

# EKONOMİK GÖRÜNÜM

## EKİM 2006

### REEL SEKTÖR

#### ► 2006 Yılı II. Çeyrek GSYİH Sonuçları

Üretim Yöntemine Göre GSYİH Özet Sonuçları				
	Cari Fiyatlarla Milyon ABD Doları	Gelişme Hızı (%)	Sabit Fiyatlarla (YTL)	Gelişme Hızı (%)
<b>GSYİH</b>				
2004-I	60.798	45,1	28.130.674	11,8
2004-II	65.820	26,3	32.935.469	14,4
2004-III	91.209	14,9	42.196.343	5,3
2004-IV	82.750	21,9	33.430.094	6,3
2004 Yıllık	300.578	24,6	136.692.580	8,9
2005-I	71.440	17,5	29.982.978	6,6
2005-II	80.758	22,7	34.747.900	5,5
2005-III	111.353	22,1	45.450.941	7,7
2005-IV	97.919	18,1	36.598.903	9,5
2005 Yıllık	361.470	20,3	146.780.723	7,4
2006-I	80.585	12,8	31.924.451	6,5
2006-II	91.470	13,3	37.344.109	7,5
2006 Altı Aylık	172.054	13,0	69.268.560	7,0

Kaynak : TÜİK

17 çeyrektir kesintisiz büyüyen Türkiye ekonomisinde 2006 yılının ikinci çeyreklik döneminde de büyüme süreci devam etmiştir. Söz konusu dönemde GSYİH reel olarak %7,5 oranında büyürken, GSMH %8,5 oranında büyümüştür; 37.3 milyon YTL'lik GSYİH (91.5 milyon ABD Doları), 37.2 milyon YTL GSMH (91.6) elde edilmiştir.

Yılın ilk yarısı itibarıyla ise büyüme GSYİH'de %7; GSMH'de %7,5 olarak gerçekleşmiştir.

2006 yılının ikinci çeyreğinde beklentilerin üzerinde büyüme kaydedilmesinde sanayi, ticaret ve ulaştırma, haberleşme sektörlerindeki yüksek büyüme oranları etkili olmuştur. Bu yüksek büyüme oranları, tüketim harcamalarının güçlü büyümesi

yanında geçen yılın aynı dönemi ve bu yılın ilk çeyreğine göre gerilese de yatırımlardaki büyümeyle de desteklenmiştir.

#### Üretim Yönünden Değerlendirme

Sektörler	Sektörel Büyüme Hızları (%) (1987 Fiyatlarıyla)					
	2004 Yıllık	2005 Yıllık	2005 II. Çeyrek	2006 II. Çeyrek	2005 Altı Aylık	2006 Altı Aylık
Tarım	2,0	5,6	8,2	-1,1	6,9	1,3
Sanayi	9,3	6,5	3,9	10,5	5,1	7,7
İnşaat	4,6	21,5	25,4	13,7	23,3	19,3
Ticaret	12,8	7,4	5,0	7,3	5,9	7,2
Ulaştırma ve Haberleşme	6,8	8,8	4,7	4,3	5,7	3,8
Mali Kuruluşlar	1,1	-0,2	0,3	-1,3	0,5	-0,9
Konut sahipliği	1,8	1,5	1,4	2,1	1,3	2,1
Serbest Meslek ve Hizmetler	8,0	7,4	5,5	4,4	6,1	4,6
Devlet Hizmetleri	1,2	0,8	1,3	7,3	0,5	1,9
Kar Amacı Olmayan Kuruluşlar	0,2	-0,2	0,1	1,1	-0,6	1,1
İthalat Vergisi	26,2	12,2	8,8	13,1	8,7	14,2
GSYİH	8,9	7,4	5,5	7,5	6,0	7,0
GSMH	9,9	7,6	4,7	8,5	6,0	7,5

Kaynak : TÜİK

%24,6 payı olan ticaret sektöründeki %7,3'lük büyümenin katkısı 1.8; %13 payı olan ulaştırma ve haberleşme sektöründeki %4,3'lük büyümenin katkısı 0.58 puan olmuştur. GSYİH içindeki payı düşük olsa da özellikle 2005 yılında yüksek oranda büyüyen inşaat sektörü büyümesi, 2006 yılının ikinci çeyreğinde yavaşlamış ve

Yılın ikinci çeyreklik döneminde tarım ve mali kuruluşlar sektörlerinde gerçekleşen sırasıyla %1,1'lik ve %1,3'lük küçülme dışında diğer sektörlerde büyüme kaydedilmiştir. GSYİH'nin yüksek oranda büyümesine GSYİH içerisinde payları büyük olan ve yüksek oranlarda büyüyen sanayi ve ticaret sektörü ile ulaştırma, haberleşme sektörlerindeki güçlü büyüme performanslarının katkısı olmuştur. GSYİH içinde %33 oranında payı bulunan sanayi sektörü %10,5 büyüyerek büyümeye 3.4 puan ile en fazla katkıyı sağlayan sektördür. Sanayi sektörünün başarılı performansının da etkisiyle GSYİH'de

%13,7 olarak gerçekleşmiştir. Mayıs ve Haziran aylarında piyasalarda yaşanan dalgalanmanın ardından yükselen konut kredisi faiz oranlarının etkisiyle konuta yönelik talebin gerilemesi inşaat sektöründeki büyümeyi etkilemiştir. Döviz kurlarındaki yükselişe rağmen ithal aramalı kullanımının yaygınlığı nedeniyle aramalı ithalatındaki artış ve ithal tüketim mallarına olan talebin güçlü seviyelerini koruması ile ithalat artmaya devam etmektedir. İthalattaki bu hızlı artışla birlikte ithalat vergileri de %13,1 büyüyerek büyümeye 0.95 puan katkı yapmıştır.

Yılın ikinci üç aylık döneminde konut sahipliği %2,1; serbest meslek ve hizmetler %4,4 oranında büyümüştür.

#### Harcamalar Yönünden Değerlendirme

Harcamalar Yönünden Değerlendirme (1987 Fiyatlarıyla)						
Harcama Bileşenlerinin Yıllık Büyüme Oranları (%)						
Harcama Bileşenleri	2004 Yıllık	2005 Yıllık	2005 II. Çeyrek	2006 II. Çeyrek	2005 Altı Aylık	2006 Altı Aylık
Özel Nihai Tüketim Harcamaları	10,1	8,8	3,9	10,1	4,0	9,4
Gıda ve İçki	2,8	8,2	8,6	6,2	6,0	6,8
Dayanıklı Tüketim Malları	29,7	15,0	2,9	15,9	3,0	14,6
Yarı Dayanıklı ve Dayanaksız Tüketim Malları	18,8	12,9	3,0	21,6	6,1	16,8
Enerji, Ulaştırma, Haberleşme	0,3	-0,1	-4,1	3,7	-1,9	3,0
Hizmetler	9,3	7,8	5,0	5,9	5,7	5,6
Konut Sahipliği	1,8	1,5	1,4	2,1	1,3	2,0
Devletin Nihai Tüketim Harcamaları	0,5	2,4	4,0	18,0	4,2	13,5
Gayrisafı Sabit Sermaye Oluşumu	32,4	24	20,0	10,9	15,8	19,0
Kamu Sektörü	-4,7	25,9	30,2	-11,3	30,4	1,0
Özel Sektör	45,5	23,6	18,4	14,8	14,1	21,5
Stok Değişimleri	14,7	-30,3	-5,5	2,6	-0,6	-17,9
Mal ve Hizmet İhracatı	12,5	8,5	6,7	4,3	10,1	3,9
Mal ve Hizmet İthalatı	24,7	11,5	9,1	10,0	9,8	9,2
GSYİH	8,9	7,4	5,5	7,5	6,0	7,0
GSMH	9,9	7,6	4,7	8,5	6,0	7,5

Kaynak : TÜİK

2006 yılının ikinci çeyreğinde büyümeye en fazla katkı sırasıyla özel tüketim harcamaları, özel sektör yatırımları ve devlet harcamalarından gelmiştir. İthalattaki yüksek oranlı büyüme nedeniyle net ihracat rakamının ise büyümeyi daraltıcı etkisi olmuştur. GSYİH içinde %63,7 oranında payı olan özel tüketim harcamaları ilk çeyrekteki %8,6'lık büyümenin ardından, ikinci çeyrekte %10,1 gibi yüksek bir oranda büyüyerek büyümeye 6.4 puan katkı

yapmıştır. Tüketim harcamaları içinde en fazla büyüme %21,6 ile yarı dayanıklı ve dayanaksız tüketim malları harcamalarında gerçekleşirken, dayanıklı tüketim malları harcamaları %15,9; tüketim harcamaları içerisinde %31,6 ile en yüksek paya sahip gıda harcamaları %6,2 büyümüştür. Enerji, ulaştırma, haberleşme harcamaları %3,7 büyürken, hizmetler için yapılan harcamalar %5,9; konut sahipliği harcamaları %2,1 büyümüştür. Geçen yılın aynı dönemine göre devletin nihai tüketim harcamaları da yüksek oranda büyümüş ve büyümeye 1.1 puan katkı yapmıştır. Devletin maaş ve ücret harcamaları %2,2 büyürken, diğer cari harcamalar %41,2 gibi yüksek bir oranda büyümüştür. Söz konusu büyüme 2001 krizinin ardından ulaşılan en yüksek büyüme oranıdır. Harcamalar tarafında dikkat çekici diğer bir gelişme, 2004 yılından itibaren yaklaşık %30 oranında, 2006 yılının ilk çeyreğinde de %31,7 oranında büyüyen gayrisafı sabit sermaye oluşumunun, yılın ikinci çeyreğinde büyüme hızının %10,9'a gerilemesidir. Bu büyüme oranı ile GSYİH içerisinde %31,9 payı bulunan yatırım harcamaları büyümeye 3,5 puan katkı yapmıştır. Gayri safi sabit sermaye yatırımlarının alt kalemleri incelendiğinde en fazla katkının (2.3 puan) %11 oranında büyüyen özel sektörün makine teçhizat yatırımlarından geldiği görülmektedir. Ancak özel sektörün makine teçhizat yatırımlarının katkısı 2003 yılından bu yana 2004 yılının son çeyreği ile 2005 yılının ilk çeyreği haricinde kaydedilen en düşük katkıdır. Mevsimsel olarak özel sektör makine teçhizat yatırımlarının en fazla büyüme kaydettiği bu dönemde, özel sektör yatırımlarının düşük denebilecek bir oranda büyümesi, yatırımların hız kestiğine yönelik bir işaret olarak algılanmalıdır. Mevsimsel etkilerden arındırılarak incelendiğinde yılın ilk çeyreğinden bu yana yatırım harcamalarının bir miktar gerilediği görülmektedir. Özel sektörün bina inşaatları ise %26,3 oranında büyüyerek 1.7 puan katkı sağlamıştır. Özel sektör yatırımları daha önceki dönemlerle kıyaslandığında düşük hızla da olsa devam ederken, toplam yatırımlar içerisinde %11,7 oranında payı olan kamu yatırımlarının %11,3 oranında daraldığı ve büyümeyi 0.5 puan düşürdüğü dikkat çekmektedir. Kamunun makine teçhizat yatırımları %22,4; bina inşaatı yatırımları %6,4; bina dışı inşaat yatırımları ise %6,5 oranında daralmıştır.

Özel sektör yatırım harcamalarında görece olarak bir düşüş görülürken, yılın ikinci çeyreklik döneminde büyümenin kaynaklarından biri olan verimlilikte artışın sürdüğü görülmektedir. Söz konusu dönemde çalışan kişi başına üretim (emek verimliliği) %10,6; çalışılan saat başına üretim (kısmi verimlilik) ise %10,9 artmıştır.

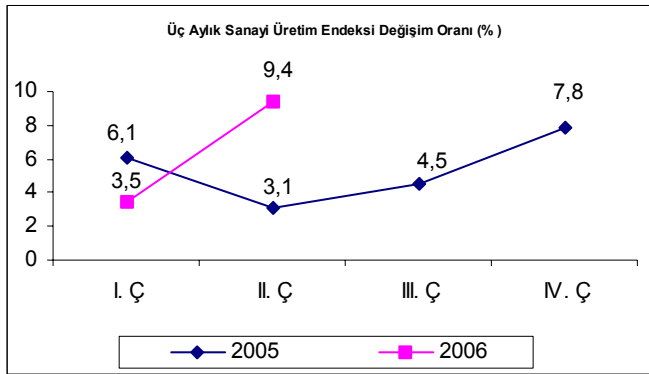
Özel sektör yatırım harcamalarındaki bu düşüş eğilimiyle birlikte, verilen yatırım teşvik belgelerinin sayısında Haziran ayından bu yana geçen yıla göre gerileme görülmektedir. Yılın ikinci çeyreğinde ticari amaçlı binalar için verilen ruhsatlar da geçen yılın aynı dönemine göre %5,7 oranında gerilemiştir.

2006 yılının ilk çeyreğinde %5,3 olan stok değişimlerinin GSYİH'deki payı, ikinci çeyrekte %10,8'e yükselmiş ve büyümeye katkısı 0.3 puan olarak gerçekleşmiştir.

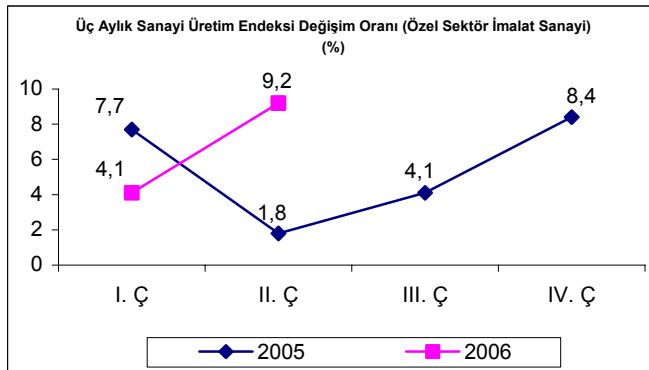
Mayıs ve Haziran aylarında piyasalarda yaşanan dalgalanmaya ve YTL'deki değer kaybına rağmen ihracatın ithalatın altında büyümesi neticesinde, net mal ve hizmet ihracatı büyümeyi 3.7 puan daraltmıştır. Türkiye ekonomisinde sanayinin ithalata bağımlı yapısı nedeniyle ihracat artışı ithalat artışına da yol açmaktadır. İthalattaki bu hızlı artış dış ticaret dengesini bozmakta, cari işlemler açığının da önemli oranda büyümesine neden olmaktadır. Cari işlemlerde ortaya çıkan yüksek açık, piyasalarda Mayıs ve Haziran ayında yaşanan dalgalanma ve 22 Eylül'de yaşanan dalgalanmanın da ortaya çıkardığı gibi Türkiye'nin global dalgalanmalar karşısında kırılganlığını artırmaktadır. Türkiye ekonomisinin bu yapısının değiştirilmesine yönelik yapılacak reformların bir an önce hayata geçirilmesinin önemi son yaşanan dalgalanmalarda bir kez daha hissedilmiştir. İşgücünün ithal edilen aramaları ve katma değeri yüksek ürünleri üretir duruma getirilmesi için gerekli donanım kavuşturulması amacıyla eğitim sisteminin değiştirilmesi, istihdam üzerindeki vergi ve yüklerin dünyada rekabet edilen ülkelerle aynı düzeye çekilmesi, araştırma geliştirme çalışmalarına ağırlık verilerek yeni teknolojilerin yakından takip edilmesinin teşvik edilmesi, sanayi envanteri çıkarılarak ülke için yüksek katma değer yaratacak sektörlerin belirlenmesi ve bu sektörlerde faaliyet gösterecek firmalara gerekli teşvik ve desteğin sağlanması gibi reform çalışmalarına hız kazandırılması bu süreçte önemli adımlar olacaktır. Ancak sözkonusu reformların etkileri uzun vadede hissedilebilecektir.

Türk sanayinin cari açığı büyüyen ithalata dayalı yapısını değiştirmek için Eylül ayı sonunda Hükümet yetkilileri tarafından bir önlem paketi hazırlandığı açıklanmış ve bunun bir an önce hayata geçirileceği belirtilmiştir. Sözkonusu pakette ithal aramalarının Türkiye'de üretimini öngören yatırımlar olmak üzere özel sektör yatırımlarını teşvik etmek, otomotiv, Ar-Ge, yazılım, madencilik, petrol arama ve turizm sektörlerine verilecek destekler, büyük yatırımlara entegre olacak aramalı üreticilere yatırım büyüklüğü dikkate alınmaksızın kurumlar vergisinin %14 oranında uygulanması yapılması planlananlar arasındadır.

### ► İkinci Çeyrek Sanayi Üretim Endeksi



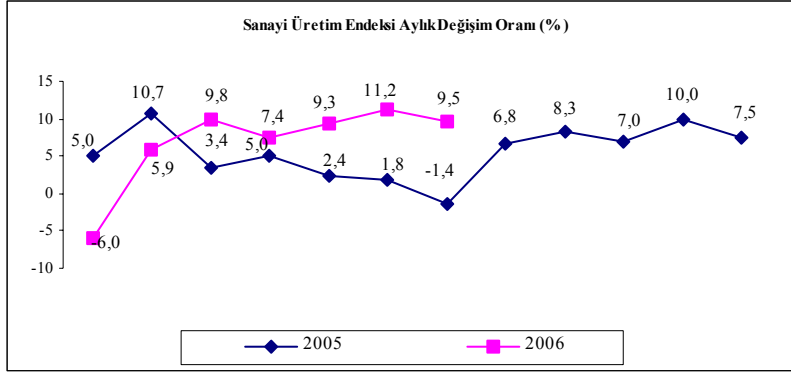
Sanayi üretim endeksi (1997=100), yılın ikinci üç aylık döneminde bir önceki yılın aynı dönemine göre %9,4 oranında artarak 143,8 olarak gerçekleşmiştir. Yılın ikinci üç aylık dönemde sanayi üretim endeksinin yüksek oranlı artışında geçen yılın aynı döneminde endeksin görece düşük bir oranda %3,5 artmasının yarattığı baz etkisinin de katkısı olmuştur. Sanayi üretim endeksinde %86,92 oranındaki payıyla endeksin seyrini belirleyen imalat sanayiinde %9,4'lük; madencilik sektöründe %9,5'lik; elektrik, gaz ve su sektörlerinde ise %9'luk üretim artışları gerçekleşmiştir.



