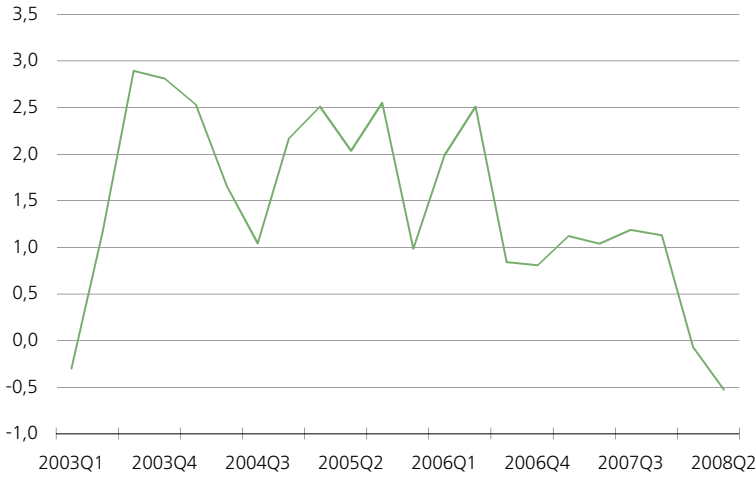
Eylül raporumuzda piyasadaki YTL likiditesinin göstergesi olan Merkez Bankası açık piyasa işlemleri (API)/ters repo stoku verisinin Mayıs ayından itibaren Banka'nın piyasayı fonlaması anlamına gelen negatife geçtiğini belirtmiştik. Bu durum son raporumuzdan bu yana aynı şekilde devam etti (Grafik 6). Merkez Bankası piyasayı fonlamak için ana olarak repo ihalelerini kullanırken, döviz alım ihalelerine son verilmesi piyasaya YTL likiditesi verilmesinin bir yolunu devre dışı bırakmış oldu. Merkez Bankası'nın sağladığı likidite, para tabanının 12 Aralık itibarıyla 57,7 milyar YTL seviyesine yükselmiş olmasına katkıda bulundu. Bu likidite açığının kalıcı olabileceği beklentisi altında Merkez Bankası gerekirse bir dizi teknik değişikliğe gidebileceğini piyasalara duyurdu (bkz. 2009 Yılında Para ve Kur Politikası, 16 Aralık 2008).



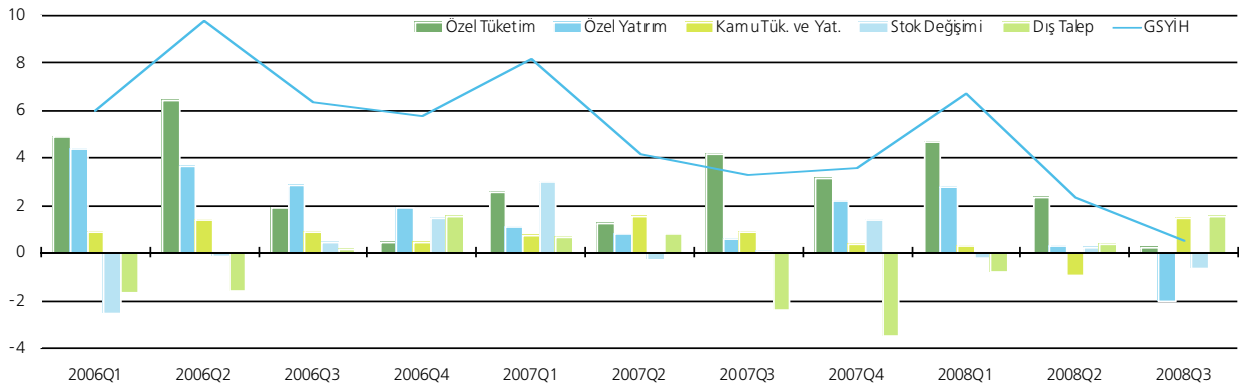
Grafik 1 - GSYİH Büyümesi (%)



Grafik 2 - GSYİH Büyümesi (mevsimsellikten ve işgücü etkisinden arındırılmış, 2-çeyreklik hareketli ortalama, %)



Grafik 3 - Büyümenin Kaynakları (geçen dönemin GSYİH'sına % olarak)



### Büyüme: Eksi büyümeye doğru...

Ekonomi 3. çeyrekte süratle yavaşlamaya devam etti. 2. çeyrek verisi %1,9'dan %2,3'e revize edilirken, 3. çeyrek de ekonomi ancak %0,5 gibi düşük bir hızla büyüebildi (Grafik 1); böylece yılın ilk 9 ayında ekonomi %3 büyüme kaydetmiş oldu.

3. çeyreğin zayıf da olsa pozitif büyüme göstermesi nispeten olumlu gibi görülse de büyümedeki asıl tablonun görülebilmesinde mevsimsellikten ve çalışma işgünü etkilerinden arındırılmış verinin daha anlamlı olduğunu düşünüyoruz. Bu bazda bakıldığında ekonominin 2008 3. çeyrek için %0,6'lık negatif büyüme kaydettiği (Grafik 2), son iki çeyrekte ise ortalama %0,5'lik düşüş yaşadığı görülüyor.

3. çeyrek verisi büyümenin kaynakları açısından da bir değişime işaret etmekte. Kısaca, mali stimulus ve dış talep katkıları önce çıkarken, iç talepte ciddi bir yavaşlama, hatta daralma gözlemliyoruz. Genelde Türkiye bağlamında ekonomik büyümenin motoru olarak görülen iç talep; -0,4 ile; 2002 3. çeyrekte beri ilk kez büyümeye negatif bir katkı yaptı (Grafik 3). Bunun temel nedeni özel sektör yatırımlarındaki ani düşüş ile yine özel sektör tüketim harcamalarındaki yavaşlama. 2007 yılının aynı döneminde yıllık %6,5 artış gösteren toplam özel harcamalar (toplam yatırım ve tüketim); krizin etkisi ile %0,3'e gerilemiş gözüküyor. Ancak asıl hızlı düşüş yatırımlar tarafında görülmekte. Geçen yılın %3'lük pozitif büyümesine karşın özel yatırımlarda bu yıl %10 daralma yaşandığını gözlemledik. Kamu kesiminde ise beklendiği gibi önümüzdeki Mart ayında yapılacak yerel seçimlerin etkileri hissedilmeye başlamış gözüküyor. 3. çeyrekte, kamu kesimi tüketim harcamaları geçen yılın aynı dönemine göre %7,7 artarken yatırımların %22 civarında arttığını gördük.

Benzer şekilde, iç talep ve genelde büyümedeki düşüş, ithalatta da bir yavaşlamaya yol açarak, dış talebin büyümeye katkısını %1,5 gibi güçlü bir seviyeye yükseltti.

Üretim tarafında ise, tarım sektörünü dışarıda bırakırsak, tüm sektörlerde üretimin yavaşladığı görülmekte. Baz etkisi nedeniyle beklendiği gibi tarımda bir toparlanma yaşanmış; 2007 yılı 3. çeyreğinde %8,2 gibi önemli bir düşüş yaşayan tarımsal üretim, bu yıl aynı dönemde %2,2 artmıştır. Sanayi üretimi 2007 3. çeyreğe göre 0,5'lik hafif bir daralma yaşarken, servis sektörü; özellikle inşaatteki düşüşün (%4,3) etkisi ile; geçen yılın aynı dönemindeki %6,3'lük güçlü büyümesinin ardından bu yıl %0,9'luk büyüme kaydetmiştir.

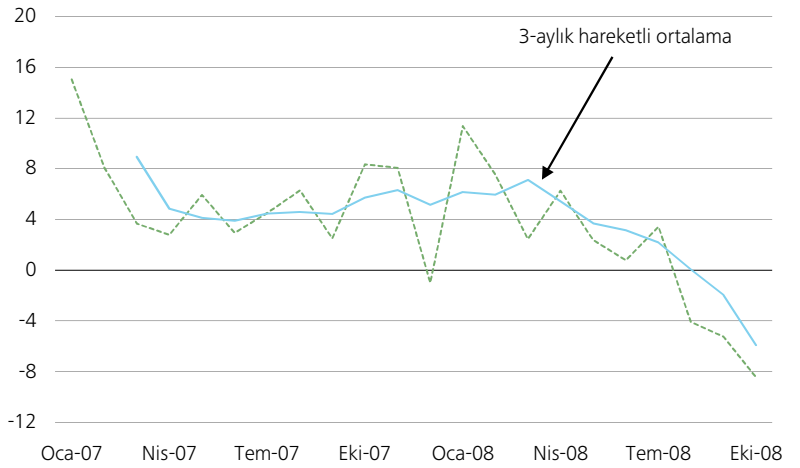
Yılın son çeyreğine dair öncü göstergeler büyümedeki yavaşlamanın daha da hızlanacağına işaret etmekte. Ağustos ayından beri negatif büyüme kaydeden sanayi üretimi Ağustos-Eylül aylarında ortalama %4,7 küçülürken, Kasım ayında ani bir düşüş ile %8,5 daralmıştır (Grafik 4).

Tüketim tarafı için öncü gösterge olarak takip ettiğimiz CNBC-e Tüketim Endeksi ise mevsimsellikten arındırılmış verilerle Ekim-Kasım aylarında sırası ile %4,3 ve %1,9 azalmıştır.

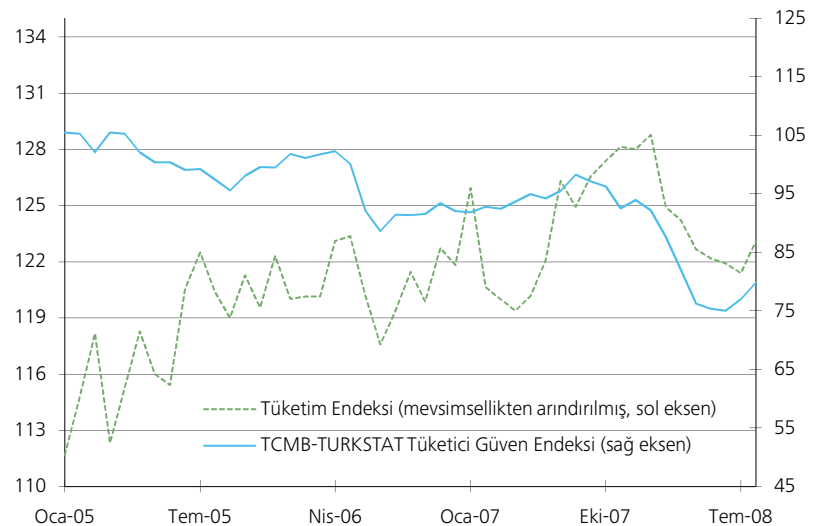
	Q3		Q1-Q3		Tüm yıl
	2008	2007	2008	2007	2007
<b>Üretim Yöntemiyle</b>					
Tarım	2.2	-8.2	0.9	-5.9	-6.9
Sanayi	-0.5	5.0	3.4	6.4	5.8
Hizmetler	0.9	6.3	3.7	6.5	6.3
<b>Harcamalar Yöntemiyle</b>					
İç Talep 1/	-0.4	5.6	8.0	8.4	4.9
Stok Değişimi 1/	-0.7	0.1	-0.3	2.5	1.0
Dış Talep 1/	1.5	-2.4	0.0	0.2	-1.2
Gayri Safi Yurtiçi Hasıla	0.5	3.3	3.0	5.0	4.6

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

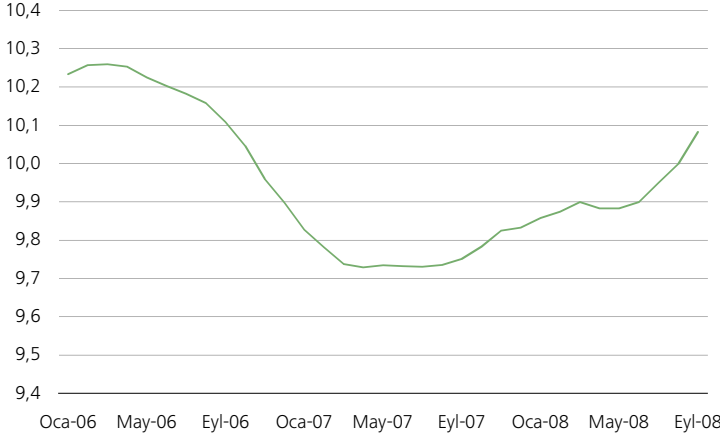
**Grafik 3 - Sanayi Üretimi (12-aylık %)**



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



**Grafik 6 - İşsizlik Oranı**  
(12-aylık hareketli ortalama, %)



**İşgücü ve İstihdam: 2007-2008 (1000 kişi)**

	Eyl 08	Eyl 07	Fark	2007
Kurumsal Olmayan Sivil Nüfus	69,819	69,053	766	68,897
15 Yaş ve Üstü Nüfus	50,142	49,373	769	49,215
İş Gücü	24,761	24,135	626	23,523
İstihdam	22,213	21,882	331	21,189
İşsiz	2,548	2,253	295	2,333
Diğer	25,380	25,238	142	25,692
o/w: İş aramayıp iş başı yapmaya hazır 1/	1,682	1,631	51	1,805
İşgücüne Katılım Oranı (%)	49.4	48.9	0.5	47.8
İşsizlik Oranı (%)	10.3	9.3	1.0	9.9
Memo:				
Tarım dışı işsizlik (%)	13.3	12.0	1.3	12.6

Kaynak: TUIK; GlobalSource.