Yılın ikinci üç aylık döneminde sanayi üretiminde geçen yılın aynı dönemine göre kaydedilen yüksek performans, imalat sanayiinde de yaşanmıştır. 2005 yılının ikinci çeyreğinde %1,8 oranında üretim artışı kaydeden özel sektör imalat sanayii, 2006 yılının aynı döneminde %9,2 oranında üretim artışı gerçekleştirmiştir. Kamuda ise %10,6 oranında üretim artışı yaşanmıştır.

Sektörler itibariyle üretim artışları incelendiğinde, plastik-kauçuk, metal eşya ve radyo, TV, haberleşme araçları sektörleri dışındaki diğer tüm sektörlerde üretim artışlarının sürdüğü görülmektedir. Özellikle kimya, ana metal, makine teçhizat, metalik olmayan diğer mineral maddeler, makine teçhizat ve taşıt araçları gibi endekste ağırlıkları fazla olan sektörlerdeki üretim artışları ile endeksteki ağırlıkları fazla olmasa da sırasıyla %208,2, %53,4 ve %45,2 oranında üretim artışı kaydeden büro, muhasebe ve bilgi işlem makineleri, diğer ulaşım araçları ve mobilya sektörlerindeki üretim artışları endeksteki yükselişe katkı sağlayan faktörler olmuştur.

### ► Temmuz Ayı Sanayi Üretim Endeksi



2005 yılı Temmuz ayında %1,4 gerileyen sanayi üretim endeksi, Temmuz 2006 döneminde önceki yılın aynı ayına göre %9,5 artarak 143,1'e; imalat sanayi üretim endeksi ise %9,5 artarak 141,1'e yükselmiştir. Mevsimsel etkilerden arındırılarak yapılan değerlendirmede de Şubat ayından bu yana sanayi üretimindeki artışın sürdüğü görülmektedir.

İKTİSADİ FAALİYET KOLLARI	TEMMUZ				OCAK-TEMMUZ			
	Endeks	Değişim	Endeks	Değişim	Endeks	Değişim	Endeks	Değişim
	2006	2005	2006	2005	2006	2005	2006	2005
Toplam Sanayi	143,1	9,5	130,6	-1,4	135,4	7,0	126,6	3,6
Madencilik	116,8	13,6	102,8	2,0	94,0	8,0	87,0	16,9
İmalat Sanayi	141,1	9,5	128,8	-2,6	134,9	6,7	126,4	2,8
Elektrik, Gaz ve Su	179,5	7,9	166,3	8,2	165,8	8,8	152,4	6,8

KAYNAK : TÜİK

Temmuz 2006 döneminde endeksin %90'a yakın bölümünü oluşturan imalat sanayi sektöründe %9,5 oranında üretim artışı olurken, madencilik sektörü üretimi %13,6, elektrik, gaz ve su sektörü üretimi %7,9 artmıştır. Temmuz ayında sanayi üretim endeksinin yüksek oranlı artışında, sektörlerde yaşanan canlılık yanında, geçen yılın aynı ayında sanayi üretim endeksinin %1,4 oranında gerilemesinin yarattığı baz etkisinin de etkili olduğu görülmektedir. Sanayi üretimi geçen yılın Mart ayından itibaren düşmeye başlamış, Temmuz 2005'te %1,4 gerilemesinin ardından Ağustos'tan itibaren yıl sonuna kadar da yüksek oranlarda artmıştı. Üretim artışında baz etkisinin yanında YTL'nin değer kaybetmesiyle birlikte artan ihracatın da katkısı olmuştur. Ağustos ayından itibaren baz etkisinin ortadan kalkacak olması ve Mayıs, Haziran aylarında piyasalarda yaşanan dalgalanmanın etkisiyle yükselen faiz oranları ve yurtiçi tüketici beklentilerindeki bozulma paralelinde iç talepte ortaya çıkabilecek daralmanın, önümüzdeki aylarda sanayi üretimi artış hızında bir yavaşlamaya neden olması mümkün görünmektedir.

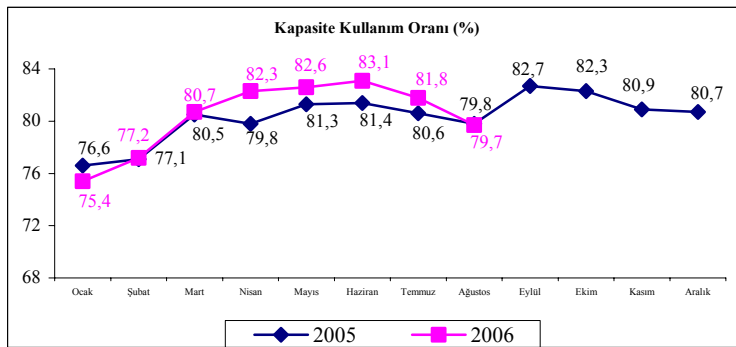
Sektörler	İmalat Sanayi Endeksi Sektör Ağırlığı (%)	Yıllık Değişim Oranı (%)			
		Temmuz Ayı		Yedi Aylık Ortalama	
		2006	2005	2006	2005
Petrol Ürünleri	14,48	4,5	1,0	-1,5	-4,5
Tekstil	10,88	2,9	-17,3	-4,2	-12,6
Gıda	10,64	13,4	-1,9	8,2	3,0
Kimyasal Madde	10,34	9,0	-5,5	14,7	3,7
Ana Metal Sanayi	8,9	13,6	1,7	9,1	4,2
Metalik Olm. Diğ. Mineral	6,85	10,7	5,3	11,5	11,9
Taşıtlı Araçlar	6,27	27,1	-14,4	12,5	6,8
Makine Teçhizat	5,76	13,8	-15,2	20,5	-3,9
Giyim	5,42	-2,6	-12,1	-4,9	-9,5
Plastik-Kauçuk	3,41	-8,8	21,4	-10,1	18,6
Metal Eşya San. (Mak. Teç.Hariç)	3,39	20,1	31,7	4,4	38,2
Elektrikli makineler	3,22	100,3	-7,1	24,7	16,4
Mobilya	1,3	-4,4	52,2	22,0	28,8
Diğer Ulaşım Araçları	1,07	22,0	-17,7	42,0	-3,1
Büro, Muh. Bilgi İş.Mak.	0,05	152,2	94,8	151,4	7,7

**KAYNAK : TÜİK**

Temmuz ayında imalat sanayi içerisinde değerlendirilen 22 alt sektörden radyo, TV, haberleşme teçhizatı ve cihazları (-%41,1), tıbbi, hassas, optik aletler (-%21,3), plastik-kauçuk (-%8,8), mobilya (-%4,4) ve giyim (-%2,6) olmak üzere beş sektörde üretim gerilemesi yaşanırken, 17 alt sektörde üretim artmıştır. Endekste ağırlıkları fazla olan gıda, kimya, ana metal, metalik olmayan diğer mineral maddeler, taşıtlı araçları, makine-teçhizat, metal eşya gibi sektörlerdeki yüksek üretim artışları yanında büro, muhasebe, bilgi işlem makineleri ile elektrikli makine ve cihazlar sektörlerindeki %100'ün üzerinde gerçekleşen üretim artışları endeksteki yükselişe önemli katkı sağlamıştır. Tüketim malı üreten sektörler arasında ara malı ve hammadde sağlayan kimya ve ana metal sanayi sektörlerindeki yüksek üretim artışları, tüketim harcamaları ile ilgili; makine teçhizat, büro, muhasebe, bilgi işlem makinelerindeki yüksek üretim artışları da yatırım harcamaları ile ilgili olumlu işaretler veren gelişmelerdir.

2005 yılının ilk yedi aylık döneminde %3,6 artan sanayi üretim endeksi, 2006 yılının aynı döneminde %7 artmıştır. Yedi aylık dönemde 6 sektörde üretim gerilemesi yaşanırken, 16 sektörde üretim artışı gerçekleşmiştir. Radyo, TV, haberleşme teçhizatı ve cihazları (-%13), plastik-kauçuk (-%10,1), kağıt (-%6,6), giyim (-%4,9), tekstil (-%4,2) ile kok kömürü ve rafine edilmiş petrol ürünleri (-%1,5) sektörlerinde üretim gerilemesi yaşanırken, tütün, deri, ağaç ve mantar ürünleri, kimya, metalik olmayan diğer mineral maddeler, makine-teçhizat, büro, muhasebe, bilgi işlem makineleri (%151,4), elektrikli makine ve cihazlar, motorlu kara taşıtları, diğer ulaşım araçları ve mobilya sektörlerinde %10'un üzerinde; gıda, basım-yayım, ana metal, metal eşya ile tıbbi, hassas ve optik aletlerde ise bu oranın altında olmak üzere 16 sektörde üretim artışları yaşanmıştır. Söz konusu sektörlerde yüksek üretim artışı gerçekleşmesinde, geçen yıl üretim artışlarının düşük oranlarda gerçekleşmesinin yarattığı baz etkisinin rolü olduğu görülmektedir.

#### ► Ağustos Ayı Kapasite Kullanım Oranları



konjonktürel olarak Ağustos ayında bir gerilemenin söz konusu olduğu; Eylül ayında yükseldiği görülmektedir. Bu yüzden, geçen yılki seviyesinden yüksek olsa da, kapasite kullanım oranının Haziran ayından itibaren bir düşüş trendinde olduğu yorumunu yapmak için erken olduğu kanaatindeyiz.

2005 yılı Ağustos ayında %79,8 olan üretim değeri ağırlıklı kapasite kullanım oranı, Ağustos 2006 döneminde kamu sektöründe %94; özel sektörde %77,3 olmak üzere toplam %79,7 olarak gerçekleşmiştir. Mevsimsel etkilerden arındırıldığında da kapasite kullanım oranının Şubat ayından itibaren %80'in üzerine çıktığı, Ağustos ayında ise %80'in altına düştüğü görülmektedir. Ancak, kapasite kullanım oranının uzun süreli eğilimi incelendiğinde,

Seçilmiş Bazı Sektörlerde Kapasite Kullanım Oranları (%)				
	Ağustos 2005	Ağustos 2006	2005 Ocak-Ağustos	2006 Ocak-Ağustos
İmalat Sanayii	79,8	79,7	79,6	80,4
Gıda	71,9	71,2	69,9	70,2
Tekstil	78,9	79,8	80,9	80,4
Giyim	82,1	82,4	82,0	81,6
Kok Köm.Raf.Edil.Petrol Ürün.	94,6	96,7	90,0	90,2
Kimyasal Madde	76,5	77,5	73,8	77,6
Plastik Kauçuk	78,1	81,4	80,7	80,3
Metalik Olm.Diğ.Mineral Mad.	86,0	87,2	81,7	83,0
Ana Metal	80,9	85,6	82,7	83,3
Metal Eşya (Mak.Teç.Hariç)	71,4	74,8	75,0	76,0
B.Y.S. Makine ve Teçhizat	76,8	76,5	72,7	77,6
Büro Muh.ve Bil.İşl.Mak.	90,4	82,2	85,9	84,0
Elektrikli Makine Cihazlar	72,8	76,0	76,6	78,6
Taşıt Araçları ve Karoseri	75,3	70,5	82,2	84,1
Diğer Ulaşım Araçları	80,1	84,2	79,5	80,1
Mobilya	83,7	85,0	84,6	84,1

**Kaynak : TÜİK, Hazine Müsteşarlığı**

2006 Ağustos ayında son bir yıllık süreçte, 22 alt sektörden 6'sının kapasite kullanım oranlarında düşüş görülürken, 16'sının kapasite kullanım oranı yükselmiştir. Bir yıllık süreçte gıda, tütün, deri, kağıt ve kağıt ürünleri, makine-teçhizat ve taşıt araçları sektörlerinin kapasite kullanım oranları düşerken; tekstil, giyim, ağaç ve mantar ürünleri, basım-yayım, kok kömürü ve rafine edilmiş petrol ürünleri, kimya, plastik-kauçuk, metalik olmayan diğer mineral maddeler, ana metal sanayi, metal eşya, büro, muhasebe, bilgi işlem makineleri, elektrikli makine ve cihaz, radyo, TV, haberleşme araçları, tıbbi, hassas, optik aletler, diğer ulaşım araçları ve mobilya sektörlerinin kapasite kullanım oranları yükselmiştir. 2006 Ağustos ayında on sektörde kapasite kullanım oranları %80'in üzerinde iken, oniki sektörde %80'in altına düşmüştür.

Tam Kapasite Çalışmama Nedenleri (%)		
	Ağustos Ayı	
	2006	2005
İç Pazarda Talep Yetersizliği	44,5	46,7
Dış Pazarda Talep Yetersizliği	19,5	21,7
Mali İmkansızlık	3,9	3,8
Yerli Mallarda Hammadde Yetersizliği	4,5	3,6
İthal Mallarda Hammadde Yetersizliği	2,3	2,4
İşçilerle İlgili Meseleler	1,8	1,8
Enerji Yetersizliği	1,2	0,8
Diğer Nedenler	22,3	19,2

**Kaynak: TÜİK**

Aylık İmalat Sanayi Eğilim Anketi sonuçlarına göre tam kapasite ile çalışmama nedenleri arasında iç pazarda talep yetersizliği, dış pazarda talep yetersizliği ve ithal mallarda hammadde yetersizliğinin etkileri azalırken, diğer nedenlerin etkilerinin değişmediği ya da biraz arttığı görülmektedir.

İşyerlerinin Mevcut ve Beklenen Durumu (Ağustos 2006)		
Konu	Mevcut	Beklenen
	Durum (%)	Durum (%)
Üretim Miktarı	-4.1	9.9
Yurtiçi Satışlar	0.4	8.6
Satış Fiyatları	0.1	0.2
Hammadde Fiyatları	0.7	0.7

**Kaynak: TÜİK**

“İmalat Sanayiinde Eğilimler Anketi”ne katılan işyerleri, 2006 yılı Ağustos ayında üretim miktarının azaldığını; yurtiçi satışlar, satış ve hammadde fiyatlarının çok düşük oranda arttığını belirtmişlerdir. Eylül ayı için ise katılımcılar, üretim miktarının ve yurtiçi satışların sırasıyla %9,9 ve %8,6 oranında artacağını beklemektedirler.



► **İşgücü Piyasasındaki Gelişmeler**

Kurumsal Olmayan Sivil Nüfusun İşgücü Durumu					
	2004 Yıllık	2005 Yıllık	2005 Haziran	2006 Haziran	2005 Haziran-2006 Haziran Değişim Oranı (%)
Kurumsal Olmayan Sivil Nüfus (000)	70.556	71.611	71.558	72.567	1,4
15 ve Daha Yukarı Yaştaki Nüfus (000)	49.906	50.826	50.777	51.647	1,7
İşgücü (000)	24.289	24.565	25.363	25.445	0,3
İstihdam (000)	21.791	22.046	23.058	23.200	0,6
İşsiz (000)	2.498	2.520	2.305	2.245	-2,6
İşgücüne Katılma Oranı(%)	48,7	48,3	50,0	49,3	-1,4
İstihdam Oranı (%)	43,7	43,4	45,4	44,9	-1,1
İşsizlik Oranı(%)	10,3	10,3	9,1	8,8	-3,3
Tarım Dışı İşsizlik Oranı(%)	14,3	13,6	12,5	11,5	-8,0
Eksik İstihdam Oranı(%)	4,1	3,3	3,2	3,8	18,8
İşgücüne Dahil Olmayanlar (000)	25.616	26.260	25.413	26.202	3,1

Kaynak : TÜİK

TÜİK tarafından (hareketli üçer aylık dönemler esas alınarak) her ay açıklanan işgücü istatistiklerinin “2006 yılı Mayıs, Haziran ve Temmuz ayı verilerinden oluşturulan ve Haziran ayı olarak açıklanan” sonuçlarına göre, sözkonusu dönemde işsizlik oranı bir önceki dönemde olduğu gibi %8,8 olarak gerçekleşmiştir. 2005 yılının aynı döneminde işsizlik oranı %9,1 düzeyindeydi. Haziran 2006 döneminde tarım dışı işsizlik oranı da geçen yılın aynı dönemine göre 1 puan gerilemiş ve Mayıs döneminde olduğu gibi %11,5 olarak gerçekleşmiştir. Sözkonusu dönemde çalışma çağındaki nüfus geçen yılın aynı dönemine göre 870 bin kişi artarak

51milyon 647 bin kişiye ulaşırken, işgücüne dahil olmayanların sayısı 789 bin kişi artmıştır. İstihdam edilenlerin sayısı ise 142 bin kişi artarak 23 milyon 200 bin kişiye ulaşmıştır. İşgücüne dahil olan 82 bin kişiyle birlikte 142 bin kişinin istihdam edilmesiyle işsiz sayısında 60 bin kişilik azalma meydana gelmiştir.

Tarım sektöründeki dönüşüm süreciyle birlikte sektör istihdamı azalmaya devam etmektedir. Haziran 2006 döneminde tarım sektöründe çalışan sayısı 715 bin kişi azalmış, tarım dışı sektörlerde çalışan sayısı ise 857 bin kişi artmıştır. Çalışanların %29,2’si tarım, %18,8’i sanayi, %6,1’i inşaat, %45,9’u ise hizmetler sektöründe istihdam edilmiştir. 2005 yılının aynı dönemine göre tarım sektöründeki istihdam 3.3 puan azalırken, hizmetler sektörü istihdamı 2.5 puan artmıştır.