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

TCMB ve TUIK tarafından ortak yayınlanan Tüketici Güven Endeksi ise Ekim ayında %8,03 ile tarihinin en hızlı düşüşünü kaydettikten sonra Kasım ayında da %7,2 düşmüştür (Grafik 5). Tüketici kredileri ise yılın son aylarında, haftalık artışlar bazında değerlendirdiğimizde, daralmaya başlamıştır.

Bu veriler ışığında biz, yılın son çeyreğinde büyümedeki yavaşlamanın hız kazanacağını öngörüyoruz. Geçen raporumuzdan bu yana, özellikle global krizin etkilerinin beklenenden daha sert hissedilmesi, bizi 2008 yılı büyüme öngörümüzü %3,5'tan %2 civarına indirmeye itmiştir. 2009 yılı performansına dair ise detaylı bir görünüm sunmak halen zor görülsa de biz en azından yılın son çeyreğine kadar ekonomideki seyrin olumlu yöne dönmesinin mümkün olduğunu düşünmüyoruz. Global ekonomide resesyonun devam ettiği, kredi krizinin halen aşılamadığı ve Türkiye'nin yüksek finansman ihtiyacına sahip olduğu düşünüldüğünde ekonomide hızlı bir iyileşmeyi işaret edecek bir argüman göremiyoruz. Başka bir ifade ile şu ana kadar büyüme performansında gözlemlediğimiz zayıflamanın ağırlıklı olarak içsel nedenlerden kaynaklandığını, dış finansman sorunlarının 2009'da baş göstermesiyle, büyüme resminin daha da bozulmasının kaçınılmaz olduğunu düşünmüyoruz.

Ekonomik aktivitedeki bu yavaşlama işsizlik verilerinde de hissedilmeye başlandı. Elimizdeki son veri olan Eylül ayı verilerine göre işsizlik oranı geçen seneki %9,3 oranından %10,3'e yükselirken, işsiz sayısı da 295 bin kişilik bir artış gösterdi. Mevsimsel etkileri arındırmak için 12-aylık hareketli ortalama bazında işsizlik oranı ise yükseliş eğilimini sürdürdü (Grafik 6).

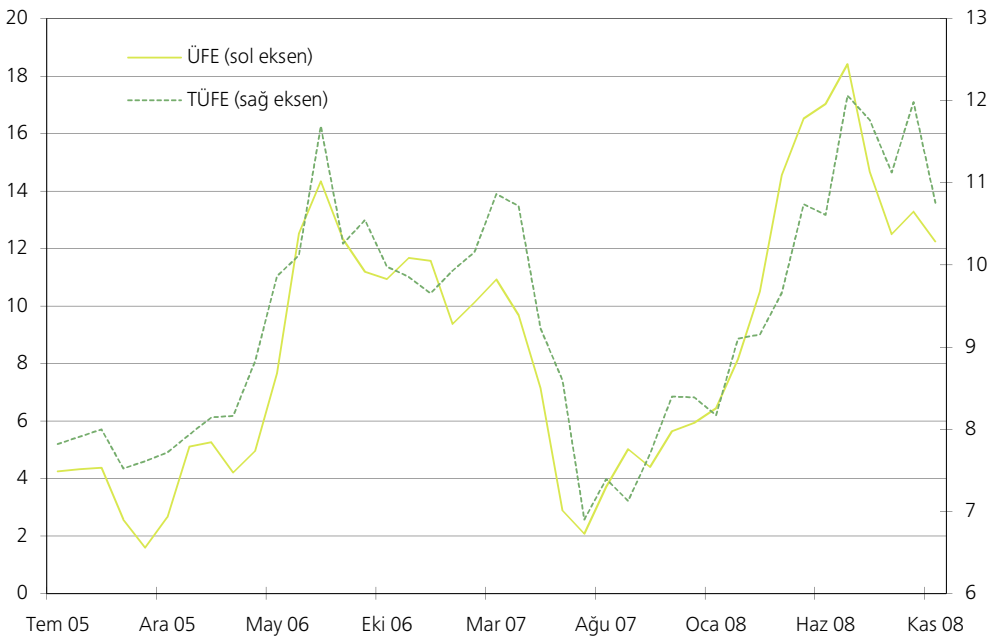
## Enflasyon ve Para Politikası: Büyüme ön planda

Son raporumuzda, büyüme tarafına ağırlık verdiğini ve enflasyon konusunda yeteri kadar "şahin" davranmadığını söylediğimiz Merkez Bankası, geçen süreçte, bu duruşunu her fırsatta belirginleştirdi. Banka, enflasyonu arka planda bırakmasını; küresel ölçekte enerji ve gıda fiyatlarında yaşanan düşüşe, iç ve dış talepteki bozulmaya ve bunların kurdaki artışın enflasyona dönüşmesini (pass-through etkisi) engelleyeceği tezine dayandırıyor. Küresel kredi krizinin reel sektör ve büyümeye vurduğu darbe, mali piyasaların işleyişinin tehlike altında olması Banka'nın tutumunu pekiştirdi.

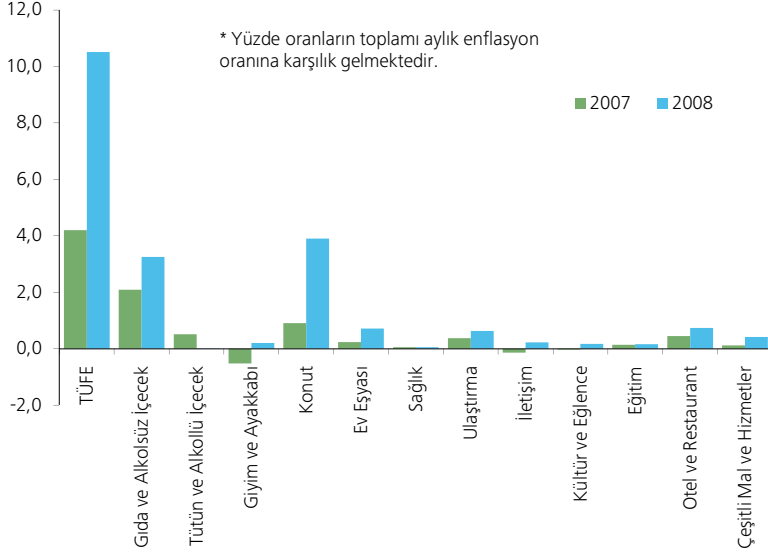
Banka'nın son derece zor bir konumda olduğunu kabullenmek ve tespitlerinin bir kısmına katılmakla birlikte, genelde enflasyona bakışını oldukça iyimser buluyoruz. 2009 yılında enflasyonda biz de düşüş beklessek de, döviz kuru geçişkenliğinin daha yüksek olabileceği ve enflasyonun bir noktada katılık gösterebileceği varsayımıyla (örneğin gıda ve enerji fiyatlarında yaşanan düşüşün tüketici fiyatlarına yeterince yansımaması nedeniyle) enflasyonun %8-8,5 seviyelerinin altına inmesinin zor olduğu görüşündeyiz.

Enflasyon gelişmelerine biraz daha yakından bakacak olursak, Ekim ayında %2,6'lık aylık enflasyonla %12 seviyesine çıkan yıllık enflasyon, Kasım'da %10,8'e geriledi (Grafik 1). Kasım'da gıda fiyatlarında görülen düşük artış, giyimde toplam talepteki daralma kaynaklı indirimlerin fiyat artışlarını mevsimsel ortalamaların altında tutması, otomobil ve akaryakıt fiyatlarında gözlenen düşüş etkisiyle ulaştırma grubu fiyatlarının düşmesi, 2007 Kasım'ındaki yüksek enflasyonun yarattığı baz etkisi ile birleşince yıllık enflasyon %11'in altına indi.

Grafik 1 - TÜFE ve ÜFE Enflasyonu (12-aylık; %)

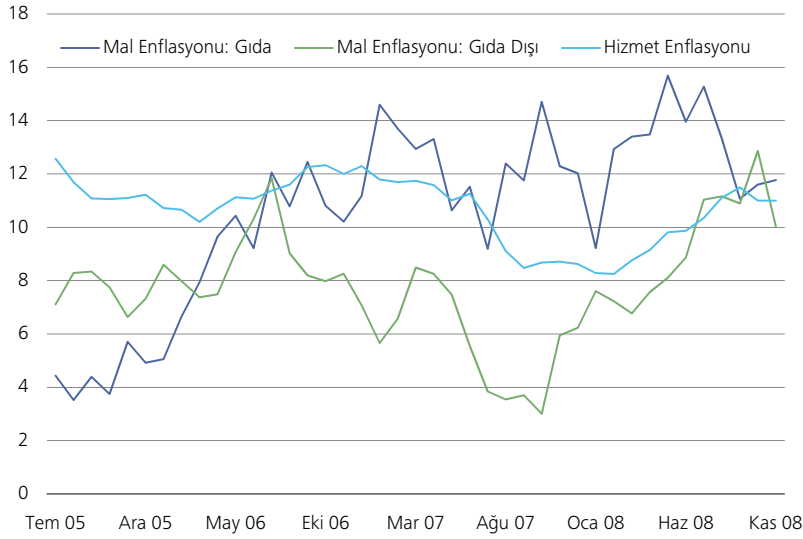


Grafik 2 - TÜFE Enflasyonunun Bileşenleri: Oca-Kas (%)



Ocak-Kasım döneminde %10,5 artan tüketici fiyatlarına en büyük katkı 3,9 puan ile kira, doğalgaz ve elektriği de kapsayan konut grubundan geldi (Grafik 2). Elektrik ve doğalgaza yapılan zamlar tüketici enflasyonu üzerindeki etkisini hissettirmeye devam etti. Elektriğe, Ocak ve Temmuz'dakilerden sonra Ekim'de yapılan %9,1 zamlar, konutta kullanılan elektrik fiyatı yılbaşından bu yana %54 artmış oldu. Doğalgazda ise Ocak, Haziran ve Ağustos'tan sonra Ekim ve Kasım'da yapılan %4,6 ve %22,5'lik zamlar ise doğalgaz fiyatını yılbaşından bu yana %75,3 arttırmış oldu. TÜFE'ye ikinci büyük katkı 3,3 puan ile endekste en yüksek ağırlığa (%28,6) sahip gıda ve alkolsüz içecek grubundan geldi. Ocak-Ağustos döneminde %8,9 oranında artmış bulunan ulaştırma grubu fiyatları özellikle düşen akaryakıt fiyatlarının olumlu etkisiyle Ocak-Kasım dönemi için %5 oranında artmış oldu. Enerji ve gıda ürünlerinde küresel ölçekte yaşanan düşüşün TÜFE'de en yüksek ağırlığa sahip gıda, konut ve ulaştırma grubu fiyatlarına olumlu yansımalarının sürmesini bekliyoruz. 2008'de enerji ve gıda kaynaklı yüksek bazın olumlu etkisinden dolayı 2009 yılında enflasyondaki düşüşün devam etmesini ve 2009 yılsonu enflasyonunun %8,5 seviyesinde olmasını bekliyoruz.

Grafik 3 - TÜFE: Ticarete Konu Olan ve Olmayan Mallar (2003=100; 12-aylık; %)



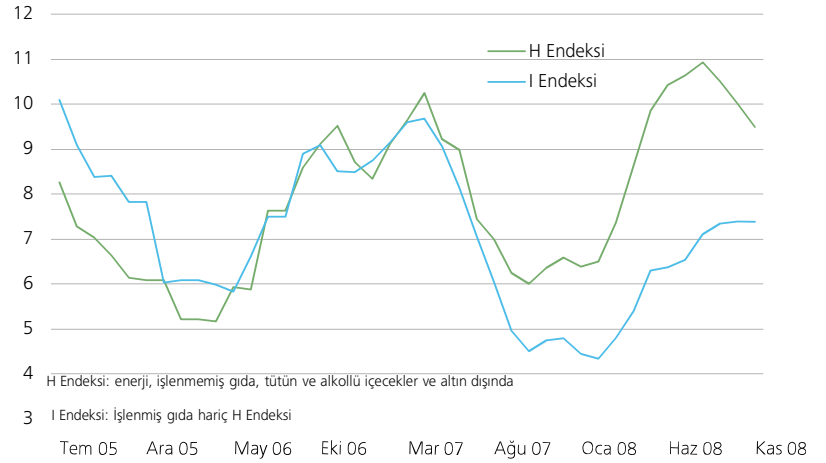
Bununla birlikte, Merkez Bankası'nın enflasyon konusunda oldukça iyimser olduğunu düşünüyoruz. Geriye dönük fiyatlama davranışının yaygın olduğu hizmet enflasyonunda son aylarda önemli bir gevşeme olmaması 2009'da %7,5'lik enflasyon hedefinin gerçekleşmesinin zor olacağı görüşümüzün nedenlerinden biri. 2007 Eylül ayında %8'li seviyelere kadar düşmüş olan hizmet enflasyonu bu yılın Ağustos ayında çıktığı %11,1 seviyesine yakın seyretmekte (Grafik 3).

Merkez Bankası Ekim'deki %12'lik yıllık enflasyonun 7 puanlık kısmının gıda ve enerji fiyatlarından kaynaklandığını, bu kalemlerdeki iyileşmelerin enflasyonun hızlı bir şekilde düşüreceğini ifade ediyor. Oysa enflasyonun sadece gıda ve enerji fiyatları sorunu olmadığı Banka'nın yakından takip ettiği ve enerji, gıda, tütün ve alkollü içecekler ile altını dışlayan I endeksinden de görülüyor. I endeksi sene başında başladığı yükselişini Ekim'e kadar sürdürdü ve Kasım ayında değişmedi (%7,39) (Grafik 4).

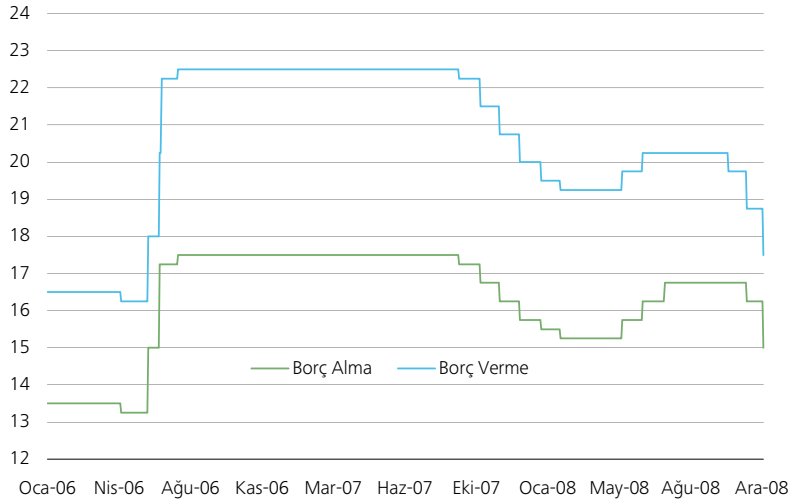
Bunun dışında emtia ve enerji fiyatlarında görülen düşüşlerin, tüketici fiyatlarına yansımalarının sınırlı kalmasını da önemli bir risk unsuru görüyoruz. Örnek olarak, son dönemde kamu otoritesinin de şikayetçi olduğu, akaryakıt fiyatlarındaki düşüşün pompa fiyatlarına yeterince yansıtılmaması gösterilebilir. Otomatik fiyatlandırma çerçevesinde enerji KİT'lerinin fiyatlarını bütçe hedeflerini tutturacak biçimde ayarlaması da bu riskin bir parçası. Hükümetin IMF anlaşması kapsamında bazı ürünlerde KDV oranlarını yükseltme ihtimali ile ek tüketim vergilerinin konulabilecek olması enflasyon üzerinde diğer bir riski oluşturuyor. Döviz kurlarında yaşanan yükselişlerin kalıcı olmasını ve beklentileri de bozarak fiyatlara yansımaları ihtimalinin de azımsanmaması gerektiğini düşünüyoruz.

Merkez Bankası, büyüme ve finansal piyasaların işleyişinin önemini vurgulayarak her fırsatta faiz indirimine gideceğinin işaretini verirken, Ekim sonunda yayınladığı enflasyon raporunda (2008-IV), 2009 enflasyon tahminini %7,6 olarak korudu. Banka, raporda, küresel kredi krizinin yarattığı belirsizlikler nedeniyle faizin yönü konusunda ihtiyatlı olunması gerektiğini ifade ederek, faiz patikası konusunda herhangi bir senaryo sunmadı. Son raporumuzdan bu yana 4 defa toplanan TCMB Para Politikası Kurulu (PPK), mali piyasalarda yoğun yabancı çıkışlarının gözlemlendiği günlere denk gelen Kasım toplantısında gecelik borçlanma faizini 50 baz puan indirerek %16,25'e çekerken, borçlanma ve borç verme faiz farkını 250 baz puana düşürdü. PPK, Aralık toplantısında ise borçlanma ve borç verme faizlerinde piyasa beklentilerinin çok üzerinde 125 baz puan indirime giderek, faizleri sırasıyla %15 ve %17,50 seviyesine çekti (Grafik 5). Kurul'un, büyümedeki olumsuz görünüm nedeniyle, küresel krizin etkisiyle YTL'de enflasyon görünümünü tamamen bozacak bir şok oluşmadıkça faiz indirimi eğilimini koruyacağını düşünüyoruz.

**Grafik 4 - Çekirdek Enflasyon Göstergeleri (12- aylık; %)**



**Grafik 5 - TCMB O/N Faiz Oranı (basit, %)**



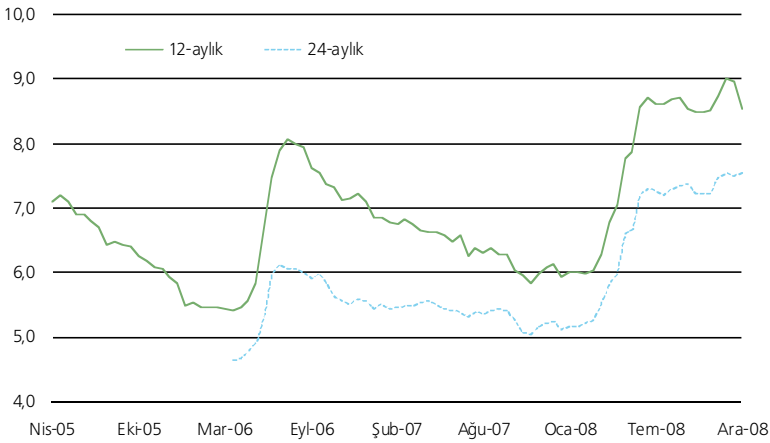
Asıl amacı enflasyon beklentilerini resmi enflasyon hedeflerine yaklaştırmak olan enflasyon hedeflemesi rejiminin bunu tam olarak başaramadığını gözlemliyoruz. Aralık ayı 2. beklenti anketine göre, 12 ay sonrasının enflasyon beklentisi, %7,5 olan 2009 yılı enflasyon hedefinin hemen hemen 1 puan üzerinde bulunurken, 24 ay sonrası için enflasyon beklentisi de %6,5'lik 2010 enflasyon hedefinin yaklaşık 1 puan üzerinde (Grafik 6). Son raporumuzdan bu yana 12 aylık enflasyon beklentisinde Ekim-Kasım döneminde geçici bir yükseliş gözlemlendi. Kasım ayı enflasyonun düşük gelmesi 12 aylık enflasyon beklentisini son ankette %8,45 seviyesine düşürdü. 2009 yılı için tüketici enflasyonu beklentimiz buna paralellik gösteriyor. İç ve dış talep koşullarında devam edeceğini düşündüğümüz kötüleşme ile yukarıda bahsettiğimiz nedenlerden dolayı enflasyonun 2009 yılında düşmesini, fakat %8,5 olarak gerçekleşmesini bekliyoruz. Her ne kadar enflasyonun bu yıl Kasım'daki %10,8 seviyesinden önümüzdeki yılsonu itibarıyla %8,5 seviyesine ineceğini öngörsek de, %8-8,5 seviyesinden aşağıya doğru bir gevşeme olmasının çok daha zor olacağı görüşündeyiz.

### Bütçe ve Mali Politika: Mahalli seçimler gölgesinde

Bütçe geçen raporumuzdan bu yana, faiz dışı fazla ve bütçe dengesi açısından kötüleşme gösterse de 2007'nin üzerinde bir performans sergiledi. Önümüzdeki dönemde bütçe görünümüne dair önemli risklerin olduğuna ilişkin düşüncemizi koruyoruz.

2007 yılı Ocak-Kasım döneminde 9,7 milyar YTL olarak gerçekleşen bütçe açığı bu yılın aynı döneminde 8,3 milyar YTL'ye düştü. 2007'nin ilk 11 ayında 37,2 milyar YTL faiz dışı fazla (FDF) veren bütçenin bu yılki performansı 40,5 milyar YTL ile geçen yılın üzerinde oldu. Fakat bütçe, faiz dışı fazla ve bütçe dengesi konusunda gösterdiği olumlu performansı gelir ve giderler tarafında gösteremedi. Ocak-Kasım döneminde merkezi yönetim gelirleri geçen yılın aynı dönemine göre sadece %0,4 reel artış gösterdi. Vergi gelirleri reel olarak sadece %0,5 oranında artarken, özellikle 2. ve 3. çeyrekte görülen ekonomik yavaşlama nedeniyle KDV gelirleri reel olarak %9,6; ÖTV gelirleri ise %1,9 oranında geriledi. Vergi dışı gelirler ise söz konusu dönemler arasında reel değişim göstermedi.

Grafik 6 - Enflasyon Beklentileri (%)



Giderler ise yılın ilk 11 ayında geçen yılın aynı dönemine göre reel olarak %0,8 oranında gerileme gösterirken, faiz dışı giderler %0,9 oranında artış gösterdi. Yatırım harcamalarında %24,4 oranında görülen reel artış, faiz dışı giderlerin reel olarak gerilemesinin önünde engel olarak durdu. Kasım ayı bütçesi incelendiğinde bütçede son aylarda meydana gelen bozulma daha net görülebiliyor. Kasım'da merkezi yönetim gelirleri geçen yılın aynı ayına göre reel olarak %13,4 oranında gerilerken, faiz dışı giderlerde ise reel olarak %3,4'lük bir artış gözleniyor. Son aylarda iki kalemden de yaşanan bozulma faiz dışı fazla ve bütçe açığı konusunda 2007'ye göre sergilenen olumlu tablo konusunda iyimser olmamızı engelliyor ve bütçe performansına yönelik önemli risklerin bulunduğunu gösteriyor (Grafik 1).