Haziran 2006 döneminde işgücüne katılma oranı ise geçen yıla göre 0.7 puan azalarak %49,3 olarak gerçekleşmiştir. Tarım sektöründeki daralmayla birlikte büyük ölçüde tarım sektöründeki kayıtdışılığın azalmasıyla, kayıtdışı istihdam oranı bir önceki yılın aynı dönemine göre 2 puanlık azalışla %50,3 olarak gerçekleşmiştir.

► **Üretimle İlgili Gelişmeler**

Mayıs-Haziran döneminde yaşanan dalgalanmanın ardından faiz ve kurlarda yaşanan artışın iç talebi yavaşlatması ve artan üretim maliyetlerinin de etkisiyle sanayi üretimi artışında düşüşe yol açması beklenirken, Ağustos ayı itibariyle alınan veriler, sanayi üretiminde güçlü seyrin devam ettiğini göstermektedir. Sanayi üretim endeksi Temmuz ayında %9,5 artarken, üretim değeri ağırlıklı kapasite kullanım oranı Ağustos ayı itibariyle geçen yılın aynı ayı ile hemen hemen aynı oranda gerçekleşmiştir.

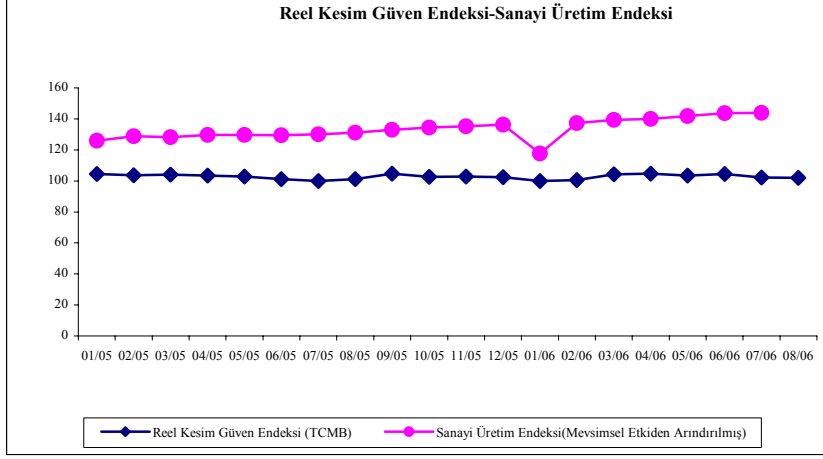
İhracat rakamları da üretimdeki artışın devam ettiğine işaret etmektedir. TÜİK verilerine göre ihracat Ağustos ayında %19,4 oranında artmıştır. TİM verilerine göre ise Eylül ayında ihracatta %10,5’lik bir artış gerçekleşmiştir. Türkiye’nin en önemli ihracata pazarı olan AB ülkelerindeki güçlü büyüme verileri de olumlu yurt dışı talep koşullarının devam ederek ihracatı sürükleyeceği ve ihracatın üretime verdiği desteğin devam edeceği yönündeki beklentileri artırmaktadır.

Üretim sürecinin yavaşlayacağına dair en belirgin işaret yatırım tarafından gelmektedir. Yılın ikinci çeyreklik döneminde %11 büyüyen özel kesim makine teçhizat yatırımları, hem 2006 yılının ilk çeyreklik dönemine, hem de geçen yılın aynı dönemine göre düşmüştür.

Ağustos ayında sermaye malları ithalatı artış hızı belirgin ölçüde yavaşlamış ve geçen yılın aynı ayına göre artış %3,4 olarak gerçekleşmiştir. 2002 yılında %21, 2003 yılında %34,8, 2004 yılında %53,6, 2005 yılında %17 oranında artan sermaye malları ithalatı artışı, 2006 yılının ilk dört aylık döneminde ortalama %20,6 olarak gerçekleşirken, 2006 Mayıs ayından itibaren daha düşük oranlarda artmaya başlamış ve yılın ikinci dört aylık

döneminde artış oranı %4,1'e gerilemiştir. Yatırım için gerekli sermayenin önemli bölümünün ithal edildiği dikkate alındığında, yatırım harcamalarının Mayıs ayından bu yana yavaşladığı sonucuna ulaşmak mümkündür.

Üretim sürecinin devamı için gerekli aramalı ihtiyacının önemli oranda ithal aramallarıyla sağlanması nedeniyle, aramaları ithalatının seyriinde belirgin bir değişiklik görülmemektedir. Temmuz 2006'da %22,7 olan ara malı ithalatının yıllık artış oranı, Ağustos 2006'da %22,1 olarak gerçekleşmiştir.



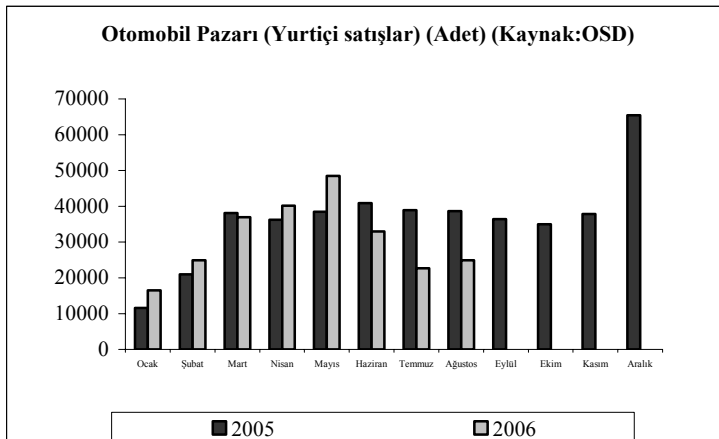
Üreticilerin, ekonominin bugünü ve geleceğine yönelik değerlendirmelerinin izlenmesine ve yatırım kararlarının ne yönde oluşacağına yönelik tespitler yapmaya imkan veren göstergelerden biri olan TCMB tarafından hazırlanan "Reel Kesim Güven Endeksi" Ağustos ayında bir önceki yılın aynı dönemine göre 0.7 puan artmış; bir önceki aya göre ise 0.2 puan azalarak 101.9 olarak gerçekleşmiştir. Temmuz ayına kıyasla incelendiğinde,

başta iç pazara satılan mal hacmi eğilimi olmak üzere ihracat imkanları, üretim hacmi ve yatırım harcaması beklentileri ile toplam sipariş eğiliminin endeksi azaltan kalemler olduğu; genel gidişat konusundaki görüşler, hammadde ve mamul mal stok miktarı eğilimlerinin ise endeksi belirgin biçimde artırdığı görülmektedir. Toplam istihdam beklentisi de endeksi olumlu etkilemiştir. Bir önceki yılın Ağustos ayı ile kıyaslandığında, üretim hacmi beklentisi ile mamul mal stok miktarı eğiliminin endeksi azaltıcı yönde etkisi olurken, belirgin şekilde artan hammadde stok eğilimi ile toplam sipariş eğilimi, genel gidişat konusundaki görüşler ve ihracat imkanları beklentisindeki artışlar, endeksi olumlu yönde etkilemiştir. Diğer kalemlerde ise önemli bir değişiklik olmamıştır.

TCMB tarafından hazırlanan Bileşik Öncü Göstergeler Endeksi de Ağustos ayına göre 0.5 puan gerileyerek 149,3 olarak gerçekleşmiştir.

### ► Taleple İlgili Gelişmeler

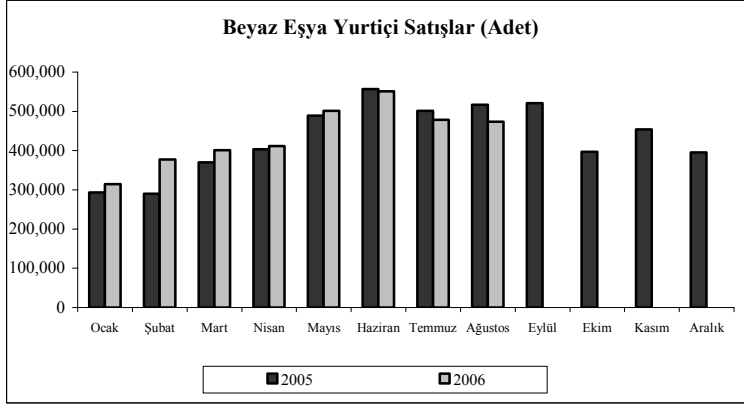
Yılın ilk üç aylık döneminde nihai tüketim harcamaları sabit fiyatlarla %8,4 oranında büyürken, ikinci üç aylık dönemde %10,1 oranında büyümüştür. Piyasalarda yaşanan dalgalanmaya rağmen tüketim harcamalarının yılın ikinci çeyreğinde de yüksek oranda büyümeye devam etmesi, iç talebin oldukça canlı olduğunu göstermektedir. Temmuz ayı sanayi üretim endeksi verileri sektörel bazda incelendiğinde, tüketim malı üreten sektörlerde aramalı ve hammadde sağlayan kimya ve ana metal sanayi sektörlerindeki yüksek üretim artışları tüketim artışının sürdürülmesine yönelik bir göstergedir.



Bu genel çerçevenin ardından iç taleple ilgili gösterge olabilecek otomobil satışları, beyaz eşya satışları ve tüketici kredileri gibi veriler incelendiğinde, piyasalarda Mayıs ve Haziran ayında yaşanan dalgalanmanın ardından, incelenen göstergelerin artış oranlarında bir gerileme olduğu görülmektedir. Aşağıdaki grafikten de görüldüğü gibi, otomobil satışları Haziran ayından itibaren geçen yılın altında gerçekleşmiştir. Haziran ayında geçen yılın aynı dönemine göre %19,4 gerileyen otomobil satışları, Temmuz'da



%41,9; Ağustos'ta %35,6 gerilemiştir. Otomobil ithalatında da yılın ilk sekiz ayı itibariyle geçen yılın aynı dönemine göre %5 oranında gerileme olduğu görülmektedir. Sözkonusu gerileme büyük oranda Mayıs ayında yaşanan dalgalanmanın ertesinde, faiz oranlarındaki yükseliş ve YTL'deki değer kaybıyla artan fiyatlardan kaynaklanmıştır.

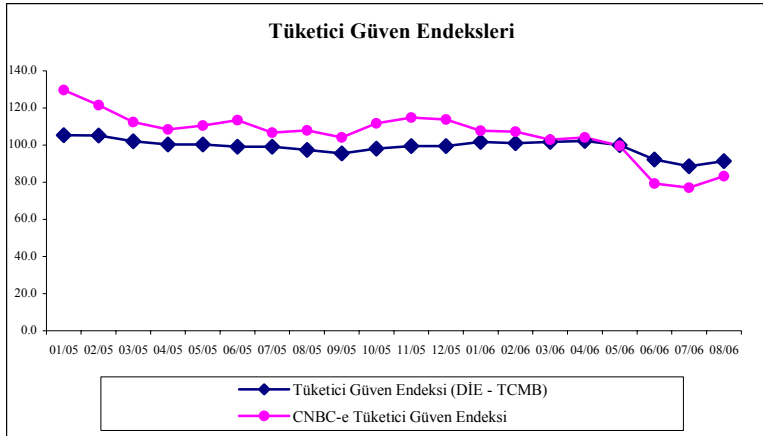


Bu yılın Haziran ayına kadar geçen yıla göre daha yüksek olan yurtiçi beyaz eşya satışları, Haziran ayından itibaren geçen yılın altında gerçekleşmiştir. Haziran ayında geçen yılın aynı ayına göre %1; Temmuz ayında %4,6 oranında gerileyen beyaz eşya yurtiçi satışları Ağustos ayında da gerilemeye devam etmiştir. Haziran ayından itibaren beyaz eşya satışlarındaki gerilemeyle beraber ilk sekiz aylık dönemdeki yurtiçi satış artışı %1 gibi sınırlı bir oranda gerçekleşmiştir. Beyaz eşya yurt içi satışlarında yaşanan

bu durgunluğa karşın ithalatta artışın bir miktar hız kaybetse de devam ettiği görülmektedir. Mayıs ayında %103 artan beyaz eşya ithalatı, Haziran ayında %71,8, Temmuz ayında %84,9 oranında artmıştır.

Faiz oranlarındaki yükselişle birlikte tüketici kredilerindeki artış oranlarının önemli ölçüde gerilediği görülmektedir. 5 Mayıs-22 Eylül 2005 tarihleri arasında konut kredileri reel olarak %74,8 artarken, 2006 yılının aynı döneminde bu artış %5,6 oranında olmuştur. Sözkonusu tarihler arasında taşıt kredileri 2005 yılında reel olarak %16 oranında artarken, 2006 yılında %6,8 oranında azalmıştır. Konut ve taşıt kredileri artış oranları gerilerken, diğer tüketici kredilerinin artış oranını koruduğu dikkat çekmektedir. 5 Mayıs-22 Eylül 2005 tarihleri arasında %15,2 oranında artan diğer tüketici kredileri, 2006 yılında aynı tarihler arasında %15,6 oranında artmıştır.

YTL'deki değer kaybıyla birlikte yabancı malların fiyatlarının görece olarak daha pahalı olmasına rağmen Haziran ve Temmuz aylarında sırasıyla %21,9 ve %23,2 oranlarında artan tüketim malı ithalatı, Ağustos ayında %0,4 oranında gerilemiştir.



Mayıs ayından itibaren düşüş eğiliminde olan tüketici güven endekslerinin Ağustos ayında yükseldiği görülmektedir. TCMB ve TÜİK işbirliği ile hazırlanan "Aylık Tüketici Eğilim Anketi" sonuçlarına göre açıklanan Tüketici Güven Endeksi, halen güvensizlik göstergesi olan 100'ün altında seyrederken, Ağustos ayında Temmuz'daki 88,60'lık seviyesinden 91,40'a yükselmiştir. Endeksin yükselişinde, tüketicilerin mevcut dönemin dayanıklı tüketim malı satın almak için uygunluğu konusundaki

beklentilerinin yükselmesi ve mevcut dönem genel ekonomik durum konusundaki beklentilerinin iyileşmesi etkili olmuştur. Temmuz ayında 77,10'a kadar gerileyen CNBC-e tarafından hazırlanan Tüketici Güven Endeksi de Ağustos ayında Temmuz ayına göre %8,1 oranında artarak 83,32'ye yükselmiştir.

Bu arada, iç talep koşullarının belirlenmesinde etkili olan kamunun cari transfer harcamalarının ilk sekiz ay itibariyle geçen yılın aynı dönemine göre yaklaşık %44 artış göstererek 33 milyar YTL'ye ulaştığı görülmektedir. Sözkonusu transferlerin ağırlıklı olarak düşük gelir gruplarına yöneldiği ve bu grupların da tasarruf eğilimi düşük olduğu için talep artırıcı etkileri güçlü olmaktadır. Yakın dönemde bu harcamaların

kısılması, yaklaşan seçimler nedeniyle mümkün görünmediğinden, maliye politikasının da iç talebi canlandırıcı bir etki yapması muhtemeldir.

Tüm etkenleri birarada değerlendirdiğimizde, her ne kadar otomobil satışları, beyaz eşya satışları, tüketim malı ithalatı ve tüketici kredilerinin gerilemesi, iç talep artışında yavaşlamaya işaret etse de, yılın geri kalan aylarında mevsimsel etkenler (Ramazan, bayramlar, yılbaşı vs.) nedeniyle iç talebin güçlü olacağı tahmin edilmektedir. Ancak, Eylül ayında piyasalarda yaşanan tedirginliğin gösterdiği gibi, global piyasalardaki dalgalanmaların Türkiye üzerindeki etkilerinin güçlü olmasının, enflasyon görünümünün hala hedeflenen düzeyden oldukça uzak olmasının ve siyasi belirsizliklerin önümüzdeki dönemde kur ve faizlerin yüksek seyretmesine yol açarak iç talebi sınırlayıcı bir etki yaratması yüksek bir olasılık olarak görünmektedir.

*VakıfBank Ekonomik Araştırmalar Birimi olarak 2006 yılı büyüme oranı tahminimiz %5,2'dir.*

## PARA POLİTİKASI ANALİZİ

### ► TCMB Bilanço Analizi

TCMB Analitik Bilanço Analizi (Milyar YTL)						
	% Değişim		21.09.2006	23.08.2006	30.12.2005	31.12.2004
	(3-2)	(3-1)				
<b>Toplam Bilanço Büy.</b>	-1	11	100.30	101.54	90.07	74.67
<b>Dış Varlıklar</b>	-1	22	87.91	88.43	72.34	53.59
<b>İç Varlıklar</b>	-5	-30	12.40	13.11	17.73	21.08
Değerleme Hesabı	19	-191	-1.82	-1.53	2.01	2.03
<b>Toplam Döviz Yük.</b>	1	17	60.25	59.75	51.52	49.93
<b>Merkez Bankası Parası</b>	-4	4	40.05	41.79	38.55	24.74
Rezerv Para	-0.2	-6	30.73	30.79	32.7	20.33
Emisyon	0.4	18	23.10	23.00	19.61	13.47
Bankalar Mevduatı	-2	-42	7.51	7.68	12.90	6.72
API	-19	25	6.24	7.69	4.98	3.62
Kamunun YTL Mevduatı	-7	255	3.09	3.31	0.87	0.79
<b>Dış Varlık - Top. Döv. Yük.</b>	-	-	27.66	28.67	20.82	3.66
<b>Dış Varlık / Top. Döv. Yük.</b>	-	-	1,46	1,48	1,40	1,07
<b>Dış Varlıklar / Top. Bil. Büy.</b>	-	-	0,88	0,87	0,80	0,72
<b>Toplam Döv. Yük. / Top. Bil. Büy.</b>	-	-	0,60	0,59	0,57	0,67
<b>Emisyon / Top. Bilanço</b>	-	-	0,23	0,23	0,22	0,18
<b>TCMB Dolar Satış Kuru</b>	1,26	9,46	1.4758	1.4575	1.3483	1.3427

Kaynak: TCMB

dış varlıkların %22 artarak 21 Eylül'de 87.9 milyar YTL seviyesine ulaştığı görülmektedir. Aynı dönemde iç varlıklardaki azalma eğilimi devam etmiş ve iç varlıklar 2005 sonuna göre %30 azalarak 21 Eylül tarihi itibarıyla 12.4 milyar YTL seviyesine gerilemiştir.