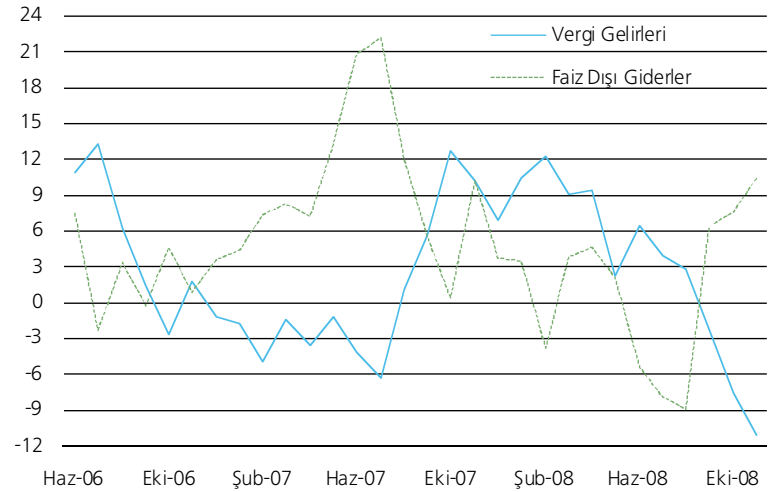
2009 bütçesi Ekim ayında TBMM'ye sunulurken 2008 yılı bütçesi için gerçekleşme tahminleri açıklandı. Maliye Bakanlığı, 2008 yılı bütçe açığı tahminini 17,8 milyar YTL'den 14,1 milyar YTL'ye düşürürken, faiz dışı fazla tahminini ise 38,2 milyar YTL'den 40,4 milyar YTL'ye yükseltti. Bakanlık gelirler tahminini 204,6 milyar YTL'den 229,5 milyar YTL'ye yükseltirken, faiz dışı giderler tahmini 166,3 milyar YTL'den 175 milyar YTL'ye yükseltildi. Gelirlerdeki artışın 3,5 milyar YTL'lik bölümünün vergi gelirlerindeki artıştan, 7,3 milyar YTL'lik kısmının ise vergi dışı gelirlerdeki artıştan kaynaklanacağı bekleniyor. Vergi dışı gelirlerde bu büyüklükte bir revizyon ağırlıklı olarak işsizlik fonunun gelir olarak bütçeye dahil edilmesinden kaynaklanıyor. Böylece hükümet 8,7 milyar YTL arttırdığı faiz dışı harcamalar için ek bir kaynak yaratmış oldu. (bkz. Merkezi Yönetim Bütçesi: 2007-09 Tablosu)

Bu bölümün girişinde belirttiğimiz gibi FDF ve bütçe açığı açısından ilk bakışta bütçede önemli bir problem görülmezken, güçlü gibi görünen performansın özelleştirme geliri gibi tek sefere mahsus gelirlerin finansman tarafında değil de gelir tarafında gösterilmesinden dolayı ortaya çıkması bütçe konusunda rahatlamamızı engelleyen bir unsur. Önümüzdeki dönemde küresel kredi krizinin de etkisiyle özelleştirme performansının zayıflayacak olması FDF ve bütçe açığında da bozulmaya yol açabilecektir. Kasım ayında 12 aylık faiz dışı fazla 38,1 milyar YTL seviyesinde bulunurken, tek seferlik gelirleri hesaplamaya dahil etmeyen IMF tanımlı faiz dışı fazla Ekim itibarıyla 25,6 milyar YTL seviyesinde bulunuyor.

Merkezi Yönetim Bütçesi (milyar YTL)					
	Oca-Kas		Reel Büyüme (%)	Bütçe	Bütçeye oranı (%)
	2008	2007			
Merkezi Yönetim Gelirleri	193.8	174.7	0.4	204.6	94.7
Genel Bütçe Gelirler	188.2	170.2	0.1	199.4	94.4
Vergi Geliri	156.1	140.6	0.5	171.2	91.2
Vergi Dışı Gelirler	37.7	34.1	0.0	28.2	133.6
Giderler	202.0	184.4	-0.8	222.6	90.8
Faiz-Dışı Giderler	153.2	137.4	0.9	166.6	92.0
Faiz Giderleri	48.8	47.0	-6.0	56.0	87.1
Bütçe Dengesi	-8.3	-9.7	...	-18.0	46.0
Faiz Dışı Denge	40.5	37.2	...	38.0	106.6

Kaynak: Maliye Bakanlığı, Global Source.

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

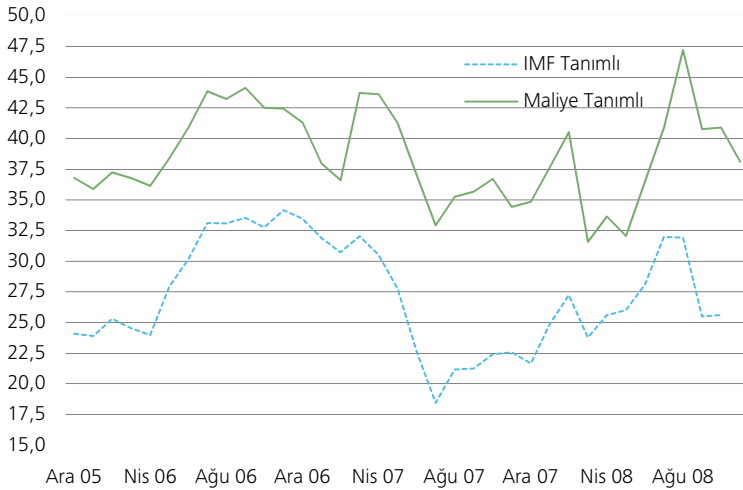


**Merkezi Yönetim Bütçesi 2007-09**  
(milyar YTL)

	2009		2008		2007		
	Tasarı Bütçe	GSMH'ye Oran	Tahmin	GSMH'ye Oran	Tasarı Bütçe	Gerçekleşme	GSMH'ye Oran
Harcamalar	262,1	23,6	229,5	23,1	222,3	203,5	23,8
Faiz Dışı	204,6	18,4	175,0	17,6	166,3	151,4	17,7
sak: Personel	57,2	5,1	50,4	5,1	55,1	43,6	5,1
Yatırım	16,6	1,5	17,7	1,8	11,8	12,9	1,5
Cari Transferler	88,5	8,0	68,7	6,9	69,2	63,2	7,4
Faiz	57,5	5,2	54,5	5,5	56,0	48,7	5,7
Gelirler	248,8	22,4	215,4	21,7	204,6	189,6	22,2
Vergi	202,1	18,2	174,7	17,6	171,2	152,8	17,9
sak: Özel Tüketim Vergisi	49,4	4,4	43,4	4,4	44,7	39,1	4,6
Dahilde Alınan KDV	20,0	1,8	17,9	1,8	17,7	16,8	2,0
Gelir Vergisi	45,3	4,1	39,3	3,9	39,2	34,4	4,0
Vergi Dışı	46,7	4,2	40,7	4,1	33,4	36,8	4,3
Bütçe Dengesi	-13,4	-1,2	-14,1	-1,4	-17,8	-13,9	-1,6
Faiz Dışı Denge	44,1	4,0	40,4	4,1	38,2	38,2	4,5

Kaynak DPT 2009 Yıllık Programı Maliye Bakanının sunumu haberler ve GlobalSource 2009 ve 2008 için resmi rakamlar 2007 için gerçekleşen rakamlar

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



Son raporumuzdan bu yana vergi gelirlerinin düşük performansı ve faiz dışı harcamalardaki olumsuz seyir nedeniyle iki göstergede de düşüşler gözleniyor (Grafik 2).

Her ne kadar yılın ilk 11 ayına ait bütçe rakamları geçen yılın aynı dönemine oranla güçlenmiş görünse de, 2008'in son ayında 2009'a devredilemeyecek bazı harcamalarda olası bir sıçramanın vergilerdeki düşüşle birleştiğinde, Aralık bütçesinde önemli bir tahribat yaratabileceği görüşündeyiz. Daha önemlisi, birçok analist gibi bizde 2009 bütçe rakamlarının realist olmadığını düşünüyoruz. 2009 bütçesinde hükümetin büyüme oranı varsayımı %4, oysa Türkiye'nin bu anda büyüyemeyeceği artık bazı hükümet yetkilileri tarafından dahi ifade ediliyor. 2009 Mart'ındaki yerel seçimler öncesinde hükümetin harcamaları arttırması ve 2008 yılı son çeyreğinde ve 2009'da ekonominin güçleneceği beklentisi, bozulmanın gelirler ve giderler olmak üzere iki taraflı olacağını düşündürüyor. IMF ile yapılacak bir anlaşmanın bu kadar gecikmesi de anlaşmanın seçim sonrasında bırakılabileceği ve hükümetin seçim öncesinde yapacağı harcamalarda görece rahat bir tutum sergileyebileceği konusundaki belirsizliği arttırıyor. (Raporumuz yayına hazırlandığında bütçe son halini almakta idi.

Takip edebildiğimiz kadarıyla, bütçe meclise sunulan büyüklüklere göre bazı kesintiler sayesinde daha gerçekçi bir görünüm aldı. Ancak IMF programı çerçevesinde uygulamada önemli ek değişikliklere gidileceğini ve her halükarda bütçe hedeflerinin tutturulması açısından 2009'un zor bir yıl olacağı beklentimizi koruyoruz.)

Bütçe açıklarının finansman tarafında ise, kamu kesimi net borç stoku, 2. çeyrekte 1. çeyreğe göre 11,7 milyar YTL gerileyerek 235 milyar YTL'ye düşerken, GSYHI'ye oran olarak da 2. çeyrekte gerileme devam etti. Kamu kesimi net iç borcu 2. çeyrekte 220,8 milyar YTL'ye (GSYHI'nin %24'ü), kamu kesimi net dış borcu ise 4,5 milyar YTL artışla 14,2 milyar YTL'ye yükseldi (GSYHI'nin %1,5'i) (Grafik 3).

Merkezi yönetim borç stoku ise Eylül raporumuzdan bu yana artış gösterdi. Kasım sonu itibariyle toplam borç stoku 379,5 milyar YTL'ye yükselirken, bunun 273,8 milyar YTL'sini iç borç, 105,7 milyar YTL'sini ise dış borç oluşturuyor. Merkezi yönetim borç stokunun kompozisyonunda Temmuz ayından sonra iç borcun ağırlığının azaldığı, dış borcun ağırlığının arttığı gözlemlendi. İç borcun ağırlığı Temmuz'daki %76 seviyesinden Kasım'da %72'ye gerilerken, dış borcun ağırlığı %24'ten %28'e yükseldi.

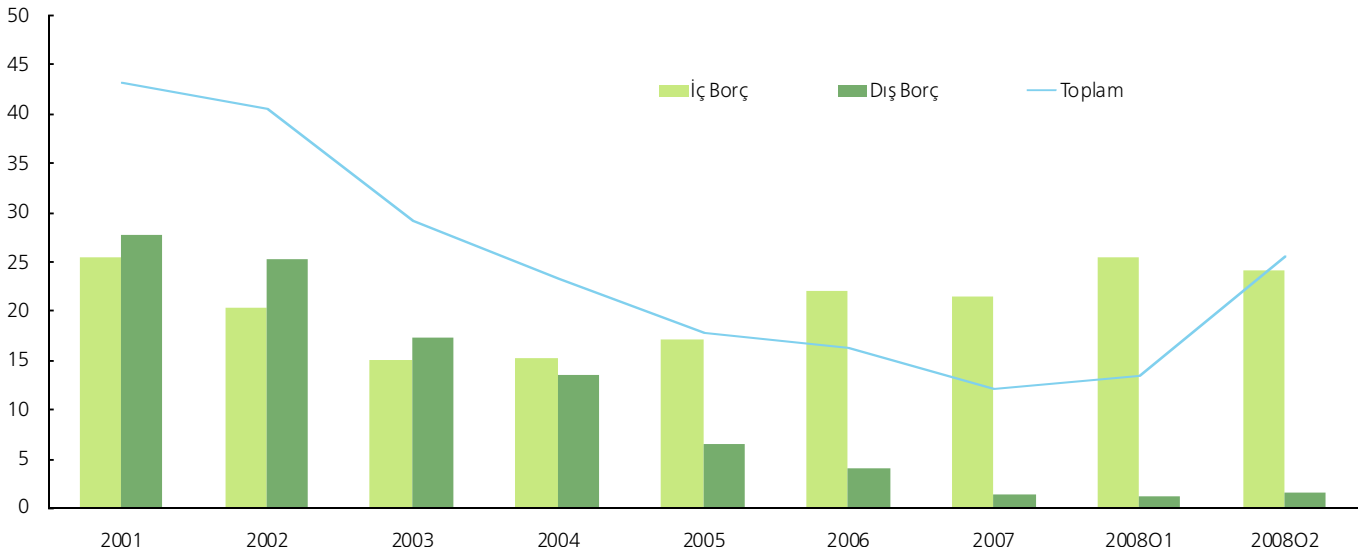
#### Merkezi Yönetim Borç Stokunun Yapısı (toplama % oran olarak)

	Ara- 04	Ara- 05	Ara- 06	Ara- 07	Kas-08
<b>Alacaklıya Göre</b>					
İç Borç	70.9	73.8	72.9	76.6	72.1
Piyasa	44.6	51.1	52.2	56.5	54.1
Piyasa Dışı	26.3	22.8	20.7	20.1	18.0
Dış Borç	29.1	26.2	27.1	23.4	27.9
Piyasa	15.1	15.1	17.1	15.7	18.3
Piyasa Dışı	14.0	11.1	10.0	7.8	9.6
<b>Döviz Yapısı</b>					
Sabit Faizli	30.0	30.6	32.3	35.1	32.8
Değişken Faizli	28.5	31.8	30.5	33.6	33.2
Dış Borç ve Dövizle Endeksli Borç	41.5	37.6	37.2	31.3	34.0
<b>Memo:</b>					
İç Borç (yeni borçlanma)					
Vade (ay olarak)	20.4	31.4	17.9	22.0	33.6
Faiz (ihaleler) 1/	23.4	14.0	21.5	16.5	21.4

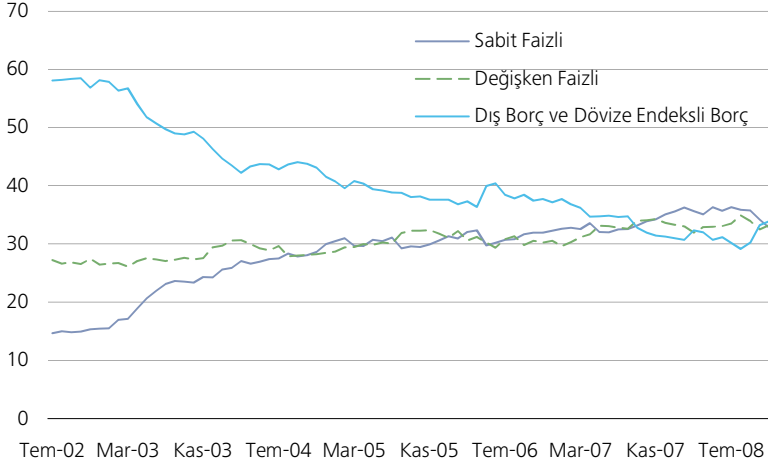
Kaynak: Hazine, TCMB, Globalsource

1/ Ortalama yıllık

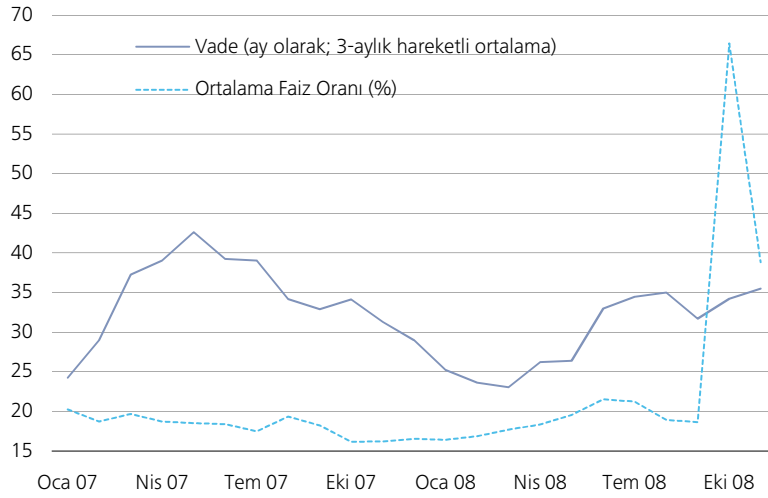
Grafik 3 - Kamu Kesimi Net Borç Stoku (GSYIH'ya oran olarak)



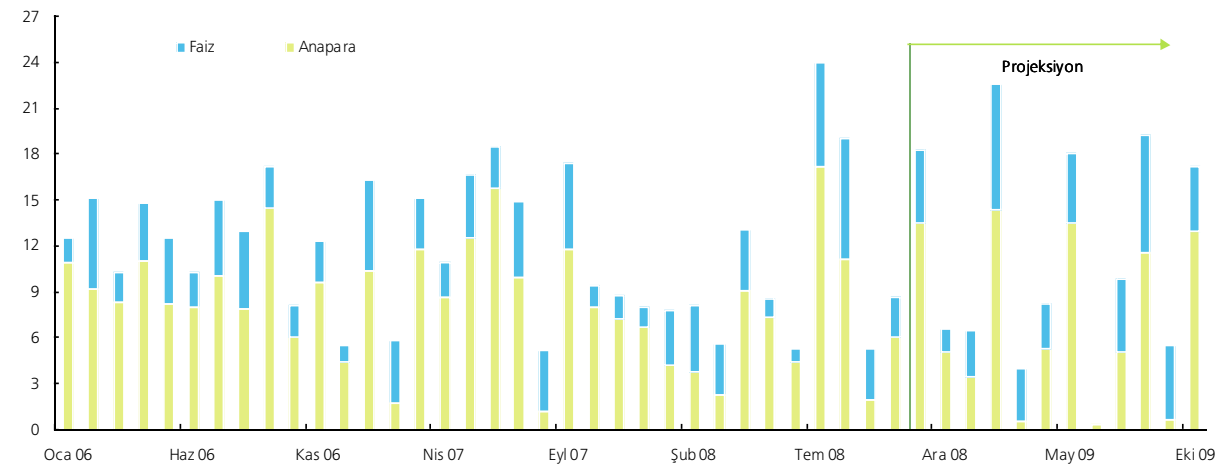
**Grafik 4 - Merkezi Yönetim Borç Stokunun Yapısı (toplama oran olarak)**



**Grafik 5 - Yeni Borçlanmanın Vadesi ve Maliyeti**



**Grafik 6 - Hazine İç Borç Geri Ödemeleri (milyar YTL)**



Merkezi yönetim borç stokuna borçlanma enstrümanlarının türü açısından bakıldığında ise son raporumuzdan bu yana sabit faizli enstrümanların ağırlığının 3 puan gerileyerek %33'e düştüğü, değişken faizli araçların toplam içindeki payının hemen hemen değişmediği ve %33 olarak kaldığı gözleniyor. Döviz ve döviz endekli borçlanma enstrümanlarının ise payını arttırarak %34'e çıkardığı gözleniyor (Grafik 4).Yeni iç borçlanmanın vadesi Temmuz'a göre 1 ay azalarak 34 aya düşerken, borçlanmanın ortalama maliyeti Kasım ayında yıllık %21,4 bileşik faizle Temmuz seviyelerine yeniden yükseldi (Grafik 5).

Hazine'nin borçlanma performansını incelediğimizde ise Kurum'un yılın ilk 10 ayında 91,6 milyar YTL'lik iç borçlanma hedefinin 74,9 milyar YTL'lik kısmını (%82) gerçekleştirdiği gözleniyor. Kasım ayında faizle birlikte 18 milyar YTL'nin üzerinde yüksek bir iç borç ödemesi olan Hazine, bu itfaları fazla zorlanmadan atlattı. Hazine'nin Aralık ayında ise 6,7 milyar YTL iç borç servisi bulunuyordu (Grafik 6). Ocak-Ekim döneminde gerçekleştirilen borçlanmalarla ve itfalarla piyasa borç çevirme oranı (Kamu kurumlarının rekabetçi olmayan teklifleri ve TCMB hariç) %67,7 olarak gerçekleşmiş oldu. Hazine son raporumuzdan bu yana eurobond ihracı gerçekleştirmezken, sonuncusunu Eylül ayında gerçekleştirdiği 4 eurobond ihracı yoluyla uluslararası piyasalardan bu yıl toplamda 4 milyar dolar kaynak sağladı.



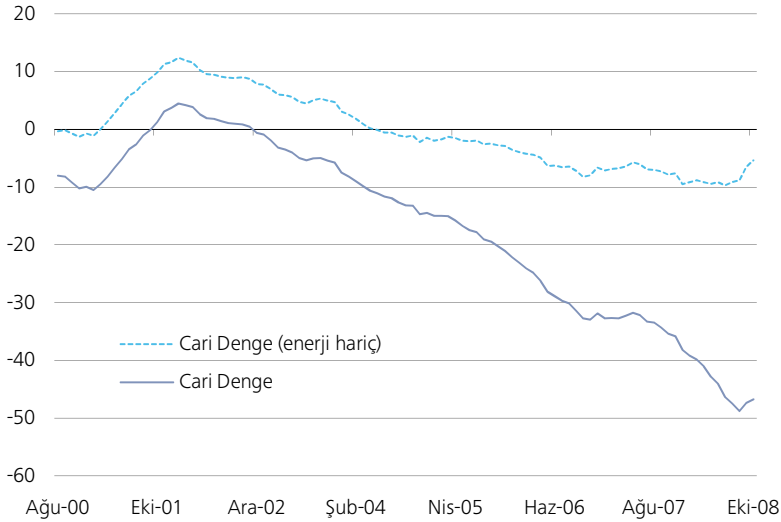
Cari Denge (milyon \$)	Oca-Eki		12-Aylık Toplam	
	2008	2007	Ekim	Eylül
	Cari açık	-38,233	-29,688	-46,762
Enerji Dışı 1/	-2,690	-6,806	-5,366	-6,468
Dış Ticaret Dengesi	-48,932	-38,083	-57,510	-57,593
Hizmetler (net)	15,731	12,645	16,400	15,826
Gelir (net)	-6,750	-6,016	-7,840	-7,810
Cari Transfer	1,718	1,766	2,188	2,219
Memo 2/				
Dış Ticaret Dengesi	-63,445	-51,082	-75,154	-75,590

Kaynak: TCMB, Globalsource

1/ Enerji açığı (TURKSTAT tanımlı) hariç cari açık

2/ TÜİK tanımlı

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



## Cari denge ve finansmanı: Cari açık daralıyor ama...

Türkiye'nin önemli kırılganlık göstergelerinden olan cari açık, Ağustos'taki 49 milyar dolar (12 aylık toplam) seviyesinden Ekim'de 47 milyar doların altına geriledi. 12 aylık enerji-dışı cari açıda Eylül ve Ekim'de görülen daralma, cari açıktaki söz konusu iyileşmeye neden oldu. Bu yıl Eylül ayına kadar 9 milyar dolar civarında seyreden 12 aylık enerji-dışı cari açık, Ekim itibarıyla 5,5 milyar dolara düştü (Grafik 1).