Bilanço'nun pasifinde ise incelenilen dönemde toplam döviz yükümlülüklerinde önemli bir değişim görülmezken, yapısı itibarıyla günlük olarak oldukça dalgalanma gösteren API'den borçlar kalemindeki azalışın etkisiyle Merkez Bankası Parası %4 azalmış 21 Eylül itibarıyla ve 40.05 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir.

Merkez Bankası'nın döviz pozisyonu (dış varlık-toplam döviz yükümlülükleri) incelenilen dönemde yaklaşık 1 milyar YTL azalarak 27.66 milyar YTL olurken, kur riski oranı da ( dış varlık/toplam döviz yükümlülüğü) 1,46'ya gerilemiştir. Aynı dönemde döviz cinsinden varlık ve yükümlülüklerin bilanço içerisindeki payları da artış göstermiştir. Dış varlıkların toplam bilanço büyüklüğüne oranı 0,87'den 0,88'e, toplam döviz yükümlülüklerinin toplam bilanço büyüklüğüne oranı ise 0,59'dan 0,60'a yükselmiştir. Bu dönemde emisyonun toplam bilanço oranı ise 0,23 olarak sabit kalmıştır.

### ► Parasal Göstergeler

Parasal Göstergeler (Milyar YTL)							
	08.09.2006	04.08.2006	2005	2004	% Değişim		
	(4)	(3)	(2)	(1)	(4)-(3)	(3)-(2)	(2)-(1)
<b>M1</b>	42.8	42.1	42.1	28.8	1,7	0,0	46,2
<b>M2</b>	173.7	173.3	153.5	108.5	0,3	12,9	41,4
<b>M2Y</b>	266.1	262.3	229.5	184.5	1,4	14,3	24,4
<b>Parasal Taban</b>	36.0	37.5	37.7	23.9	-4,2	-0,4	57,7
<b>DTH/M2Y</b>	0,35	0,34	0,33	0,41	-	-	-
<b>M2/Parasal Taban</b>	4,83	4,62	4,07	4,54	-	-	-

Kaynak: TCMB

11 Ağustos ile 4 Eylül tarihleri arasında geçen sürede M1, M2 ve M2Y tanımlarına göre para arzı sırasıyla %1,7, %0,3, %1,4 artarak 42.8, 173.7 ve 266.1 milyar YTL olarak gerçekleşmişlerdir. Rezerv Para ve API'den borçlar kalemlerinin toplamından oluşan Parasal Taban, 11 Ağustos tarihine göre 1.5 milyar YTL azalmış ve 8 Eylül tarihi itibarıyla 36 milyar YTL olmuştur.

Para ikamesi derecesini temsilen kullanılan döviz tevdiat hesaplarının M2Y'ye oranı incelenilen dönemde 1 puan artarak 0,35 olurken M2/parasal taban şeklinde tanımlanan para çoğaltanı 4,62'den 4,83'e yükselmiştir.

► **TCMB Faiz kararı**

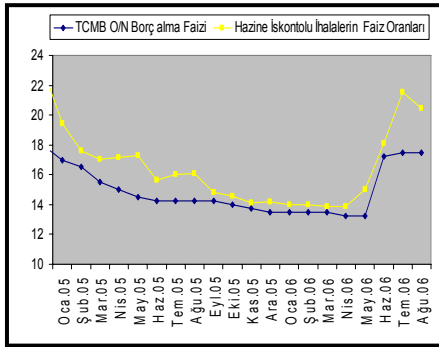
TCMB O/N Faiz Oranları		
	Borç Alma	Borç Verme
09.12.2005	13,50	17,50
02.01.2006	13,50	16,50*
28.04.2006	13,25	16,25
08.06.2006	15,00	18,00
26.06.2006	17,25	20,25
28.06.2006	17,25	22,25*
<b>21.07.2006</b>	<b>17,50</b>	<b>22,50</b>

\*Teknik Düzenleme  
Kaynak: TCMB

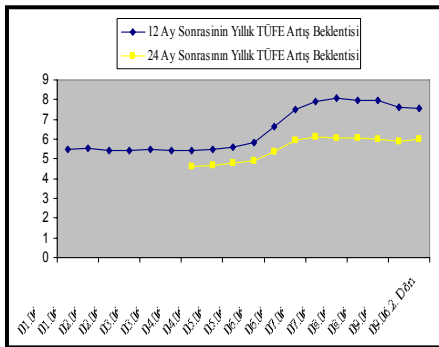
26 Eylül tarihinde yapılan Para Politikası Kurulu (PPK) toplantısında, Ağustos ayının ardından, Eylül ayında da politika faizlerinin değiştirilmemesine karar verilmiştir. Beklentilerle uyumlu bu kararlar birlikte Bankalararası Para Piyasası ve İMKB Repo-Ters Repo Pazarı'nda uygulanan gecelik faiz oranı, borçlanmada %17,50, borç vermede ise %22,50 olarak değişmeyerek sabit kalmıştır.

Kurul son dönemde, açıklanan verilerin iç talepte yavaşlamaya işaret ettiğini, dış talebin ise görece olarak güçlü seyrettiğini belirtmiş ve enflasyon görünümündeki kısmi iyileşmenin devam etmesine rağmen orta vadeli beklentilerin henüz hedeflerle uyumlu düzeye ulaşmaması ve uluslararası likidite koşullarındaki belirsizliğin devam etmesi

nedeniyle, orta vadeli perspektifte ihtiyatlı olunması gerektiğini ifade etmiştir. Kurul tarafından, 24 ay sonrasına ilişkin enflasyon beklentilerinin yüksek seyretmesi, fiyat ve ücret ayarlamaları açısından dikkatle takip edilmesi gereken bir durum olarak değerlendirilmiştir. Gerektiği takdirde ek parasal sıkılaştırmaya gitmekten çekinilmeyeceği ve daha önceliklerden farklı olarak, ek sıkılaştırmanın iki şekilde tanımlandığı belirtilmiştir. Birincisi enflasyonun orta vadeli hedeflerden uzun vadeli sapmalar göstermesi durumunda politika faizlerinin gözden geçirilmesi olarak tanımlanmış ve böyle bir sıkılaştırma gerekliliğinin tamamen ortadan kalktığı mesajını vermek için henüz erken olduğu ifade edilmiştir. İkincisi ise, bir sonraki toplantıya kadar piyasalarda bir dalgalanma olması durumunda ikincil piyasadaki faiz oranlarının 17,50-21,50 aralığında ancak 17,50'den daha yüksek düzeyde oluşmasına izin verilmesi şeklinde tanımlanmıştır. Kurul ikinci mekanizmanın kullanılmasına gerek duyulmayacağını beklediğini de belirtmiştir



Yapılan açıklamada önümüzdeki aylarda kısa vadeli faizlerin Merkez Bankası'nın borçlanma faizleri düzeyinde oluşacağını beklendiği belirtilmiştir. Bu ifade önümüzdeki dönem piyasadaki likiditenin artacağını beklendiğine işaret etmektedir. Merkez Bankası'nın kısa vadeli borçlanma faizleri ile Hazine iskontolu ihalelerde oluşan faizlerin verildiği yandaki grafikten de görüldüğü gibi, Merkez Bankası'nın döviz alımlarının yoğunlaştığı, böylece piyasadaki likiditenin arttığı dönemlerde söz konusu iki faiz oranı birbirine oldukça yaklaşmıştır. Artan likiditeyle beraber Merkez Bankası'nın gecelik işlemleri artmış, bu da faizlerin Merkez Bankası borçlanma faizlerine yakın oluşmasına neden olmuştur. Mayıs ayındaki dalgalanmanın ardından alınan tedbirler ve sermaye çıkışının etkisiyle azalan likidite, faiz oranları arasındaki farkın açılmasına neden olmuştur.



Kurul, bu gelişmeler ışığında 2007 yıl sonu hedefine yakınsanabilmesi için temkinli duruşun bir süre daha devam ettirilmesi gerektiğini belirtmiştir. Mevcut görünümde orta vadeli hedeflerin ulaşılabilirliği konusunda iyimser olan Para Politikası Kurulu'nun yaptığı açıklamalar faiz oranlarının bir süre daha sabit tutulacağı şeklinde yorumlanmaktadır. Eldeki veriler itibarıyla bir değerlendirme yapıldığında yıl sonuna kadar faizlerde, özellikle aşağı yönlü, bir değişiklik yapılması düşük bir olasılık olarak görünmektedir. Ancak daha önceki deneyimlerin gösterdiği gibi özellikle son dönemde birkaç ay ilerisine yönelik tahminlerde

bulunmak oldukça güçleşmiştir. Ayrıca, 2007 hedefi %4 olarak korunmakta ve orta vadeli beklentilerin hedefle hala uyumlu olmadığı görülmektedir. Para politikası kararlarının enflasyon üzerindeki gecikmeli etkileri dikkate alındığında 2006 yılının geri kalan üç Para Politikası Kurulu toplantısında 25-50 baz puanlık faiz artırımı sürpriz olmayacaktır.

► Eylül Ayı Enflasyon Gerçekleşmeleri

% Değişim (2003=100)	TÜFE Eylül.2006	ÜFE Eylül.2006
Bir önceki aya göre	1,29	-0,23
Bir önceki yılın Aralık ayına göre	6,65	11,54
Bir önceki yılın aynı ayına göre	10,55	11,19
On iki aylık ortalamalara göre	9,05	7,06

Kaynak: TÜİK

değişim ise yine sırasıyla ise %9,05 ve %7,06 olmuştur.

Eylül 2006'da ana harcama gruplarının enflasyona yaklaşık katkıları	Aylık değişime	Yıllık değişime
Gıda ve alkolsüz içecekler	0,79	3,45
Alkollü içecekler ve tütün	0,01	0,57
Giyim ve ayakkabı	0,20	-0,01
Konut	0,17	2,22
Ev eşyası	0,11	0,78
Sağlık	0,04	0,20
Ulaştırma	-0,18	0,98
Haberleşme	0,00	0,12
Eğlence ve kültür	0,02	0,23
Eğitim	0,09	0,20
Lokanta ve oteller	0,13	0,98
Çeşitli mal ve hizmetler	-0,05	0,85
Yaklaşık katkıların toplamı	1,33	10,56
Gerçekleşme	1,29	10,55
Hesaplama hatası	-0,04	-0,01

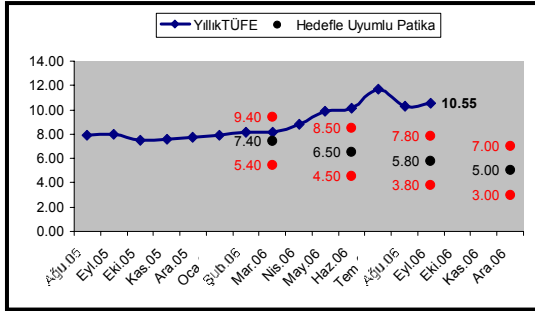
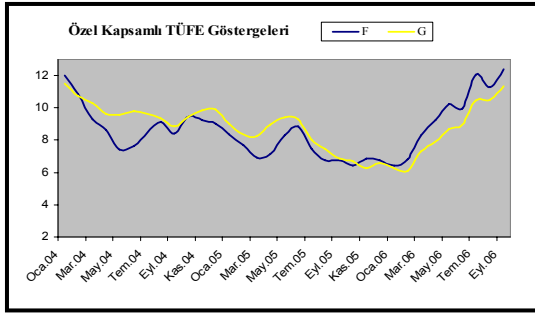
Kaynak: TÜİK verileri kullanılarak hesaplanmıştır

%2,42'lik fiyat artışı gerçekleşmiş ve bu artışın aylık TÜFE artışına katkısı 0,20 puan olmuştur. Bu harcama grubunun yıllık enflasyona katkısı ise -0,01 ile neredeyse sıfır olmuştur. Aylık enflasyona pozitif yönde en çok katkı yapan bu iki grubun geçen ay negatif yönde en çok katkıyı gerçekleştirmiş olması mevsimlik etkilerin bu gruplar üzerinde ne kadar etkili olduğunu göstermektedir. Eylül ayı enflasyonuna dikkat çekici düzeyde katkı yapan bir diğer ana harcama grubu ise 0,17 puanla konut olmuştur. Bu etki büyük ölçüde bir önceki aya göre %2,4 artan kira ücretinden kaynaklanmıştır. Konut ana harcama grubu, yıllık enflasyona yaptığı %2,22'lik yaklaşık katkıyla da gıda ve alkolsüz içeceklerden sonra yıllık katkılar bakımından ikinci sırada yer almaktadır. Bir önceki yılın Eylül ayına göre kira ve doğalgazda sırasıyla %21 ve %20'lik fiyat artışı yaşanması bu etkinin ortaya çıkmasındaki temel belirleyici unsur olmuştur. Yeni eğitim yılının başlaması Eylül ayı enflasyonu üzerinde temel olarak iki ana harcama grubu yoluyla etkili olmuştur. Birinci etki yaklaşık 0,9 puanla eğitim ana harcama grubundan gelirken, ikinci etki yurt ücretlerindeki artışın nedeniyle lokanta ve oteller ana harcama grubundan gelmiştir. Madde bazında endeks ağırlıkları açıklanmadığı için ikinci etki tam olarak hesaplanamasa da yaklaşık katkısı 0,13 puan olan lokanta ve oteller ana harcama grubundaki fiyat artışının önemli bir kısmı bu etkiden kaynaklanmaktadır.

Eylül ayında petrol fiyatlarındaki gerilemeye bağlı olarak benzin, mazot gibi petrol türevlerinin fiyatlarında görülen gerileme, ulaştırma ana harcama grubu fiyatlarında bir önceki aya göre %1,76'lık gerilemeye neden olmuş, bu da genel endekse yaklaşık -%0,18 olarak yansımış ve TÜFE artışını sınırlamıştır. Eylül ayında TÜFE artışını sınırlayan bir diğer unsur ise, altın fiyatlarındaki gerilemeyle birlikte bir önceki aya göre %0,98 gerileyen çeşitli mal ve hizmetler ana harcama grubu fiyatları olmuştur. Bu ana harcama grubu TÜFE'deki artışı 0,05 puan azaltıcı etki yapmıştır.

2006 yılı Eylül ayında TÜFE bir önceki aya göre %1,29 artarken ÜFE %0,23 gerilemiştir. Böylece yıllık enflasyon TÜFE bazında %10,55, ÜFE'de ise %11,19 olarak gerçekleşmiştir. Eylül ayında TÜFE ve ÜFE bir önceki yılın Aralık ayına göre sırasıyla %6,65 ve %11,54 artarken, bu endekslerde on iki aylık ortalamalara göre

TÜFE'deki gerçekleşme ana harcama grupları itibariyle incelendiğinde aylık enflasyona en yüksek katkıyı gıda ve alkolsüz içecekler ana harcama grubunun yaptığı görülmektedir. Bu harcama grubunda Eylül ayında bir önceki aya göre %2,86'lık fiyat artışı olmuş ve bu artış, harcama grubunun endeks içindeki payı ile ağırlıklandırıldığında, genel endekse yaklaşık 0,79 puan katkı yapmıştır. Söz konusu harcama grubu Eylül ayı itibariyle %11,19 olan yıllık enflasyona da 3,45 puanla en fazla katkıyı yapan grup olmuştur. Eylül ayındaki etkide mevsimlik etkiler ve Ramazan ayının etkisi ön plan çıkarken, yıllık katkının bu denli yüksek olmasında olumsuz arz koşulları belirleyici olmuştur. Eylül ayı enflasyonuna en çok etki yapan ikinci ana harcama grubu ise giyim ve ayakkabı olmuştur. Bu ana harcama grubunda bir önceki aya göre



enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde belirlenen hedef patikanın dışında kalmıştır. Böylece Merkez Bankası'nın belirsizlik aralığının üst sınırının aşılma nedenlerini ve enflasyonun önceden belirlenmiş hedeflere yeniden yakınsamasını sağlamak için alınması gereken tedbirleri, Hükümet'e ve kamuoyuna yazılı olarak bildirmesini gerektiren hesap verme mekanizmasının Temmuz ayından sonra bu ay da devreye girmesi söz konusudur.

Eylül ayından sonra Ekim ayında da Ramazan ayının fiyatlar üzerinde baskı yaratacağı düşünülmekte, bu nedenle mevsimlik etkilerin de yoğun olarak hissedildiği Ekim ayında aylık enflasyonun %1'in üzerinde gerçekleşmesi beklenmektedir. Merkez Bankası Beklenti Anketinin Eylül ayı ikinci dönem sonuçlarına göre Ekim ayı TÜFE artış oranı beklentisi %1,12 olarak gerçekleşmiştir. 2005 yılı Ekim ayında da Ramazan ayının etkileri yoğun olarak görülmüş; giyim ve ayakkabı ana harcama grubunda da mevsimsel olarak yüksek oranlı artışlar yaşanmıştır. Bu etkilerle 2005 Ekim ayında TÜFE bir önceki aya göre %1,79 oranında artış göstermiştir. 2005 Ekim ayının enflasyon rakamının bu denli yüksek olması nedeniyle önümüzdeki ay Ramazan ayının etkisine ve mevsimsel etkilere rağmen yıllık enflasyonda düşüş görülebilir.

Eylül Ayı'nda ÜFE'deki % Değişim			
Sektörler	Sektör ağırlıkları	Bir önceki aya göre değişim	Yıllık değişim
GENEL	100	-0,23	11,19
Tarım	19,78	0,59	10,20
Sanayi	80,22	-0,42	11,21
Madencilik	1,47	-1,56	13,17
İmalat	73,98	-0,47	10,43
Elektrik, gaz ve su	4,77	0,54	23,45

Kaynak: DİE

ayında da endeksin gerilemesi ÜFE'deki yıllık artış hızının yavaşlamasına neden olmuş ve Eylül ayı itibarıyla ÜFE'deki yıllık artış %11,19 olarak gerçekleşmiştir.