Türkiye'nin petrol alımlarındaki kontrat süresi petrol fiyatlarındaki düşüşün dış ticaret açığına tam yansımaları engelledi. Bu nedenle, dış ticaret açığı (TÜİK tanımlı) 12 aylık toplamda Ağustos ayındaki 76 milyar dolarlık zirvesinden Ekim itibarıyla sadece 75 milyar dolar seviyesine geriledi. 12 aylık toplamda Temmuz ayında 38 milyar doların biraz üzerinde gerçekleşen net enerji faturası Ağustos-Ekim döneminde kademeli bir şekilde yükselerek 41 milyar dolar seviyesinde bulunuyor. Ancak Kasım ve Aralık aylarında biz enerji faturasının da 12 aylık toplamda hızla daralmaya başlamasını bekliyoruz

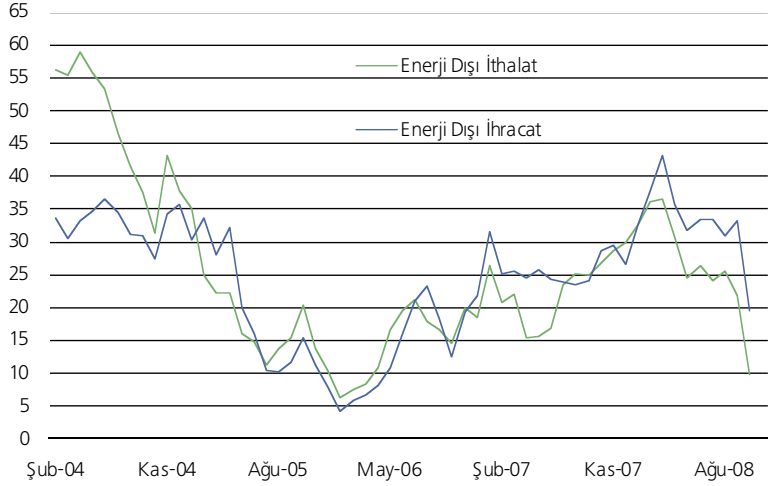
Büyümedeki yavaşlama sayesinde enerji-dışı ithalatın yavaşlaması ve pazar çeşitliliğinin yardımı ile Eylül-Ekim aylarında enerji-dışı ihracatın yavaşlansa da daha olumlu bir tablo sergilemesi, enerji-dışı ihracatın ithalat üzerinde seyreden büyümesinin aynı seyri devam ettirmesine neden oldu (Grafik 2).

Üçüncü çeyrekte iyice yavaşlayan ekonominin yılın son çeyreğinde ve 2009 yılında küçülme ihtimalinden dolayı enerji-dışı ithalata ilişkin trendin devam etmesini bekliyoruz. Bu nedenle, önümüzdeki dönemde enerji-dışı dış ticaret açığının daralacağını tahmin ediyoruz. Düşen petrol fiyatlarının da enerji faturasına yansımalarıyla TÜİK tanımlı dış ticaret açığının, bu yıl için 72 milyar dolar civarında olan tahminimizden 2009 yılında 55 milyar doların altına gerilemesini bekliyoruz. 2008 yılı toplamı için net enerji faturası tahminimiz 40 milyar dolar düzeyinde olup, bu rakamın 2009 yılında 20 milyar dolar civarında olacağını düşünüyoruz. Enerji dışı cari açıktaki daralmanın ise devam etmesini ve 2009 yılı için enerji dışı cari dengeyi sifıra yakın gerçekleşmesini bekliyoruz. Bu nedenlerle 2009 cari açık beklentimiz 20 milyar dolar civarında oluşuyor.

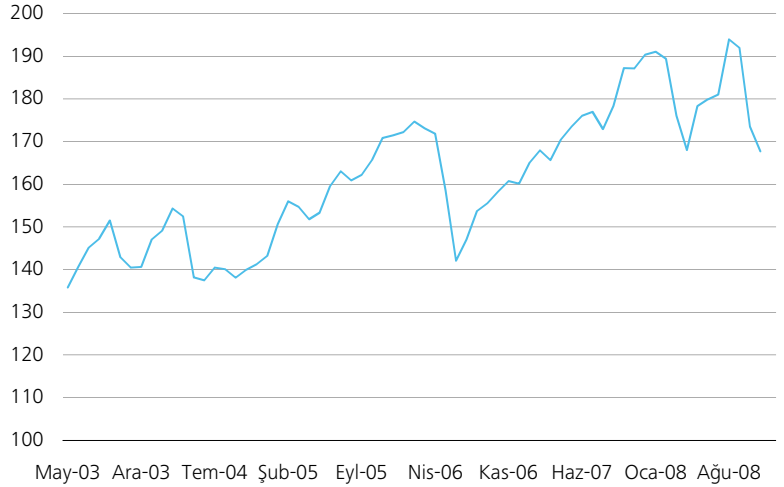
Ticaret-dışı cari açık bileşenlerinde son raporumuzdan bu yana trend olarak önemli bir değişim görülmedi. Turizm gelirlerinde 2007'ye göre görülen iyileşme, hizmetler dengesinin Temmuz'da 14,7 milyar dolar olan 12 aylık fazlasının Ekim'de 15,7 milyar dolara yükselmesini sağladı. Küresel ölçekte yavaşlayan ekonomiye rağmen, değer kaybeden YTL'nin turizm gelirlerindeki olumlu performansı yavaşlansa da devam ettireceği beklentisiyle hizmetler dengesinde önemli bir bozulma beklemiyoruz. İthalatta beklediğimiz daralmanın Türk şirketlerinin ödeyeceği sigorta ve navlun bedellerini düşürecek olması da ikinci bir neden. Faiz ödemeleri ve yabancı sermayeli şirketlerin yurtdışına yaptıkları kar transferlerini kapsayan gelir dengesi ise 12 aylık toplamda Ağustos-Ekim döneminde de önemli bir değişim göstermeyerek Temmuz'daki seviyelerini korudu ve Ekim itibariyle 7,8 milyar dolar seviyesinde bulunuyor. Önümüzdeki dönemde ticaret dışı cari denge trendinde önemli bir değişim olacağını düşünmüyoruz. 2008 ve 2009 yılında GSYİH'ye oranla %2'lik seyrin korunması beklentimizi koruyoruz.

Mayıs-Ağustos döneminde Şubat-Nisan sürecinde küresel mali kriz ve AKP kapatma davası nedeniyle yaşadığı kayıpları fazlasıyla geri alan TÜFE bazlı reel efektif döviz kuru, YTL'de Lehman Brothers'ın batmasıyla başlayan süreçte görülen değer kaybıyla Kasım itibariyle Nisan ayındaki seviyelerine sert bir dönüş yapmış oldu. Kasım itibariyle 1995=100 bazlı reel efektif döviz kuru endeksi 167,7 seviyesinde bulunuyor (Grafik 3). YTL'de son aylarda yaşanan değer kaybı, YTL'nin aşırı değerli olduğuna dair kaniyi bir miktar azaltsa da, biz, reel efektif döviz kurunun 2008'i 170 seviyesinin biraz altında tamamladıktan sonra, 2009 yılında hafif de olsa değer kaybetmesini öngörüyoruz. Yani, YTL'nin değerinde son 6-7 yıldır (yer yer değer kaybı yaşasa da) reel olarak meydana gelen artışın 2009 yılında devam edeceğini düşünmüyoruz.

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



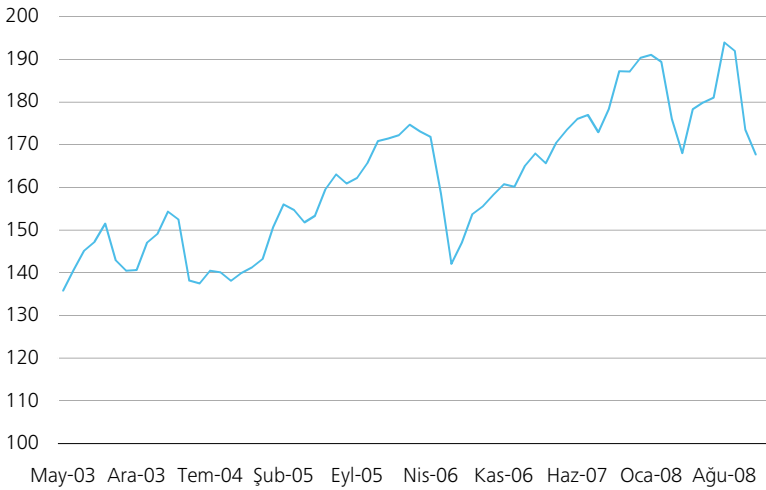
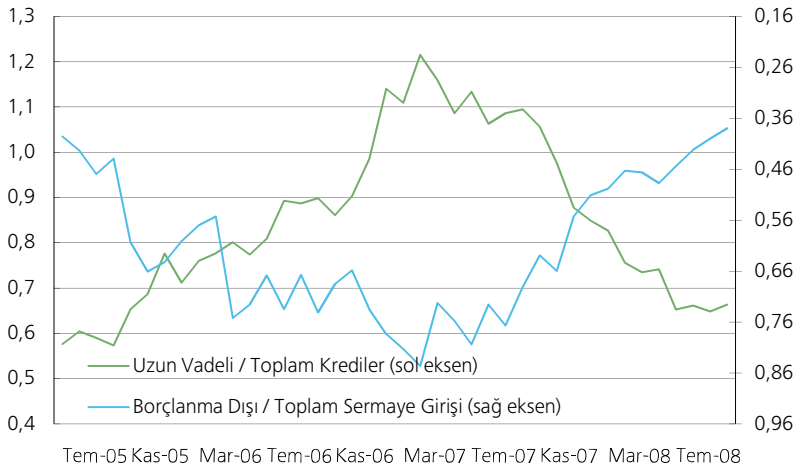
**Grafik 3 - Reel Döviz Kuru  
(TÜFE Bazlı; 1995=100)**



**Sermaye Hesabı (milyon \$)**

	Oca-Eki		12-Aylık Toplam	
	2008	2007	Ekim	Eylül
Cari Açık	-38,233	-29,688	-46,762	-47,358
Sermaye Hesabı	40,770	37,962	47,408	57,813
Doğrudan Yabancı Yatırım	12,951	16,347	16,687	16,096
Portföy Yatırımı	-3,960	3,805	-7,048	-3,207
Diğer Yatırımlar	31,779	17,810	37,769	44,924
Net Hata Noksan	155	-464	2,268	-6,161
Rezerv Varlıklar 1/	-2,692	-7,810	-2,914	-4,294

Kaynak: TCMB, Globalsource  
1/ (-) işaret rezerv birikimini gösterir.

**Grafik 3 - Reel Döviz Kuru  
(TÜFE Bazlı; 1995=100)****Grafik 4 - Sermaye Girişinin Kalitesi: Uzun Vadeli ve Borçlanma Dışı Payları  
(12-aylık toplam)**

Sermaye hesabı, son raporumuzdan bu yana 12 aylık toplamda güçlü seyrini Ekim'e kadar korurken, Ekim ayında önemli bir bozulma gösterdi ve söz konusu ayda 6,2 milyar dolarlık bir çıkış gözlemlendi. Böylece sermaye hesabı 12 aylık toplamda Eylül'deki 57,8 milyar dolardan Ekim'de 47,4 milyar dolara geriledi. Finansman tarafında yaşanan diğer bir olumsuzluk ise cari açığın finansman kalitesindeki bozulmanın günden güne artıyor olması. Her geçen ay, cari açığın doğrudan yatırımlar ve portföy yatırımlarından daha ziyade borçlanma ile finanse edilmesi ve uzun vadeli borçlanmanın toplam krediler içerisinde düşük oranlarda kalması finansman kalitesinde bozulmanın son raporumuzdan bu yana devam ettiğini gösteriyor (Grafik 4).