Özel kapsamlı TÜFE göstergeleri Ağustos ayında görülen gerilemenin ardından Eylül ayında da artmaya devam etmiştir. Mevsimlik ürünler hariç hesaplanan A ve işlenmemiş gıda ürünleri hariç hesaplanan B endekslerindeki aylık artış oranlarının %0,78 ve %0,77 ile genel endeksteki artış oranının altında kalması, Eylül ayı enflasyonunda mevsimlik etkilerin ve Ramazan ayının etkisinin olduğunu göstermektedir. Aynı dönemde Merkez Bankası raporlarında sık sık yer verilen F<sup>1</sup> ve G<sup>2</sup> endeksleri sırasıyla %1,91 ve %1,33 oranında artarak genel endeksteki artış oranının üzerinde artış göstermişlerdir. Merkez Bankası'nın son dönemde takip ettiği ve D\* olarak adlandırdığı enerji, işlenmemiş gıda ürünleri, alkollü içecekler, tütün ve altın ürünleri hariç hesaplanan endeks, TÜİK tarafından açıklanan son enflasyon bülteninde "H" endeksi olarak yer almış ve böylece kamuoyuna açıklanmaya başlanmıştır. Eylül ayında sözkonusu endeksteki aylık artış oranı %1,43 olurken yıllık artış oranı %8,74 ile genel artışın oldukça altında kalmıştır.

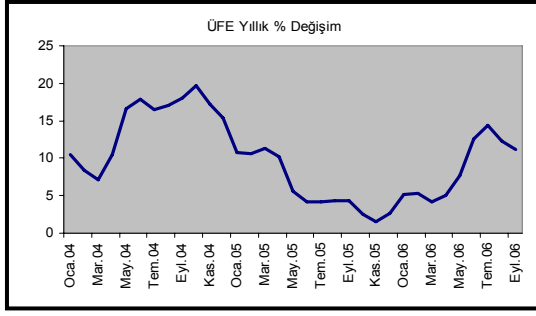
Eylül ayında yıllık TÜFE artışının %10,55 olarak gerçekleşmesiyle, Haziran ayından sonra Eylül ayında da

Ağustos ayında ÜFE'de meydana gelen değişim alt sektörler itibarıyla incelendiğinde tarım sektörü fiyatlarında %0,59'luk bir artış, sanayi sektörü fiyatlarında ise %0,42'lik gerileme olduğu görülmektedir. Sanayi sektörünün endeksteki ağırlığının tarım sektörüne oranla oldukça yüksek olması nedeniyle ÜFE'de sanayi sektörü fiyat gelişmeleri daha belirleyici olmuş ve genel ÜFE Eylül ayında bir önceki aya göre %0,23 gerilemiştir. Ağustos ayından sonra Eylül

<sup>1</sup> Enerji, alkollü içkiler, tütün ürünleri, fiyatları yönetilen/yönlendirilen diğer ürünler ve dolaylı vergiler hariç hesaplanan TÜFE

<sup>2</sup> F ve işlenmemiş gıda ürünleri hariç hesaplanan TÜFE





Aylar itibariyle ÜFE'deki yıllık artış oranlarının verildiği yandaki grafikten de görüldüğü gibi ÜFE'deki değişim oldukça dalgalı bir seyir izlemektedir. Söz konusu dalgalanma büyük ölçüde ÜFE kapsamındaki malların büyük kısmının ticarete konu olan mallardan oluşması ve fiyatların vergileri içermemesinden kaynaklanmaktadır. Malların ticarete konu olması uluslararası piyasalarda petrol ve diğer hammadde fiyatlarındaki ve kurlardaki değişimlerin yurtiçi fiyatlara büyük oranda ve hızlı biçimde yansımaya neden olmakta, böylece ÜFE bu değişimler karşısında

dalgalanma göstermektedir. Ay içerisinde petrol fiyatlarında yaşanan gerilemeye bağlı olarak imalat sanayinin alt kalemlerinden kok kömürü, rafine edilmiş petrol ürünleri fiyatlarının bir önceki aya göre %12 gerilemesi ÜFE'deki aylık artışı yaklaşık 0,9 puan sınırlayıcı etki yapmıştır.

*Vakıfbank Ekonomik Araştırmalar Birimi olarak, 2006 yıl sonu enflasyon tahminimiz %8.8'dir.*

## KAMU MALİYESİ

### ► Merkezi Yönetim Bütçesi Gelişmeleri

Kamu Gelir ve Harcama Kalemleri								
Milyon YTL	Ağustos			Ocak-Ağustos				
	2005	2006	Reel Değ. (%)	2005	2006	Reel Değ. (%)	Hedef	Ocak – Ağustos 2006/ Bütçe Hedefi (%)
<b>BÜTÇE GELİRLERİ</b>	-	<b>16,572</b>	-	-	<b>115,522</b>	-	<b>160,326</b>	<b>72.1</b>
GENEL BÜTÇE GELİRLERİ	14,888	16,389	-0.2	92,916	112,726	10.0	156,214	72.2
VERGİ GELİRLERİ	13,526	13,462	-9.7	77,339	91,332	7.1	132,199	69.1
KURUMLAR VERGİSİ	3,038	1,779	-46,9	8,501	8,295	-11,5	12,892	64,3
DİĞER GELİRLER	1,362	2,927	95.0	15,577	21,395	24.6	24,015	89.1
<b>BÜTÇE HARCAMALARI</b>	<b>14,015</b>	<b>16,553</b>	<b>7.1</b>	<b>98,745</b>	<b>115,048</b>	<b>5.7</b>	<b>174,322</b>	<b>66.0</b>
FAİZ DIŞI HARC.	8,927	11,055	12.3	66,384	80,913	10.5	128,062	63.2
PERSONEL VE SGKSP	2,679	3,318	12.3	21,881	27,968	15.9	40,995	68.2
MAL VE HİZMET AL.	876	1,216	25.9	5,825	9,947	54.9	17,721	56.1
SOSYAL GÜV.	2,149	1,171	-50.6	15,678	16,066	-7.1	23,885	67.3
SERMAYE GİDERLERİ	728	1,102	37.2	3,870	5,257	23.2	12,452	42.2
FAİZ HARCAMALARI	5,088	5,498	-2.0	32,361	34,136	-4.3	46,260	73.8
<b>BÜTÇE DENGESİ</b>	<b>873</b>	<b>19</b>	<b>-98.0</b>	<b>-5,828</b>	<b>474</b>	-	<b>-13,996</b>	-
<b>FAİZ DIŞI DENGE</b>	<b>5,961</b>	<b>5,517</b>	<b>-16.1</b>	<b>26,533</b>	<b>34,609</b>	<b>18.3</b>	<b>32,264</b>	<b>107.3</b>

**Kaynak: MALİYE BAKANLIĞI**

Maliye Bakanlığı tarafından açıklanan Ağustos ayı bütçe rakamlarına göre Merkezi Yönetim Bütçe gelirleri 16.6 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir. Genel bütçe gelirleri ise Ağustos ayında 2005 yılının aynı ayına göre reel olarak %0,2 gerileyerek 16.4 milyar YTL'ye düşmüştür. Genel bütçe gelirlerinin 13.5 milyar YTL'lik bölümünü vergi gelirleri 2.9 milyar YTL'sini vergi dışı gelirler oluşturmaktadır. Vergi dışı gelirler Ağustos ayında bir önceki yılın aynı ayına göre %95 reel artış gösterirken, vergi gelirleri, kurumlar vergisi oranlarının %30'dan %20'ye düşürülmesinin kurumlar vergisi tahsilatına yansmasıyla birlikte reel olarak %9,7 gerilemiştir.

Temmuz ayında faiz ödemelerinde yaşanan artışın ardından, Ağustos ayında faiz harcamalarındaki gerileme tekrar başlamıştır. Söz konusu ayda 5.5 milyar YTL'lik faiz ödemesi gerçekleştirilmiştir. Faiz dışı harcamalardaki artış bütçe harcamalarını yükselten temel neden olmaya Ağustos ayında da devam etmiştir. Ağustos ayında 1.7 milyar YTL'lik doğrudan gelir desteği ödemeleri, geçen yılın aynı ayına göre %25,9 artış göstererek 1.2 milyar YTL'ye ulaşan mal ve hizmet alımları ve 350 milyon YTL'lik KÖY-DES projesine sermaye transferi faiz dışı harcamaları arttıran önemli kalemler olarak dikkat çekmektedir. Prim borçlarının yeniden yapılandırılmasına yönelik çıkartılan aflar sonucunda Bağ-Kur'a Ağustos ayında da kaynak aktarımı yapılmamasının yanında SSK'nın prim alacaklarını taksitlendirmesiyle bu kuruma yapılan transferlerin 2006 yılını önceki aylarına göre düşük kalması, sosyal güvenlik kurumlarına yapılan transferlerin Ağustos ayında bir önceki yılın aynı ayına göre reel olarak %50,6 gerilemesine neden olmuştur.

2006 yılının ilk sekiz ayı itibariyle toplam bütçe geliri 115.5 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir. Genel bütçe gelirleri ise geçen yılın aynı dönemine göre reel olarak %10 oranında artarak 112.7 milyar YTL'ye yükselmiştir. 2006 yılı Ocak - Temmuz döneminde vergi gelirleri bir önceki yılın aynı dönemine göre %7,1 artarken, vergi dışı gelir kalemlerinin artış oranı %24,6 olarak gerçekleşmiştir.

<b>Bütçe Gelirlerindeki Artışa Katkılar (%)</b>	
<b>Vergi Gelirleri</b>	<b>70,6</b>
Gelir Vergisi	14,0
Kurumlar Vergisi	-1,0
KDV	9,4
ÖTV	15,6
İthalden Alınan KDV	19,4
<b>Vergi Dışı Gelirler</b>	<b>29,4</b>

Yandaki tabloda Ocak – Ağustos dönemleri itibariyle 2006 yılında bir önceki yıla göre genel bütçe gelirlerindeki artışın temel gelir kalemleri itibariyle kaynakları gösterilmektedir. 2006 yılının ilk sekiz ayında bütçe gelirlerinde yaşanan 19.8 milyar YTL’lik artışın %70,6’sı vergi gelirlerindeki artıştan kaynaklanırken, %29,4’lük bölümü vergi dışı gelir kalemlerindeki artıştan kaynaklanmıştır. Büyük ölçüde geçici nitelikte olan vergi dışı gelirlerdeki artışın kamu gelirlerindeki ağırlığı dikkat çekmekte ve kalıcı nitelikte gelir artışlarını sağlayacak vergi reformlarının hızlandırılmasının gerekliliğini ortaya koymaktadır. Vergi gelirlerinin dağılımına

bakıldığında, genel bütçe geliri artışında ağırlıklı olarak dolaylı vergilerdeki artışın rol oynadığı görülmektedir. Bununla birlikte kurumlar vergisi oranlarının düşürülmesi de kurumlar vergisi tahsilatını yılın ilk sekiz aylık dönemde düşürmüş ve bütçe gelirlerini olumsuz yönde etkilemiştir.

2005 yılının ilk sekiz aylık döneminde 98.7 milyar YTL olan bütçe harcamaları, 2006 yılının aynı döneminde %5,7’lik reel artışla 115 milyar YTL’ye yükselmiştir. Söz konusu dönemde bütçe harcamalarının artış hızı gelirlerin artış hızının altında gerçekleşmiştir. Ağustos ayı sonu itibariyle, bütçe ödeneklerinin %66’lık bölümü kullanılmıştır. Bu oran 2005 yılının aynı döneminde %62,5 olarak gerçekleşmiştir. Bu açıdan bakıldığında temel olarak faiz dışı harcamalardaki artışın etkisiyle bütçe harcamalarında 2005 yılından daha düşük bir performans sergilendiği görülmektedir.

Faiz harcamalarının 2006 yılının ilk sekiz aylık döneminde bir önceki yılın aynı dönemine göre reel olarak %4,3 gerilemesi bütçe harcamalarını sınırlandıran bir etken olmuştur. Faiz dışı harcamalar ise 2006 yılı Ocak - Ağustos döneminde %10,5’lik reel artışla 80.9 milyar YTL’ye yükselmiştir. Mayıs ayından bu yana bütçeden sosyal güvenlik kurumlarına yapılan aktarımların azalması sonucu cari transferlerdeki gerileme faiz dışı harcamaların artışı sınırlandırmıştır. Buna rağmen sosyal güvenlik kurumlarına yapılan transfer harcamalarında ödenek kullanımını %67 ile geçen yılki %66’lık seviyesi ile hemen hemen aynı oranda gerçekleşmiştir. Bu açıdan bakıldığında sosyal güvenlik kurumlarına yapılan transferlerde azalma olmasına rağmen geçen yılki performans ancak yakalanmıştır. Ocak – Ağustos döneminde kamunun sağlık harcamaları ve tarımsal destekleme ödemeleri faiz dışı harcamaları arttıran önemli etkenler olarak dikkat çekmektedir. Sağlık harcamalarında Ağustos ayı sonu itibariyle 2006 yılı için belirlenen ödeneğin %93,2’sinin harcanmasının başlıca nedeni yeşil kart harcamalarının başlangıç ödeneğini % 41 oranında aşması olarak görülmektedir. Bununla birlikte tarımsal destekleme ödemelerinde de başlangıç ödeneği Ağustos ayı itibariyle %9,4 oranında aşılmıştır.

Önümüzdeki dönemde TMO’nun fındık destekleme alımları ve enflasyonun yüksek gerçekleşmesi sonucunda memurlara ödenecek enflasyon farkının harcamalara yansması bütçe performansı üzerinde olumsuz etkiye bulunacaktır. Harcama kalemlerinde beklenen artışların yanısıra kurumlar vergisi tahsilatındaki gerilemenin önümüzdeki aylarda da devam etmesi, bütçe performansını olumsuz etkileyecek bir diğer gelişmedir.

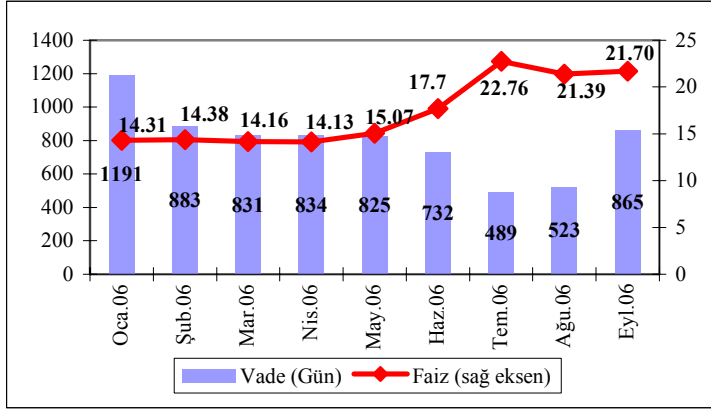
Ağustos ayında kurumlar vergisi tahsilatının yapılması ve faiz ödemelerinde bir önceki yıla göre görülen reel gerilemenin etkisiyle bütçe 19 milyon YTL fazla vermiştir. 2006 yılının ilk sekiz aylık dönemindeki bütçe fazlası 474 milyon YTL olarak gerçekleşmiştir.

Ağustos ayında verilen 5.5 milyar YTL’lik faiz dışı fazla ile 2006 yılının ilk sekiz aylık dönemindeki faiz dışı fazla bir önceki yılın aynı dönemine göre %26,6 reel artış göstererek 34.6 milyar YTL’ye ulaşmış ve 2006 yılı için belirlenen faiz dışı fazla tutarı %7,3 oranında aşılmıştır.

Sonuç olarak, vergi dışı gelirlerdeki ve dolaylı vergilerdeki artışlar ile faiz harcamalarında görülen reel gerileme bütçede gösterilen iyi performansın nedenleri olarak dikkat çekmektedir. Ancak sağlık ve tarımsal desteklemeye yönelik harcamalar bütçe üzerindeki sorunlar olarak dikkat çekmektedir. Bu noktada kalıcı vergi gelirlerinin artırılması, dolaylı vergilerin toplam vergi gelirleri içindeki payının azaltılmasına yönelik gelir reformlarının yapılması ve bütçe esnekliğini düşüren harcama kalemlerinin azaltılması için gerekli önlemlerin alınması, bütçe performansının sürdürülebilirliği açısından önem kazanmaktadır.

### ► Borçlanma

Hazine Müsteşarlığı Eylül ayında düzenlediği beş ihale ile toplam 12.6 milyar YTL borçlanma gerçekleşmiştir. İç borçlanmanın 11.5 milyar YTL'si piyasalardan yapılırken, 1.1 milyar YTL'si ise kamuya satışlar yoluyla gerçekleştirilmiştir. Hazine'nin 17.2 milyar YTL iç borç itfası gerçekleştirdiği Eylül ayında iç borç çevirme oranı %74,7 olarak gerçekleşmiştir. 2006 yılının ilk dokuz ayı itibariyle ise bu oran %75,5 olarak gerçekleşmiş ve 2006 için belirlenen %77,1'lik hedefin altında kalmıştır.



Mayıs ayında piyasalarda yaşanan dalgalanmanın ardından hızla yükselişe geçen borçlanma faizleri Temmuz ayından itibaren yatay bir seyir izlemektedir. Ağustos ayında %21,39 olarak gerçekleşen faizler Eylül ayında düzenlenen beş ayrı ihalede %21,70'e yükselmiştir. Faizlerde yaşanan yükselişle birlikte enflasyon beklentilerinin gerilemesi sonucunda, beklenen reel faiz Eylül ayında yükselmiş ve Ağustos ayına göre 1.01 puan artarak %12,62 olarak gerçekleşmiştir.

Eylül ayında borçlanma açısından bir diğer önemli gelişme Hazine'nin 9 Mayıs tarihinden sonra ilk defa sabit faizli borçlanma gerçekleştirmiş olmasıdır. Bu açıdan bakıldığında risk algılamalarını arttıran gelişmelerin etkilerinin giderek azaldığı görülmektedir.

Piyasalarda yaşanan dalgalanmaların ardından Hazine'nin yeniden beş yıl vadeli tahvil ihraç etmesi sonucu önceki üç ayda gerileyen iç borçlanmanın ortalama vadesi Eylül ayında tekrar yükselerek 865 güne (28.8 ay) ulaşmıştır. Faizlerin yüksek seviyesini koruduğu bu dönemde Hazine'nin borçlanmanın vadesini uzatma konusunda izleyeceği yol önümüzdeki aylarda netlik kazanacaktır.

Piyasadan Yapılan İç Borçlanmanın Faiz ve Döviz Yapısı (%)	Ocak - Ağustos	
	2005	2006
<b>Toplam Borçlanma</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
Sabit Faizli	67,5	68,9
Değişken Faizli	32,5	31,1
<b>Toplam Borçlanma</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
YTL Cinsi	87,2	98,9
Döviz Cinsi	12,8	1,1

Kaynak : Kamu Borç Yönetimi Raporu

Ocak – Ağustos dönemleri itibariyle piyasadaki yapılan iç borçlanmanın faiz yapısına bakıldığında 2006 yılının ilk sekiz aylık döneminde sabit faizli borçlanmanın ağırlığının bir önceki yılın aynı dönemine göre 1.4 puan artarak %68,9'a yükseldiği görülmektedir. Bununla birlikte dikkat çeken bir diğer gelişme de piyasadaki yapılan iç borçlanmanın döviz yapısında karşımıza çıkmaktadır. 2005 yılı Ocak – Ağustos döneminde döviz cinsi borçlanmanın

ağırlığı %12,8 iken bu oran 2006 yılının aynı döneminde %1,1'e gerilemiştir. Hazine 2006 yılında ağırlıklı olarak YTL cinsinden borçlanma stratejisi izlemiştir.

Ekim Ayı Finansman Programı (milyar YTL)	
<b>Ödemeler</b>	<b>10.3</b>
İç Borç	8.3
Dış Borç	2.0
<b>Finansman</b>	<b>10.3</b>
Piyasadan İhale Yoluyla Borçlanma	5.7
Diğer Finansman	4.6
Faiz Dışı Fazla	0.3
Kamuya satışlar	0.1
Kasa - Banka	4.2

Hazine Müsteşarlığı, piyasaya 8.3 milyar YTL'lik iç borç ödemesi yapacağı Ekim ayında, 10.3 milyar YTL'lik finansman ihtiyacının 5.7 milyar YTL'lik bölümünü piyasalardan borçlanarak karşılamayı öngörmektedir. Hazine tarafından Ekim ayı finansman programında belirtilen, 3 ay vadeli iskontolu Hazine bonusu ihalesi, 22 ay vadeli devlet tahvili ihalesi ve 5 yıl vadeli değişken kuponlu devlet tahvili ihalesi 2 Ekim tarihinde gerçekleştirilmiştir. Ayrıca Hazine 3 Ekim tarihinde değişim ihalesi gerçekleştirmiştir.

Ekim ayının son ihalesi olan 5 yıl vadeli sabit kuponlu devlet tahvili ihalesi ise 17 Ekim tarihinde yapılacaktır. Borçlanma dışı kaynaklardan elde edilmesi öngörülen tutar ise 4.6 milyar YTL'dir. Dış borçlanmanın öngörülmediği Ekim ayında 300 milyon YTL faiz dışı fazla hedeflenirken kamu kurum ve kuruluşlarından 100

milyon YTL borçlanılması planlanmaktadır. Ekim ayında borçlanma dışı finansman kalemleri içinde 4.2 milyar YTL ile nakit kasa kullanımı en büyük paya sahiptir.

### ► Borç Stoku

#### Merkezi Yönetim Borç Stoku

Merkezi Yönetim Borç Stoku	2005 Yıl Sonu	Temmuz 2006	Ağustos 2006
Milyar YTL			
<b>Toplam Borç Stoku</b>	<b>331.5</b>	<b>346.6</b>	<b>348.8</b>
İç Borç Stoku	244.8	249.7	251.9
Dış Borç Stoku	86.7	96.9	96.8
KAYNAK :HAZİNE			

Ağustos ayında Merkezi Yönetim Borç Stoku Temmuz ayına göre 2.2 milyar YTL artarak 348.8 milyar YTL'ye (237.6 milyar dolar) yükselmiştir. İç borç stoku 2.2

milyar YTL artarak 251.9 milyar YTL'ye yükselirken, dış borç stoku 29 milyon YTL azalarak 96.8 milyar YTL'ye gerilemiştir

Toplam İç Borç Stokunun Döviz Yapısı (%)	2005	Haz.06	Tem.06	Ağu.06
YTL Cinsi	84,5	84,2	85,4	86,0
Döviz Cinsi ve Döviz Endeksli	15,5	15,8	14,6	14,0
Kaynak:HAZİNE				

Hazine'nin döviz cinsi borçlanmalarını azaltması sonucunda Merkezi Yönetim İç Borç Stoku içinde YTL cinsi borç stokunun payı 2005 yılı sonuna göre 1.5 puan artarak %86'ya ulaşmıştır.

Mayıs ayındaki dalgalanma sonrasında iç borçlanmaların ortalama vadesinde görülen düşüş iç borç stokuna da yansımış ve Ağustos ayı sonu itibariyle iç borç stokunun ortalama vadesi Temmuz ayı sonuna göre 0.9 ay gerileyerek 24.5 ay olmuştur.

Haziran ayında %12,9'a yükselen iç borç stokunun reel faizi Temmuz ayı sonu itibariyle %10,9'a gerilemiştir. Piyasaya olan döviz ve döviz endeksli borçların reel faizindeki değişimler iç borç stokunun reel faizinde dalgalanmaya neden olmuştur. Mayıs ayında %7,3 olan döviz cinsi borç stokunun reel faizi Haziran ayında %33,5'e yükseldikten sonra Temmuz ayında %29,3'e gerilemiştir.

#### Dış Borç Stoku

Dış Borç Stoku (Milyon \$)	2004	2005	2006 Ç1	2006 Ç2
<b>Toplam Dış Borç Stoku</b>	<b>162.261</b>	<b>171.078</b>	<b>185.019</b>	<b>193.617</b>
Kısa Vade	32.569	38.247	41.284	43.727
Kamu	0	0	0	0
TCMB	3.287	3.287	2.753	2.774
Özel	29.282	35.484	38.531	40.953
Orta-Uzun Vade	129.692	132.831	144.693	149.890
KAYNAK : HAZİNE				

Hazine tarafından açıklanan verilere göre Türkiye'nin dış borç stoku 2006 yılının ilk yarısında 22.5 milyar dolar artarak 193.6 milyar dolara yükselmiştir. Söz konusu dönemde özel sektörün dış borç stoku 23.4 milyar dolar artarken kamu kesimi ve Merkez Bankası'nın toplam dış borç stokları 869 milyon dolar gerilemiştir. 2005 yılı sonundan itibaren dış borç stoku

döviz kurundaki değişiklikler dolayısıyla 3.7 milyar dolar artmıştır.

Dış Borç Stokunun Vade ve Borçlular Açısından Kompozisyonu (%)	2004	2005	2006 Ç1	2006 Ç2
<b>Toplam</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
Kısa Vade	20,1	22,4	22,2	22,6
Orta-Uzun Vade	79,9	77,6	77,8	77,4
Kamu	45,5	39,8	37,1	34,6
TCMB	13,2	9,0	8,3	8,1
Özel	41,3	51,2	54,6	57,3

2006 yılının ilk yarısında kısa vadeli borç stoku 5.5 milyar dolar artarak 43.7 milyar dolara yükselmiştir. 5.5 milyar dolarlık artışın tamamı özel sektörün kısa vadeli borç stokundaki artışından kaynaklanmıştır.

Kamuya ait dış borç stokunun toplam dış borç stoku içindeki payının gerileme eğilimi 2006 yılının ilk altı aylık döneminde de devam etmiştir. 2005 yılı sonunda toplam dış borç stokunun %39,8'lik bölümü kamuya ait iken bu oran 2006 yılı ilk çeyreğinde %37,1'e; 2006 yılının ilk yarısında ise %34,6'ya gerilemiştir. Kamuya paralel olarak Merkez Bankası'nın da dış borç stoku içindeki payı gerilemektedir.

Kamuya ait dış borç stokunun toplam dış borç stoku içindeki payının gerileme eğilimi 2006

Dış borçlanmada özel sektörün payı giderek artmaktadır. 2005 yılı sonunda dış borç stokunun %51,2'si özel sektöre ait iken, bu oran 2006 yılı Haziran ayı sonunda %57,3'e yükselmiştir. Döviz cinsi borçlarını büyük

oranda arttıran firmalardan gelirlerini döviz cinsinden elde edemeyenlerin, önümüzdeki dönemde ciddi sorunlarla karşılaşma olasılıkları artmaktadır. Bu açıdan, firmaların ticarete konu olan mallara yönelmeleri önem kazanmaktadır.

(%)	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006 Ç1	2006 Ç2
<b>İhracat / Kısa Vadeli Dış Borç Stoku</b>	98,1	191,0	219,6	205,3	193,9	192,1	181,1	177,7
<b>İhracat / Dış Borç Servisi</b>	79,0	78,6	80,0	58,8	48,3	49,5	46,8	45,9
<b>TCMB Rezervler (net) / Kısa Vadeli Borçlar</b>	81,8	120,7	170,9	152,8	115,6	137,1	146,4	134,9
<b>Dış Borç Stoku / GSMH</b>	59,3	78,0	71,9	60,6	54,2	47,4	50,2	50,7

2002 yılında %219,6'ya kadar yükselen ihracatın kısa vadeli dış borç stokunu karşılama oranı, kısa vadeli borç stokundaki yüksek oranlı artış sonucunda 2006 yılının ikinci yarısında %177,7'ye gerilemiştir. Son dönemde dış borç servisinde yaşanan yoğunlaşmanın da etkisiyle ihracatın dış borç servisini karşılama oranında da gerileme yaşanmıştır. 2002 yılında ihracat gelirleri dış borç ödemelerinin %80'ini karşılarken bu oran 2006 yılı ikinci yarısı itibariyle %45,9'a düşmüştür. 2006 yılın ilk çeyreğinde %146,4'e yükselen Merkez Bankası net rezervlerinin kısa vadeli borçları karşılama oranı, 2006 yılı ikinci çeyreğinde kısa vadeli borçlardaki artışın ve Merkez Bankası rezervlerindeki gerilemenin etkisiyle %134,9'a gerilemiştir. Dış borç stokundaki hızlı artış sonucunda dış borç stokunun GSMH'ya oranı da 2005 yılı sonundaki %47,4'lük seviyesinden 2006 yılı Haziran ayı sonu itibariyle %50,7'ye yükselmiştir.

#### Net Dış Borç Stoku

<b>Net Dış Borç Stoku</b> (Milyon \$)	2004	2005	2006 Ç1	2006 Ç2
<b>Dış Borç Stoku*</b>	<b>119.866</b>	<b>125.500</b>	<b>136.225</b>	<b>140.355</b>
Bankacılık Sektörü Net Dış Varlıkları	16.442	25.512	28.147	27.373
Net Dış Borç Stoku	103.432	99.989	108.078	112.981
Net Dış Borç Stoku / GSMH	34,5	27,7	-	-

KAYNAK : HAZİNE

\* Bankacılık sektörü hariç

Hazine Müsteşarlığı tarafından bu yıl açıklanmaya başlanan ve bankalar ve Merkez Bankası borçları dışındaki borçlardan bankacılık sektörü net dış varlıkları düşülerek hesaplanan net dış borç stoku 2006 yılının ilk yarısında 13 milyar dolar artarak

113 milyar dolara yükselmiştir. Söz konusu dönemde bankacılık sektörü hariç dış borç stoku 14.8 milyar dolar artarken, bankaların net dış varlıkları 1.8 milyar dolar artış göstermiştir. 2001 yılında GSMH'nın %53,7'sine ulaşan net dış borç stoku 2005 yılı sonu itibariyle %27,7'ye gerilemiştir.



## ÖDEMELER DENGESİ

Ödemeler Dengesi (Milyon \$)	Temmuz			Ocak-Temmuz		
	2005	2006	Değ. (%)	2005	2006	Değ. (%)
<b>Cari İşlemler Hesabı</b>	<b>-1.120</b>	<b>-2.066</b>	<b>84,5</b>	<b>-14.314</b>	<b>-20.774</b>	<b>45,1</b>
Dış Ticaret Dengesi	-3.059	-3.772	23,3	-17.825	-23.757	33,3
İthalat	-9.026	-10.853	20,2	-60.832	-72.836	19,7
İhracat	5.967	7.081	18,7	43.007	49.079	14,1
Hizmetler Dengesi	2.143	2.000	-6,7	6.093	5.610	-7,9
Turizm	2.286	2.204	-3,6	6.684	6.584	-1,5
Yatırım Geliri Dengesi	-373	-397	6,4	-3.375	-3.392	-0,5
Cari Transferler	169	103	-39,1	793	765	-3,5
<b>Finans Hesabı</b>	<b>4.637</b>	<b>1.447</b>	<b>-68,8</b>	<b>23.765</b>	<b>27.623</b>	<b>16,2</b>
Doğrudan Yatırımlar	1.083	179	-83,5	1.878	9.017	-
Portföy Yatırımları	1.025	1.737	69,5	7.883	760	-90,4
Diğer Yatırımlar	2.529	-469	-118,5	14.004	17.846	62,2
Net Hata Noksan	-188	625	-432,5	3.042	901	-70,4
<b>Rezerv Varlıklar</b>	<b>-3229</b>	<b>-6</b>	<b>-</b>	<b>-12.493</b>	<b>-7.750</b>	<b>-38,0</b>
Resmi Rezervler	-3.018	248	108,2	-9.672	-3.877	-60,0

Kaynak: TCMB

2005 yılı Temmuz ayında 1,1 milyar dolar olarak gerçekleşen cari açık, 2006 yılının aynı ayında %84,5 artarak 2.1 milyar dolara yükselmiştir. Bu artışın temel nedenini geçen yılın aynı ayına göre %23 artarak 3.8 milyar dolara ulaşan dış ticaret açığı oluşturmaktadır. Hizmetler dengesinde yaz sezonu olmasına rağmen turizm gelirlerindeki %3,6 gerilemenin etkisiyle %6,7 oranında bir daralma gerçekleşmiştir. 2006 yılının ilk yedi ayında cari işlemler açığı, bir önceki yılın aynı dönemine göre %45,1 artarak 20.8 milyar dolara yükselmiştir. Temmuz ayı sonu itibariyle yıllık cari işlemler açığı 29.6 milyar dolara ulaşmıştır.

Ödemeler bilançosunda yer aldığı şekliyle 2006 yılının ilk yedi ayında 2005 yılının aynı dönemine göre %33,3 oranında artarak 23.8 milyar dolara yükselen dış ticaret açığı, cari işlemler açığının tamamına yakını oluşturmuştur. Söz konusu dönemde ihracat artış oranı %14,1 olarak gerçekleşirken, ithalat artış oranı %19,7 olmuştur. Temmuz ayında bavul ticaretinin görece düşük gerçekleşmesi de cari işlemler açığının beklentilerin üzerinde gerçekleşmesine neden olmuştur.

2006 yılı Ocak - Temmuz ayında hizmetler dengesi kalemindeki fazlanın 2005 yılının aynı dönemine göre %7,9 oranında azalması, cari işlemler açığını arttıran diğer önemli bir etken olarak görülmektedir. Net turizm gelirlerindeki %1,5'lik gerileme hizmetler hesabındaki fazlanın daralmasını temel nedendir. Bununla birlikte inşaat ve turizm dışındaki hizmet kalemlerinin tümünün açık veriyor olması da dikkat çekmektedir.

Yatırım geliri hesabındaki açık, 2006 yılının ilk yedi ayında 2005 yılının aynı dönemine göre %0,5 gerileyerek 3.4 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu dönemde kısa ve uzun vadeli kredilere ilişkin faiz ödemeleri, 2005 yılının aynı dönemine göre %20,6 artarak 3.1 milyar dolara ulaşmıştır.

2006 yılının ilk yedi aylık döneminde, işçi gelirlerinde bir önceki yılın aynı dönemine göre %33,7'lik artışın etkisiyle cari transferler %3,5 artarak 575 milyon dolara ulaşmıştır.

### ► Sermaye ve Finans Hesapları

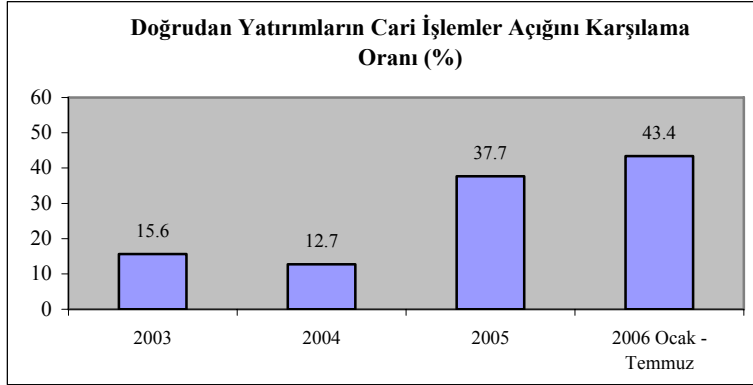
Piyasalarda yaşanan dalgalanmaların etkisiyle Nisan, Mayıs ve Haziran aylarında toplam 4.5 milyar dolarlık çıkışın yaşandığı portföy yatırımlarında olumsuz havanın Temmuz ayında ortadan kalktığı görülürken, diğer yatırımlar ve doğrudan yatırımlar yoluyla giren sermayenin ise azaldığı dikkat çekmektedir. Temmuz ayında doğrudan yatırımlar yoluyla 179 milyon dolar, portföy yatırımları yoluyla ise 1.7 milyar dolar sermaye girişi yaşanırken, diğer yatırımlar kaleminde 469 milyon dolarlık döviz çıkışı yaşanmıştır. Sonuç olarak, Temmuz ayında toplam sermaye girişi, geçen yılın aynı ayına göre %66,6 gerileyerek 1.5 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.