12 aylık doğrudan yabancı yatırım (DYY) miktarı Eylül ayındaki hafif düşüşe rağmen Ekim ayı itibarıyla Temmuz'daki seviyelerini koruyor ve 16,7 milyar dolar seviyesinde bulunuyor. Fakat DYY, Ocak-Ekim döneminde geçen yılın aynı döneminin oldukça altında 13 milyar dolar olarak gerçekleşti (2007 Ocak-Ekim: 16,3 milyar dolar) (Grafik 5). 2008 için beklentimiz yılı 13,5 milyar dolar civarında bir rakam ile kapatmamız yönünde. Halkbank özelleştirilmesinin "kriz sonrasına" ertelenmesi DYY tarafında olumsuz bir haber olurken, 2009 yılında tamamlanması beklenen Milli Piyango ihalesine yabancı ilgisinin yüksek olması ve 3G lisanslarının yarısı DYY olmak üzere 1,6 milyar dolara satılması iyi haberler. Küresel kredi piyasasındaki sıkışıklığın birleşme ve satın almaları vurması ve talep azlığı nedeniyle bazı özelleştirmelerin ertelenmiş olması nedeniyle, önceki raporumuzda 10 milyar dolar olarak öngördüğümüz 2009 DYY rakamının 6-7 milyar dolar seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. Fakat bu düşüşe rağmen, bu kalemin azalan cari açık nedeniyle finansman tarafında önemli bir kalem olmaya devam edeceğini düşünüyoruz.

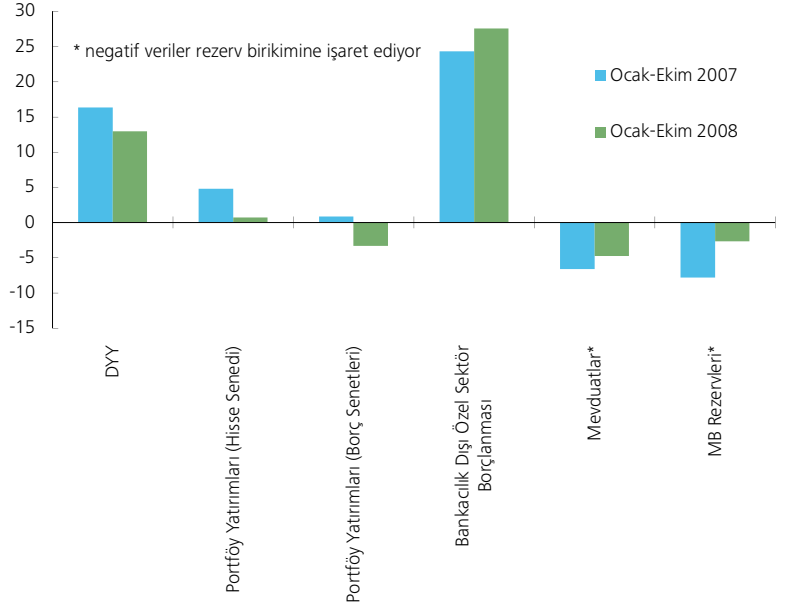
Temmuz ayında yavaşladığını belirttiğimiz portföy yatırımı girişlerinin Ağustos-Ekim döneminde yerini çıkışlara bıraktığını gözlemliyoruz. Ekim ayında çok önemli bir kötüleşme gözleniyor. Ekim'de 12 aylık portföy çıkışı 7 milyar dolara ulaştı. Sadece Ekim'de portföy yatırımlarından 4 milyar dolarlık bir çıkış gözleniyor. Kasım ayında da yabancı çıkışları olduğunu düşünüyor, piyasalarda Kasım sonunda başlayan toparlanma nedeniyle Aralık ayında bir miktar portföy girişi bekliyoruz. 2009 yılında ise önemli bir net portföy hareketi öngörmüyoruz.

Diğer yatırımlar kaleminde ise son dönemde en çok tartışılan konu bankacılık dışı özel sektörün uzun vadeli borçlanması oldu. Cari açığın finansmanında son dönemde en önemli etken olan özel sektör uzun vadeli borçlanması Ekim ayı itibarıyla güçlü seyrini sürdürdü ve bankacılık dışı özel sektör tüm uzun vadeli borçlarını yenileyebildi. Fakat özel sektörün gerçekleştirdiği net borçlanmanın Ekim ayında önemli oranda bir düşüş kaydettiği gözleniyor. Ekim ayında bankacılık dışı özel sektör 776 milyon dolar net uzun vadeli kaynak bulabildi (2007 Ekim: 2,486 milyar dolar). Bu trendin Ekim sonrası dönemde daha da bozularak devam etmesini ve finansman tarafında bugünkü koşullarda sıkıntı yaratmasını bekliyoruz.

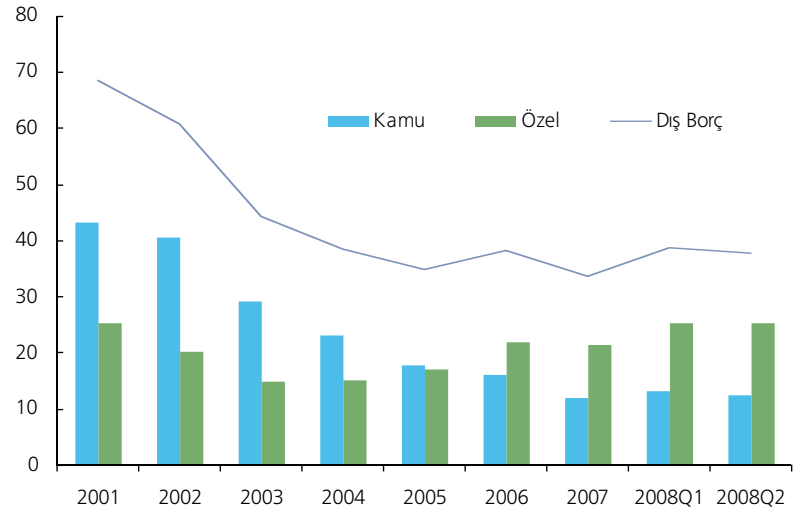
Ocak-Ekim döneminde rezerv birikiminin 2007 seviyelerin oldukça altında olduğu görülüyor. Bu yılın Ocak-Ekim döneminde Merkez Bankası 2,7 milyar dolar rezerv biriktirdi. Döviz alım ihalelerine son verilmiş olması, döviz mevduatları için munzam karşılıkların indirilmiş olması ve özelleştirme gelirlerinde yaşanmasını beklediğimiz düşüşün Hazine'nin döviz hesaplarına olumsuz yansiyacak olmasından dolayı Merkez Bankası'nın önümüzdeki dönemde net rezerv birikimi sağlamanın zor olduğunu düşünüyoruz.

Yılın 1. çeyreğini 263,1 milyar dolar seviyesinde bitiren dış borçlar, ikinci çeyrekte 284,4 milyar dolara yükseldi. Fakat 1. çeyrekte GSYİH'ye oran olarak yükselen dış borçta 2. çeyrekte gerileme görülüyor. Kamu dış borcu/GSYİH oranında 2. çeyrekte hafif gerileme gözlenirken, özel sektör dış borcu/GSYİH oranında önemli bir değişim gözlenmiyor (Grafik 6). 2. çeyrekte özel sektör dış borcu 18 milyar dolar artışla 191 milyar dolara yükselmiş oldu.

**Grafik 5 - Sermaye Hesabı: Seçilmiş Göstergeler (milyar \$)**



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



# Ek: Detaylı Tablolar

GSYİH Büyüme Oranları					
	Q3		Q1-Q3		Tüm yıl
	2008	2007	2008	2007	2007
Üretim Yöntemiyle					
Tarım	2.2	-8.2	0.9	-5.9	-6.9
Sanayi	-0.5	5.0	3.4	6.4	5.8
Hizmetler	0.9	6.3	3.7	6.5	6.3
İnşaat	-4.3	3.9	-1.1	7.7	5.7
Harcamalar Yöntemiyle					
İç Talep 1/	-0.4	5.6	8.0	8.4	4.9
Özel Nihai Tüketim	0.3	6.5	3.3	3.9	4.1
Kamu Tüketimi	7.7	4.2	3.0	8.2	6.5
Gayri Safi Sabit Sermaye Oluşumu	-5.4	4.7	0.9	4.4	5.5
Kamu	22.2	16.1	1.2	10.2	7.3
Özel	-10.0	3.0	0.8	3.6	5.2
Stok Değişimi 1/	-0.7	0.1	-0.3	2.5	1.0
Dış Talep 1/	1.5	-2.4	0.0	0.2	-1.2
Mal ve Hizmet İhracatı	1.5	4.6	5.0	8.8	7.3
Mal ve Hizmet İthalatı	-4.2	14.0	2.8	9.1	10.7
Gayri Safi Yurtiçi Hasıla	0.5	3.3	3.0	5.0	4.6
Memo:					
GSYİH (milyar YTL, 4 çeyreklik toplam)	952	834	...	...	854
GSYİH (milyar \$, 4 çeyreklik toplam)	784	609	...	...	655

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

İşgücü ve İstihdam: 2007-2008 (1000 kişi)					
	Eyl 08	Eyl 07	Fark	2007	
Kurumsal Olmayan Sivil Nüfus	69,819	69,053	766	68,897	
15 Yaş ve Üstü Nüfus	50,142	49,373	769	49,215	
İş Gücü	24,761	24,135	626	23,523	
İstihdam	22,213	21,882	331	21,189	
Tarım	6,123	5,983	140	5,601	
Sanayi	4,383	4,243	140	4,185	
İnşaat	1,327	1,382	-55	1,224	
Hizmet	10,381	10,275	106	10,180	
İşsiz	2,548	2,253	295	2,333	
Kent	1,860	1,714	146	1,699	
Kır	688	539	149	634	
Diğer	25,380	25,238	142	25,692	
o/w: İş aramayıp iş başı yapmaya hazır 1/	1,682	1,631	51	1,805	
İşgücüne Katılım Oranı (%)	49.4	48.9	0.5	47.8	
İşsizlik Oranı (%)	10.3	9.3	1.0	9.9	
Kent	12.3	11.8	0.5	11.9	
wKır	7.1	5.6	1.5	6.9	
Memo:					
Tarım dışı işsizlik (%)	13.3	12.0	1.3	2.6	

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

**Enflasyon: Kasım 2008 (yüzde)**

	Aylık		12-Aylık		Yılbaşından Bugüne
	Kasım 08	Kasım 07	Kasım 08	Ekim 08	
<b>TÜFE</b>	<b>0,8</b>	<b>1,9</b>	<b>10,8</b>	<b>12,0</b>	<b>10,5</b>
Yiyecek ve Alkolsüz İçecek	0,7	0,6	11,8	11,6	11,4
Tütün ve Alkollü İçecek	0,0	6,5	0,3	6,9	0,3
Giyim ve Ayakkabı	2,6	4,3	1,2	2,8	2,5
Konut	2,1	4,0	24,7	27,1	23,5
sak: Kira	0,6	1,0	12,3	12,7	11,4
Ev Eşyası	1,4	0,4	9,9	8,9	9,7
Sağlık	0,1	-0,7	1,6	0,9	2,3
Ulaştırma	-1,4	2,5	4,9	9,0	5,0
sak: Kişisel Ulaştırma Araçlarının İşletimi	-3,5	7,5	2,2	13,9	2,1
İletişim	0,2	-0,1	6,7	6,5	5,2
Eğlence ve Kültür	1,8	-0,3	5,9	3,7	6,3
Eğitim	0,2	-0,1	7,4	7,0	7,4
Lokanta ve Oteller	1,0	1,5	13,8	14,4	13,2
Çeşitli Mal ve Hizmetler	0,0	1,8	9,4	11,4	10,0
<b>ÜFE</b>	<b>0,0</b>	<b>0,9</b>	<b>12,2</b>	<b>13,3</b>	<b>12,1</b>
Tarım	-1,0	0,2	3,7	4,9	3,1
Maden ve taşocaklığı	0,2	1,1	23,9	25,0	20,6
İmalat Sanayi	-0,6	1,1	10,7	12,5	10,6
Elektrik, Gaz ve Su	7,8	0,3	63,2	51,8	64,7