Yabancı yatırımcıların Temmuz ayında yurtiçi DİBS piyasasında 775 milyon dolarlık alım gerçekleştirmeleri ve Hazine'nin 500 milyon dolarlık euro tahvil ihracı portföy yatırımları kalemiyle giren sermayeye kaynaklık etmiştir. Bununla birlikte Temmuz ayında yabancı yatırımcılar hisse senedi piyasasından 324 milyon dolarlık alım gerçekleştirmişlerdir.

Diğer yatırımlar kanalıyla giren sermaye Temmuz ayında 2005 yılının aynı ayına göre gerilemekle beraber, ilk yedi ayda toplam sermaye girişinin büyük bölümünü oluşturmaya devam etmiştir. Bankacılık ve reel sektörün yurtdışı piyasalardan sağladığı krediler Temmuz ayında 2006 yılının önceki aylarına göre düşük kalmış ve sırasıyla 235 ve 524 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir.

2006 yılının ilk yedi ayı itibariyle portföy yatırımları kanalıyla sermaye girişinde yaşanan 7.1 milyar dolarlık gerileme nedeniyle toplam sermaye girişindeki artış hızı kaybetmiş ve bir önceki yılın aynı dönemine göre %16,2 artış göstererek 27.6 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. 2006 yılı Ocak - Temmuz dönemindeki toplam sermaye girişinin 9.0 milyar doları doğrudan yatırımlar, 17.8 milyar doları diğer yatırımlar ve 760 milyon doları ise portföy yatırımları yoluyla olmuştur.

2006 yılı Ocak - Temmuz döneminde doğrudan yatırımlar yoluyla giren sermaye 9,0 milyar dolara ulaşarak aynı dönemdeki toplam sermaye girişinin %32,6'lık bölümünü oluşturmuştur. 2006 yılının ilk yedi aylık döneminde yabancıların net gayrimenkul alımları bir önceki yılın aynı dönemine göre %142,3 artarak 1.8 milyar dolara yükselmiştir.



Doğrudan yatırımlar yoluyla giren sermaye girişinde 2005 yılından itibaren yaşanan artışla birlikte net doğrudan yatırımların cari açığı karşılama oranı önemli ölçüde yükselmiştir. 2003 yılında doğrudan yatırımlar cari işlemler açığının %15,6'sını karşılarken bu oran 2004 yılında %12,7'ye gerilemiştir. 2005 yılında bu kanalla 8.7 milyar dolarlık sermaye girişi cari işlemler açığının %37,7'lik bölümünü finanse etmiştir. 2006 yılının ilk yedi aylık döneminde

ise 9 milyar doların üzerine çıkan doğrudan yatırımlar cari açığın %43,4'lük bölümünü karşılamıştır. 2005 ve 2006 yıllarında doğrudan yatırımlar yoluyla sermaye girişinde iyi bir performans sergilenmesine karşın önümüzdeki yıllarda aynı hareketliliğin devam edip etmeyeceği soru işaretleri taşımaktadır. Bu açıdan bakıldığında yabancı yatırımcıların finans sektörü başta olmak üzere yurtiçinde kurulu firmalara ortak olmaları yoluyla artan doğrudan yatırımların diğer alanlara da yönlendirilmesini teşvik edecek politikaların uygulanması önem kazanmaktadır.

2005 yılının Ocak - Temmuz döneminde portföy yatırımları yoluyla gerçekleşen 7.9 milyar dolarlık sermaye girişi, 2006 yılının aynı döneminde 760 milyon dolara gerilemiştir. Söz konusu dönemde yabancı yatırımcılar DİBS piyasası yoluyla 267 milyon dolarlık döviz çıkışına neden olmuşlardır. Ancak yabancıların net 1.3 milyar dolarlık hisse senedi alımları, portföy yatırımları kanalıyla döviz çıkışını sınırlamıştır.

2005 yılının ilk yedi ayında 14.0 milyar dolar seviyesinde bulunan diğer yatırımlar kanalıyla döviz girişi, 2006 yılının aynı döneminde %62,2 oranında artarak 17.8 milyar dolara ulaşmıştır. Bankacılık ve reel sektörün yurtdışı piyasalardan sağladığı krediler diğer yatırımlar içindeki ağırlığını devam ettirmektedir. 20.7 milyar dolarlık kredilerin 5.5 milyar doları bankalar 15.1 milyar doları ise reel sektör tarafından sağlanmıştır.

Dış Kaynak Kullanımının Yapısı (%)	Ocak - Temmuz	
	2005	2006
<b>Dış Kaynak Kullanımı</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
<i>Borç Yaratan Finansman</i>	73.9	54.9
Kamu	14.9	-40.2
Bankalar	35.2	24.3
Reel Sektör	49.9	115.9
<i>Borç Dışı Finansman</i>	26.2	45.1

Ocak - Temmuz dönemleri itibariyle dış kaynak kullanımının yapısına bakıldığında finansman yapısında artan doğrudan yatırımların etkisiyle borç yaratmayan finansman kalemlerinin ağırlığının arttığı görülmektedir. 2005 yılının ilk yedi ayında toplam sermaye girişinin %26,2'si borç yaratmayan nitelikte iken, bu oran 2006

yılının aynı döneminde %45,1'e yükselmiştir. Finansman yapısı borç dışı kaynaklar lehine gelişirken, borç yaratan finansman yapısında da önemli değişiklikler dikkat çekmektedir. 2006 yılı Ocak - Temmuz döneminde kamu kesimi borç yaratan finansmanın %14,9'lık bölümünü karşılarken 2006 yılının aynı döneminde net borç ödeyicisi olmuştur. Kamunun finansman içindeki payını kaybetmesine paralel olarak bankacılık kesiminin borç yaratan sermaye girişindeki payı da 10.9 puan gerileyerek %24,3'e düşmüştür. Bunun temel nedeni ise bankacılık sektörünün kullandığı sendikasyon ve sekütirizasyon kredilerinin artış hızındaki yavaşlamadır. Söz konusu dönemler itibariyle reel sektör kaynak ihtiyacını büyük oranda yurtdışı piyasalardan borçlanarak karşılamıştır. Bu durum reel sektörün sözkonusu finansman içindeki payını büyük ölçüde arttırmıştır.

2006 yılının ilk yedi ayında net hata noksan kalemiyle 901 milyon dolarlık döviz girişinin yaşanmasının ardından, toplam döviz açığı 19.9 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu dönemde 27.6 milyar dolar sermaye girişi sonucunda Merkez Bankası rezervleri 3.9 milyar dolar artmıştır ve geriye kalan 3.9 milyar dolarlık kısmı ile IMF'ye dış borç ödemesi yapılmıştır.

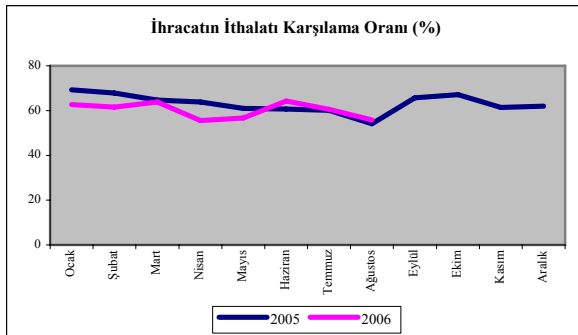
2006 yılının ilk yarısındaki güçlü büyüme performansının ardından 3. çeyreğe ilişkin veriler, bir miktar hız kaybedecek olsa da ekonominin beklenenin üstünde büyüyeceğine işaret etmektedir. Dolayısıyla dış ticaret açığındaki genişlemenin devam edecek olması ve turizm gelirlerindeki gerileme cari açık rakamını beklentimizin üzerine çıkarmıştır.

***Vakıfbank Ekonomik Araştırmalar Birimi olarak 2006 yılı cari işlemler açığı tahminimizi 29.6 milyar dolar olarak revize ediyoruz.***

## DIŞ TİCARET

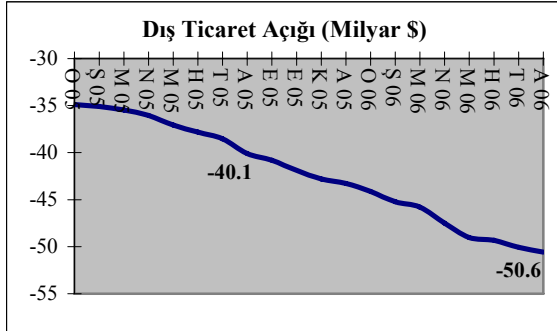
Dış Ticaret	Ağustos			Ocak –Ağustos		
	2005	2006	Değ.(%)	2005	2006	Değ.(%)
Milyon \$						
<b>İhracat</b>	5.553	6.631	19,4	46.701	53.276	14,1
<b>İthalat</b>	10.272	11.870	15,6	74.963	88.862	18,5
<b>Dış Ticaret Dengesi</b>	-4.719	-5.240	11,0	-28.262	-35.586	25,9
<b>Karşılama Oranı (%)</b>	54,1	55,9		62,3	60,0	
<b>Kaynak:TÜİK</b>						

Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) verilerine göre, ihracat Ağustos ayında bir önceki yılın aynı ayına göre %19,4 artarak 6.6 milyar dolara yükselirken, ithalat ise %15,6 oranında artarak 11.9 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. 2005 yılı Ağustos ayında 4.7 milyar dolar olan dış ticaret açığı %11’lik artışla 5.2 milyar dolara yükselmiştir.



İhracatın ithalatı karşılama oranına aylık bazda bakıldığında 2006 yılının genelinde 2005 yılındaki değerlerinin altında seyrettiği dikkat çekmektedir. 2006 yılı Ağustos ayında %55,9 gibi düşük bir seviyede gerçekleşen ihracatın ithalatı karşılama oranı 2005 yılındaki %54,1’lik değer üzerinde gerçekleşmiştir. Ocak - Ağustos dönemi itibariyle ise karşılama oranı 2005 yılına göre 2.3 puan gerileyerek %60’a düşmüştür.

Ocak – Ağustos dönemi değerlendirildiğinde, 2006 yılında ihracat 2005 yılının aynı dönemine göre %14,1 artarak 53.3 milyar dolara yükselirken, ithalat %18,5 artışla 88.9 milyar dolara ulaşmıştır. 2005 yılının ilk sekiz ayında 28.3 milyar dolar olan dış ticaret açığı, 2006 yılının aynı döneminde 35.6 milyar dolara yükselmiştir.



Ağustos ayı sonu itibariyle yıllık ihracat bir önceki yıla göre 9.5 milyar dolar artarak 80 milyar dolara yükselirken, yıllık ithalat aynı dönemde 20.1 milyar dolar artarak 130.7 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. 2006 yılı Ağustos ayı sonu itibariyle yıllık dış ticaret açığı ise 50.6 milyar dolara ulaşmıştır.

### ► İhracat

Mayıs ayından itibaren ihracatın güçlü seyrini sürdürmesinde son iki ayda yüksek büyüme eğilimine giren demir-çelik ihracatı ile yüksek oranlı artış kaydeden kara taşıtları ve aksamaları, makinalar, elektrikli makine ve cihazlar ihracatları etkili olmuştur.

İhracata ülke grupları itibariyle bakıldığında ihracatımızın %52,1’ini gerçekleştirdiğimiz Avrupa Birliği ülkelerinin 2006 yılı ikinci çeyreğinde beklentilerin üzerinde büyüme performansı göstermelerinin etkisiyle, Birlik ülkelerine yapılan ihracat Ocak – Ağustos döneminde bir önceki yılın aynı dönemine göre %14,4 oranında artış göstererek 27.8 milyar dolara yükselmiştir. Avrupa Birliği’nin 2006 yılı üçüncü çeyreğine ilişkin büyüme tahminlerinin yukarı yönlü revize edilmesi Türkiye’nin önümüzdeki aylardaki ihracat performansı açısından olumlu bir gelişmedir.

Türkiye İhracatçılar Meclisi'nin (TİM) yayınladığı verilere göre ihracat Eylül ayında %10,5 artarak 7.7 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Yılın ilk dokuz aylık dönemdeki toplam ihracat %15,0 artarak 61.4 milyar dolara ulaşırken, Eylül ayı sonu itibariyle son bir yıllık ihracat ise 81.4 milyar dolara yükselmiştir. Eylül ayında toplam ihracat içindeki payı %12 olan tarım sektörünün ihracatı %19,7 gerilerken, sanayi sektörü ihracatı ise %15,9 artış göstermiştir.

► **İthalat**

İthalat	Ağustos			Ocak – Ağustos		
	Milyon \$	2005	2006 Değ.(%)	2005	2006 Değ.(%)	
Yatırım Malları	1.797	1.858	3,4	12.765	14.170	11,0
Ara Malları	7.037	8.592	22,1	53.270	63.623	19,4
Tüketim Malları	1.361	1.355	-0,4	8.534	10.735	25,8

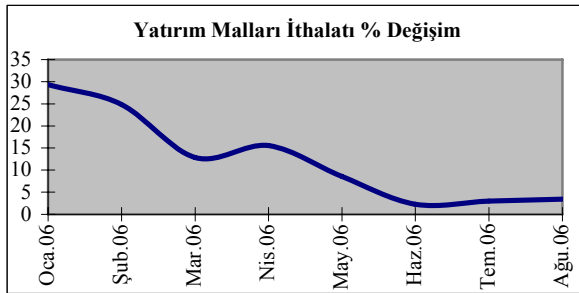
*Kaynak: TÜİK*

Ağustos ayındaki %15,6'lık ithalat artışını sağlayan temel etken aramalı ithalatında yaşanan %22,1'lik yükseliş olmuştur. Söz konusu ayda yatırım malları ithalatı %3,4 artarken, tüketim malları

ithalatı %0,4 gerilemiştir.

Mayıs ayında YTL'nin değer kaybetmesinin ardından tüketim malları ithalatı Haziran ve Temmuz aylarında beklentilerin aksine yüksek oranlı büyüme gösterdikten sonra Ağustos ayında yavaşlamıştır. Bu yavaşlamanın temel nedenini ithal otomobil satışlarında son aylarda yaşanan gerileme ve dayanıklı tüketim malları ithalatındaki azalma oluşturmaktadır. Yarı dayanıklı tüketim malları ithalatındaki artış eğilimi ise devam etmektedir.

Ağustos ayındaki ithalat artışının başlıca nedenini aramalı ithalatında görülen %22,1'lik artış oluşturmaktadır. İhracattaki artışa paralel olarak yurtiçi üretimin güçlü seyrini koruması aramalı ithalatında yüksek oranlı artışa neden olmuştur. Önümüzdeki dönemde ekonomide beklenen ölçüde yavaşlama olmaması durumunda ara mali ithalatının yüksek seyretmeye devam etmesi beklenirken, Eylül ayının ortasından itibaren gerileyen petrol fiyatlarının Türkiye'nin enerji faturasını azaltarak ithalatı yavaşlatması öngörülmektedir.



Yatırım ithalatının artış hızında Mayıs ayından itibaren görülen yavaşlama eğilimi Ağustos ayında da devam etmiştir. Yatırım malları ithalatında görülen yavaşlama yurtiçi yatırım talebinde de gerileme olabileceğine ilişkin beklentileri güçlendirmektedir.

İhracatın güçlü bir seyir izlemesine rağmen ara malları ithalatındaki artışın etkisiyle ithalatın da yüksek oranlı artmaya devam etmesiyle dış ticaret açığındaki artış eğilimi devam etmektedir. Ağustos ayında tüketim malları ithalatında görülen yavaşlamanın önümüzdeki aylarda da devam etmesi ve petrol fiyatlarındaki gevşemenin kalıcı olması dış ticaret açığını sınırlayıcı bir etki yaratacaktır. Ekonomik canlılığın devam etmesi ise petrol dış aramalı ithalatını artırarak dış ticaret dengesini olumsuz etkileyecektir.

**Vakıfbank Ekonomik Araştırmalar Birimi olarak 2006 yılı ihracat tahminimiz 83 milyar dolar, ithalat tahminimiz ise 133 milyar dolardır.**

## BANKACILIK SEKTÖRÜ

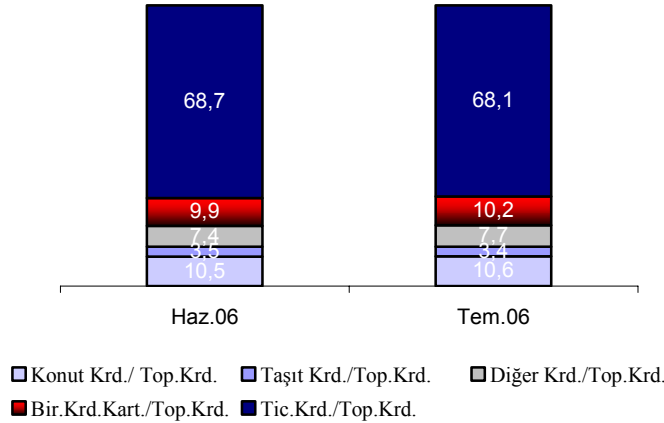
(Milyon) YTL	Değişim %				
	Ara.05 (1)	Haz.06 (2)	Tem.06 (3)	(3)-(1)	(3)-(2)
Nakit Rezervler	46.751	44.785	39.844	-14,8	-11,0
Men.Değ.Port.	143.016	159.674	156.232	9,2	-2,2
Krediler	149.937	195.282	194.632	29,8	-0,3
Duran Aktifler	21.015	20.903	21.218	1,0	1,5
Diğer Aktifler	36.243	34.602	33.224	-8,3	-4,0
<b>Toplam Aktif</b>	<b>396.962</b>	<b>455.246</b>	<b>445.150</b>	<b>12,1</b>	<b>-2,2</b>
Mevduat	243.121	281.764	272.713	12,2	-3,2
Mevduat Dışı Kayn.	100.108	122.558	119.016	18,9	-2,9
Özkaynaklar	53.733	50.836	53.421	-0,6	5,1
<b>Toplam Pasif</b>	<b>396.962</b>	<b>455.246</b>	<b>445.150</b>	<b>12,1</b>	<b>-2,2</b>

Kaynak: BDDK

### ► Aktif Yapısı:

Türk bankacılık sektörünün toplam aktifleri son bir ayda YP aktiflerde meydana gelen azalışın etkisiyle %2,2 oranında azalarak Temmuz ayı itibariyle 445.150 milyon YTL olmuştur. Bu azalışta, özellikle nakit rezervler kalemindeki %11'lik gerileme başta olmak üzere duran aktifler dışındaki tüm aktif kalemlerde meydana gelen gerilemeler etkili olmuştur. Nakit rezervlerdeki gerilemeye bağlı olarak son bir ayda nakit rezervlerin toplam aktifler içindeki payı %9,8'den %8,9'a gerilerken; menkul değerler portföyünün payı değişmeyerek %35,1 olarak gerçekleşmiştir. Kredilerin payı ise son bir ayda yaşanan %0,3 oranındaki gerilemeye rağmen %42,9'dan %43,7'ye çıkmıştır. Bu artışta, kredi hacminde meydana gelen gerilemenin, sektörün aktif büyüklüğündeki gerilemenin görece altında kalması etkili olmuştur.