Kaynak: TUIK, Globalsource

**Merkezi Yönetim Bütçesi (milyar YTL)**

	Kasım		Reel Büyüme (%)	Ocak-Kasım		Reel Büyüme (%)	Bütçe	Bütçeye oranı %
	2008	2007		2008	2007			
Merkezi Yönetim Gelirleri	18,0	18,7	-13,4	193,8	174,7	0,4	204,6	94,7
Genel Bütçe Gelirler	17,3	18,3	-15,0	188,2	170,2	0,1	199,4	94,4
Vergi Geliri	15,8	16,8	-15,1	156,1	140,6	0,5	171,2	91,2
Gelir Üzerinden Alınan Vergiler	7,2	7,2	-8,8	51,5	45,1	3,4	52,6	97,9
Mal ve Hizmet Üzerinden Alınan Vergiler	5,4	6,1	-19,1	61,9	58,1	-3,6	71,4	86,7
o/w: KDV	1,2	1,5	-28,7	15,5	15,5	-9,6	17,7	87,7
ÖTV	3,5	3,8	-17,7	38,5	35,5	-1,9	44,7	86,1
Dış Ticaretten Alınan Vergiler	2,2	2,6	-23,4	30,5	26,3	4,8	33,5	90,9
Vergi Dışı Gelirler	2,2	2,0	1,4	37,7	34,1	0,0	28,2	133,6
Giderler	21,4	16,2	19,2	202,0	184,4	-0,8	222,6	90,8
Faiz-Dışı Giderler	15,9	13,9	3,4	153,2	137,4	0,9	166,6	92,0
sak: Personel	4,8	4,2	2,9	51,1	45,5	1,6	55,1	92,8
Sağlık Harcamaları	0,8	0,9	-14,7	9,2	9,8	-15,6	11,3	81,1
Yatırım	2,0	1,1	69,6	13,2	9,6	24,4	11,8	111,9
Cari Transferler	6,1	5,8	-5,3	62,7	57,5	-1,3	66,7	94,0
Sosyal Güvenlik	2,0	3,2	-42,8	27,4	28,0	-11,4	32,3	84,9
Yerel İdare Payları	1,3	1,1	12,0	14,2	11,8	9,4	15,1	94,4
Sermaye Transferleri	0,3	0,4	-30,3	2,6	3,1	-24,8	2,1	125,5
Faiz Giderleri	5,4	2,3	115,8	48,8	47,0	-6,0	56,0	87,1
Bütçe Dengesi	-3,4	2,6	...	-8,3	-9,7	...	-18,0	46,0
Faiz Dışı Denge	2,1	4,8	...	40,5	37,2	...	38,0	106,6

Kaynak: Maliye Bakanlığı, Global Source.

Kamu Net Borç Stoku (milyar YTL)							
	2003	2004	2005	2006	2007	2008Q1	2008Q2
Toplam Kamu Borç Stoku (Brüt)	297,3	332,6	350,8	365,6	355,4	375,5	371,1
İç Borç Stoku	201,7	234,7	259,8	268,2	273,2	284,5	279,3
Merkezi Hükümet	194,4	224,5	244,8	251,5	255,3	266,5	261,0
GSYİH'ye oran olarak	42,7	40,2	37,7	33,2	29,9	30,0	28,4
Dış Borç	95,6	97,9	91,0	97,3	82,2	90,9	91,7
Merkezi Hükümet	88,4	92,0	86,7	93,6	78,2	86,6	87,2
GSYİH'ye oran olarak	19,4	16,5	13,4	12,3	9,2	9,7	9,5
Eksi: Merkez Bankası Net Varlıkları	24,7	27,9	30,8	45,7	41,8	50,0	49,3
Kamu Mevduatı	13,0	17,2	32,2	38,2	34,6	46,0	53,3
İşsizlik Sigortası Fonu Net Varlıkları	8,9	13,3	18,0	23,7	30,7	32,8	33,4
Toplam Net Kamu Borcu	250,6	274,2	269,7	257,9	248,3	246,7	235,0
GSYİH'ye oran olarak	55,1	49,0	41,6	34,0	29,1	27,8	25,5
Net İç Borç Stoku	172,3	199,3	228,2	227,7	237,1	237,1	220,8
GSYİH'ye oran olarak	37,9	35,7	35,2	30,0	27,8	26,7	24,0
Net Dış Borç Stoku	78,3	74,9	41,5	30,2	11,2	9,6	14,2
GSYİH'ye oran olarak	17,2	13,4	6,4	4,0	1,3	1,1	1,5

Kaynak: Hazine, Globalsource

Cari Denge (milyon \$)						
	Ekim		Ocak-Ekim		12-Aylık Toplam	
	2008	2007	2008	2007	Eki	Eyl
Cari açık	-2.646	-3.242	-38.233	-29.688	-46.762	-47.358
Enerji Dışı 1/	552	-550	-2.690	-6.806	-5.366	-6.468
Dış Ticaret Dengesi	-4.178	-4.261	-48.932	-38.083	-57.510	-57.593
İhracat	10.299	10.594	122.331	92.851	144.844	145.139
%	-2,8	38,8	31,7	24,4	29,6	33,4
İthalat	-14.477	-14.855	-171.263	-130.934	-202.354	-202.732
%	-2,5	38,0	30,8	19,1	30,1	33,9
Hizmetler (net)	2.000	1.426	15.731	12.645	16.400	15.826
Turizm (net)	1.822	1.552	16.674	13.790	18.111	17.841
%	17,4	25,7	20,9	7,4	20,2	21,0
Gelir (net)	-601	-571	-6.750	-6.016	-7.840	-7.810
Faiz Harcamaları	-813	-734	-6.823	-5.976	-8.324	-8.245
Cari Transfer	133	164	1.718	1.766	2.188	2.219
Memo 2/						
Dış Ticaret Dengesi	-5.295	-5.731	-63.445	-51.082	-75.154	-75.590
Enerji 3/	-3.198	-2.692	-35.542,71	-22.881,59	-41.396	-40.890
Enerji Dışı	-2.097	-3.040	-27.902,12	-28.200,44	-33.758	-34.700

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 \$)						
	Ekim		Ocak-Ekim		12-Aylık Toplam	
	2008	2007	2008	2007	Eki	Eyl
Cari Açık	-2.646	-3.242	-38.233	-29.688	-46.762	-47.358
Sermaye Hesabı	-6.241	4.164	40.770	37.962	47.408	57.813
Doğrudan Yabancı Yatırım	1.632	1.041	12.951	16.347	16.687	16.096
Portföy Yatırımı	-4.118	-277	-3.960	3.805	-7.048	-3.207
Hisse Senedi	-1.365	429	716	4.798	1.056	2.850
Borç Senetleri 1/	-3.158	-1.177	-3.311	871	-6.540	-4.559
Yurtiçi	-3.158	-288	-4.445	-52	-7.674	-4.804
Diğer Yatırımlar	-3.755	3.400	31.779	17.810	37.769	44.924
Varlıklar	-1.187	2.096	-7.476	-1.580	-10.746	-7.463
Yükümlülükler	-2.568	1.304	39.255	19.390	48.515	52.387
Kısa Vadeli	-438	585	8.268	1.729	8.685	9.708
Uzun Vadeli	250	2.021	24.257	25.744	30.521	32.292
Banka Dışı Özel Sektör	776	2.486	23.007	20.140	28.336	30.046
IMF Kredileri	-235	-232	2.008	-3.495	1.520	1.523
Diğer	-2.145	-1.070	4.722	-4.588	7.789	8.864
Net Hata Noksan	7.383	-1.046	155	-464	2.268	-6.161
Rezerv Varlıklar 2/	1.504	124	-2.692	-7.810	-2.914	-4.294
Memo:						
Borç 3/	-6.508	2.694	27.103	16.817	29.665	38.867
Kamu	-3.867	-1.897	-3.774	-4.187	-7.296	-5.326
Özel	-1.859	2.024	39.718	24.448	49.271	53.154
Varlıklar	-782	2.567	-8.841	-3.444	-12.310	-8.961
Borçlanma Dışı (net) 4/	7.650	424	13.822	20.681	20.011	12.785

Kaynak: TCMB, Globalsource

1/ Yerleşik olmayanlara yapılan yurtiçi ihraçlar dahil.

2/ (-) işaret rezerv birikimini gösterir.

3/ Sermaye hesabındaki tüm yükümlülük kalemleri ve diğer yatırım varlıkları.

4/ Dipnot 3'ün dışında kalanlar ve net hata noksan.

**Dış Borçun Yapısı (milyar \$)**

	2003	2004	2005	2006	2007	2008 Q1	2008 Q2
Toplam Borç Stoku	144,2	160,6	168,4	205,2	247,1	263,1	284,4
Kısa Vadeli	23,0	31,9	37,1	40,4	41,8	44,9	51,9
Kamu Sektörü	1,3	1,8	2,1	1,8	2,2	2,3	1,8
TCMB	2,9	3,3	2,8	2,6	2,3	2,4	2,3
Özel Sektör	18,8	26,8	32,2	36,0	37,3	40,2	47,8
Finans	8,4	12,7	16,0	18,3	14,7	15,4	19,9
Finans Dışı	10,5	14,0	16,2	17,8	22,7	24,8	28,0
Orta ve Uzun Vadeli	121,1	128,8	131,3	164,8	205,3	218,3	232,5
Kamu	69,5	73,8	68,3	69,8	71,3	72,1	75,8
TCMB	21,5	18,1	12,7	13,1	13,5	14,2	13,9
Özel Sektör	30,1	36,8	50,4	81,8	120,5	132,0	142,7
Finans	5,3	8,6	16,0	29,0	42,6	44,9	46,0
Finans Dışı	24,8	28,2	34,4	52,9	77,9	87,1	96,7
Memo:							
Uluslararası Yatırım Pozisyonu (net)	-105,3	-126,7	-173,8	-204,0	-314,9	-251,3	-263,3
sak: Bankacılık Kesimi	...	...	...	-10,3	-13,2	-15,7	-14,6
Bankacılık Dışı Kesim	...	...	...	-41,9	-69,4	-77,8	-88,4
GSYİH'ya oran olarak							
Dış Borç Stoku	44,3	38,5	34,9	38,1	33,6	38,8	37,8
Kısa Vadeli	7,1	7,6	7,7	7,5	5,7	6,6	6,9
Orta ve Uzun Vadeli	37,2	30,9	27,2	30,6	28,0	32,2	30,9
Kamu	29,2	23,3	17,8	16,2	12,2	13,4	12,5
Özel Sektör	15,0	15,2	17,1	21,9	21,5	25,4	25,3

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 amacıyla 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 sarif veya zimni 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 zimni 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 arazi zararlardan ve cezai tazminattan dolayı sorumlu tutulamaz.

Daha fazla bilgi için:

**Deloitte Danışmanlık A.Ş.**

Sun Plaza  
Dereboyu Sok. No:24  
34398 Maslak, İstanbul  
Tel: 90 (212) 366 60 00  
Fax: 90 (212) 366 60 30

Armada İş Merkezi  
A Blok K:7 No:8  
06510, Söğütözü, Ankara  
Tel: 90 (312) 295 47 00  
Fax: 90 (0312) 295 47 47

**[www.deloitte.com.tr](http://www.deloitte.com.tr)**  
**[www.verginet.net](http://www.verginet.net)**  
**[www.denetimnet.net](http://www.denetimnet.net)**  
**[www.gumruknet.net](http://www.gumruknet.net)**

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.

Tasarım ŞG tarafından yapılmıştır.  
©2009 Deloitte Türkiye Deloitte Touche Tohmatsu üye firmasıdır.