Kredi Türlerinin Toplam Krediler İçindeki Payı (%)



Bankacılık sektörü kredi hacmi Temmuz ayı itibariyle son bir aylık dönemde TP kredilerde meydana gelen %2,1 oranındaki artışa karşın; YP kredilerde YTL'nin değer kazanmasının da etkisiyle gerçekleşen %5,8 oranındaki azalma sonucunda %0,3 azalarak 194.632 milyon YTL olarak gerçekleşmiştir. Banka grupları itibariyle kredi hacmindeki artış ve azalışları incelediğimizde, yabancı sermayeli bankalar hariç bütün banka gruplarında gerilemeler yaşanmıştır. Kredi hacmindeki en büyük gerileme %1,9 azalışla kamu sermayeli mevduat bankalarında yaşanırken, bunu sırasıyla %1,4 azalışla kalkınma ve yatırım bankaları, %0,8 azalışla da özel sermayeli bankalar izlemiştir. Yabancı sermayeli banka

grupunda ise %2,3 oranında artış gerçekleşmiştir. Kredi türlerinin toplam krediler içindeki paylarına bakıldığında, son bir aylık dönemde en büyük artışın son birkaç ayın aksine bireysel kredi kartlarında yaşandığı görülmektedir. Bunu sırasıyla diğer krediler ve konut kredilerindeki artışlar izlerken, taahhüt ve ticari kredilerin toplam krediler içindeki payları ise gerilemiştir.

Son bir aylık dönemde kredi hacmi azalırken takipteki alacaklar %1 oranında artmıştır. Takipteki alacaklar kalemi artarken kredi hacminin gerilemesi kredilerin takibe dönüşüm oranını Temmuz ayı itibariyle az da olsa artırmıştır. Kredilerin takibe dönüşüm oranı Temmuz ayında %3,9 olarak gerçekleşmiştir.



Kredi Türlerinin Takibe Dönüşme Oranı			
% pay	Ara.05	Haz.06	Tem.06
<b>Konut</b>	0,13	0,1	0,1
<b>Taşıt</b>	1,2	1,5	1,6
<b>Bireysel Kredi kartları</b>	7,8	8,4	8,2
<b>Ticari Krediler</b>	5,7	4,2	4,3

Kaynak: BDDK

Temmuz ayı itibariyle kredi türlerinin takibe dönüşüm oranları incelendiğinde sadece bireysel kredi kartlarının takibe dönüşüm oranında bir gerileme yaşandığı, konut kredilerinde fazla bir değişim olmadığı, taşıt ve ticari kredilerin takibe dönüşüm oranlarında ise artış olduğu görülmüştür.

İlk beş sektör itibariyle durum değerlendirildiğinde;

En çok Pay alan 5 Sektör % Pay			
	Haz.06		Tem.06
Top.Tic.ve Kom.	9,0	Top.Tic.ve Kom.	9,4
Tekstil San.	6,7	Tekstil San.	7,4
İnşaat	5,7	İnşaat	5,8
Finansal Aracılık	5,6	Metal Ana San.	5,4
Metal Ana San.	5,3	Finansal Aracılık	5,3
	32,3		33,3

Kaynak: BDDK

Temmuz ayı itibariyle, ticari kredilerden en çok pay alan 5 sektörün ticari krediler içindeki payı bir önceki aya göre artarak %32,3'ten %33,3'e çıkmıştır. En büyük artış tekstil sektöründe gerçekleşirken, bunu sırasıyla toptan ticaret ve komisyonculuk, inşaat ve metal ana sanayi sektörleri izlemiş, finansal aracılık sektörünün ticari krediler içindeki payı ise gerilemiştir.

#### ► Pasif Yapısı:

Bankacılık sektörünün Temmuz ayı itibariyle fon kaynakları incelendiğinde %88'inin yabancı kaynaklardan, %12'sinin ise özkaynaklardan oluştuğu görülmektedir. Son bir aylık dönemde en büyük artış %5,1 ile özkaynaklarda yaşanırken, sektörün diğer fon kaynaklarında gerilemeler ortaya çıkmıştır. En büyük gerileme %3,2 azalışla mevduatta yaşanırken, bunu %2,9 azalışla mevduat dışı kaynaklar izlemiştir.

Sektörün bilanço büyüklüğü son bir aylık dönemde %2,2 azalırken mevduat hacmindeki azalışın %3,2 ile aktif büyüklüğünün görece üzerinde gerçekleşmesi, mevduatın fon kaynakları içindeki payının %61,9'dan %61,3'e gerilemesine neden olmuştur. Mevduat hacmindeki sözkonusu gerileme banka grupları itibariyle değerlendirildiğinde en büyük gerileme %10,4 ile yabancı sermayeli bankalarda yaşanırken, bunu sırasıyla %4 ile kamu sermayeli bankalar ve %2,1 ile özel sermayeli bankalar izlemiştir. Mevduatın para cinsi kompozisyonuna bakıldığında; son bir aylık dönemde de TP lehine dönüşümün devam ettiği görülmektedir. Ancak hala dalgalanma öncesi seviyesini yakalayamamıştır. Haziran ayında %36,9 olan YP mevduatın toplam mevduat içindeki payı, Temmuz ayı itibariyle %36,8'e gerilemiştir. Son bir aylık dönemde de mevduatın kısa vadede yoğunlaşma oranı artarak vadesiz, 1 ay ve 1-3 ay arası mevduatın toplam mevduat içindeki payı %86,7'den %88,1'e çıkmıştır. Mevduat hacminin kredi hacminden daha fazla gerilemesi Temmuz ayı itibariyle mevduatın krediye dönüşüm oranının %69,3'ten %71,4'e çıkmasına neden olmuştur.

Sektörün mevduat dışı kaynakları son bir aylık dönemde bankalara borçlar kalemindeki %5,8'lik azalışın etkisiyle %2,9 oranında gerilemiştir. Sektörün yabancı fon kaynakları içinde mevduattan sonra en büyük pay olan bankalara borçlar kaleminin payı, son bir aylık dönemde yaşanan gerilemeye bağlı olarak %15,4'ten %14,9'a düşmüştür.

Yurt Dışı Bankalara Borçlar	Değişim %					
	(Milyon) YTL	Ara.05 (1)	Haz.06 (2)	Tem.06 (3)	(3)-(1)	(3)-(2)
<b>Sektör</b>		<b>42.061</b>	<b>62.426</b>	<b>58.784</b>	<b>39,8</b>	<b>-5,8</b>
Kamu Sermayeli Bankalar		3.866	7.954	7.468	93,2	-6,1
Özel Sermayeli Bankalar		32.280	45.267	42.779	32,5	-5,5
Yabancı Sermayeli Bankalar		2.924	5.034	4.511	54,3	-10,4
Kalkınma ve Yatırım Bankaları		2.991	4.171	4.026	34,6	-3,5

Kaynak: BDDK

Temmuz ayı itibariyle bankalara borçlar kaleminin %88,5'ini yurt dışı bankalara olan borçlar oluşturmaktadır. Son bir aylık dönemde yabancı bankalara borçlar kalemindeki en büyük azalış %10,4 ile yabancı sermayeli bankalarda yaşanırken, bunu %6,1 ile kamu sermayeli bankalar, %5,5 ile özel sermayeli bankalar ve %3,5 ile kalkınma ve yatırım bankaları takip etmiştir.

Sektör özkaynakları, net dönem karında gerçekleşen %23,3'lük artışın etkisiyle son bir aylık dönemde %5,1 artarak 50.836 milyon YTL'den 53.421 milyon YTL'ye çıkmıştır. Bu artışa bağlı olarak özkaynakların fon kaynakları içindeki payı %11,1'den %12'ye yükselmiştir.

Sektörün net dönem karı Temmuz ayında, geçen yılın aynı dönemine göre %21,4, bir önceki aya göre ise %23,3 oranında artarak 4.989 milyon YTL'den 6.152 milyon YTL'ye çıkmıştır. Son bir aylık dönemde net dönem karındaki artışta kambiyo zararlarında meydana gelen azalmalar ve kredilerden alınan faizlerin %18,8 ve menkul değerlerden alınan faizlerin ise %22,3 oranında artması etkili olmuştur. Toplam faiz gelirleri bir önceki aya göre %20,1 artarken, faiz giderleri %20,9 oranında artmıştır. Faiz giderlerinde ise en büyük artış Temmuz ayı itibariyle %20,4 artan mevduata verilen faizlerde meydana gelmiştir. Bunu %18,8'lik artışla bankalara verilen faizler izlemiştir. Sektörün faiz dışı gelirlerinden, kredilerden alınan ücret ve komisyonlar %15,9 artarken, bankacılık hizmet gelirleri bir önceki aya göre %16,6 oranında artmıştır. Sektörün faiz dışı giderlerinde ise bir önceki aya göre %15,2 oranında artış yaşanmıştır.

2006 yılı Temmuz ayı itibariyle sektör aktif karlılığı net dönem karında gerçekleşen %23,3'lük artışa bağlı olarak %1,1'den %1,4'e; özkaynak karlılığı ise %9,8'den %11,5'e yükselmiştir.

2006 yılı Temmuz ayı itibariyle sektörün sermaye yeterliliği standart rasyosu, son bir aylık dönemde %1,2 artarak %19,8'e yükselmiştir. Bu yükselmeye, net dönem karında gerçekleşen artış sonucu sektör özkaynaklarında meydana gelen artışla birlikte piyasa riskine maruz tutarda gerçekleşen azalmanın etkisi olmuştur.

#### Finansal İstikrar Raporu'ndan Değerlendirmeler:

##### Bankacılık Sektörü Performans Endeksi

	PE	Likidite	Özkaynak	Kur Riski	Karlılık	Aktif Kalitesi
12/2003	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
12/2004	100.3	100.6	99.5	100.1	99.8	101.4
12/2005	100.6	102.1	99.4	99.8	98.7	102.7
01/2006	100.6	100.4	99.8	99.4	100.6	102.6
02/2006	100.1	100.3	99.8	97.5	100.3	102.7
03/2006	100.5	100.6	99.5	98.3	100.9	102.9
04/2006	99.9	99.4	99.3	97.5	100.7	102.9
05/2006	99.6	98.9	97.8	97.7	100.5	103.1
06/2006	100.0	99.3	97.5	99.2	100.5	103.4

Kaynak: BDDK – Finansal İstikrar Raporu (Mart – Haziran 2006)

BDDK'nın hazırladığı Finansal İstikrar Raporu'nda 2003=100 bazlı performans endeksinde göre; aktif kalitesi 103,4 seviyesi ile performans endeksinin en olumlu yapıda seyreden bileşeni olarak değerlendirilmektedir. Yıllar itibariyle kredilerin takibe dönüşüm oranının ve duran varlıkların aktif içindeki payının azalması sektörün aktif kalitesinin arttığı en önemli göstergelerindendir. Bu sonuçta, kredilerin takibe dönüşüm oranının azalmasının önemli etkisi olmuştur. Bu oran, endeksin baz alındığı yıl olan 2003 yılındaki %13'ler seviyesinden %3,9'a kadar gerilemiştir. Performans endeksinin en olumsuz bileşeni ise 97,5 seviyesi ile özkaynaklar olmuştur.

## Aracılık Maliyetlerindeki Gelişmeler

(%)	2003	2004	2005	2006/6
(a) Mudiye ödenen net faiz	30.9	19.0	16.4	15.9
(b) Mudi tarafından ödenen vergi (puan)	6.6	4.1	3.7	3.5
(c) Bankaca ödenen faiz (a+b)	37.5	23.1	20.1	19.4
(d) Mevduat üzerindeki kamusal yük (puan)	1.6	1.3	1.1	1.1
(e) Kredi faiz oranı (c+d) (*)	39.1	24.4	21.2	20.5
(f) Kredi müşterisine ödenen vergiler (puan)	5.3	1.6	1.3	1.2
(g) Müşteri üzerindeki toplam kredi maliyeti (e+f)	44.4	26.0	22.5	21.7
(h) Faiz marjı (puan) (g-a)	13.5	7.0	6.1	5.9
(i) Toplam kredi maliyeti içerisinde kamusal yükümlülüklerin payı (h/g)	30.4	26.9	27.2	27.0
<p>(a) Söz konusu dönemlerdeki kamusal yükümlülükler düşüldükten sonra mudinin eline geçen net faiz oranıdır.</p> <p>(b) Tasarruf sahipleri üzerindeki gelir vergisi stopajı, özel işlem vergisi olarak alınan kamusal yükümlülüklerdir.</p> <p>(c) Banka tarafından mudiye verilen 1 ay vadeli yıllık YTL mevduat faiz oranıdır.</p> <p>(d) Banka tarafından mudiden toplanan fonlar üzerindeki TMSF primi, BDDK giderlerine katılma payı, disponibilita ve zorunlu karşılık yükümlülüklerinden oluşan kamusal nitelikli ödemelerdir.</p> <p>(e) Banka tarafından kâr ve operasyonel gider marjları sıfır varsayılarak hesaplanan başabaş kredi faiz oranıdır.</p> <p>(f) Kurumsal kredi müşterisi üzerindeki BSMV, KKDF, damga vergisi gibi kamusal yükümlülükler ile gider kısıtlaması nedeniyle vergiler üzerinden ödenen kurumlar vergisi eklenmiş, gider kabul edilen vergilerin vergi matrahından düşülmesinin maliyet azaltıcı etkisi dikkate alınmıştır.</p>				

Kaynak: BDDK – Finansal İstikrar Raporu (Mart – Haziran 2006)

BDDK Finansal İstikrar Raporu’unda da belirtildiği üzere; sektörün karlılık oranlarının ve rekabet gücünün artırılmasında aracılık maliyetlerinin aşağıya çekilmesi kritik önem taşımaktadır. Yüksek aracılık maliyetleri rekabeti bozucu etki yapmakta, bankacılık sisteminin etkin çalışmasına engel olmaktadır. BDDK’nın 2005 yılında hazırladığı “Türk Bankacılık Sektöründe Aracılık Maliyetleri” isimli çalışma raporu da bunu iyi bir şekilde göstermektedir. Rapora göre; aracılık maliyetlerinin etkinliğinin ölçülmesinde bankaların mudiye ödediği faiz gideri ile müşterisine verdiği kredilerin maliyeti arasındaki toplam faiz marjı dikkate alınmaktadır ve faiz marjı içerisinde kamusal yükümlülüklerin payı aracılık maliyetlerinin yüksekliği/düşüklüğü açısından karar verilmesinde temel teşkil etmektedir. Bankalar üzerindeki kamusal yükümlülüklerin ağırlığı ise düşen enflasyon ve nominal faiz oranlarıyla daha belirgin bir hale gelmektedir. Önümüzdeki dönemlerde ekonomik yapıdaki istikrarın sürdürülmesiyle, sektörün aracılık işlevini daha etkin yerine getirerek reel sektöre daha fazla kaynak sağlaması, bankaların karlılıklarını sürdürebilmeleri ve kendilerinden beklenen aracılık işlevini etkin bir yapıda gerçekleştirebilmeleri için aracılık maliyetlerinin azaltılmasının önemi artacaktır. Bu çalışmada yapılan analiz sonuçları, nominal faizlerin düştüğü ortamda kamusal yükümlülükler içinde banka ve Katılım Bankaları’nın payının arttığını göstermektedir. Banka ve ÖFK’lar 2002 yılında mali yükümlülüklerin %26’sını üstlenirken, sözkonusu oran 2004 yılında %35’e yükselmiştir. Nominal faiz oranlarındaki gerileme ve bankacılık sektörü üzerindeki kamusal yükümlülüklerin azaltılmasına yönelik mevzuat değişikliklerine bağlı olarak, faiz marjı 2003 yılında 14 puandan 2006 Haziran ayında 6 puana düşmüştür. (Yapılan mevzuat değişiklikleri: Prim oranı ve matrah değişikliğiyle efektif Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF) prim yükünün yarıya düşmesi sağlanmıştır. Bankalar tarafından kullanılacak kredilerin temini ve geri ödenmesinde düzenlenecek kağıtlar ile bu kağıtlar üzerine konulacak şerhler ve kambiyo senetleri üzerindeki aval ve kefalet şerhleri için damga vergisi istisnası ve sözkonusu işlemlere ilişkin harçlardan istisna sağlanmıştır. Ticari ve kurumsal krediler üzerindeki KKDF kesintisi oranı %0 olarak tespit edilmiştir. Önümüzdeki dönemlerde de, IMF ile imzalanan Stand-by anlaşması gereğince finansal aracılık hizmetleri üzerindeki vergilerin kademeli olarak azaltılacağı taahhüdünde bulunulmuştur.) Ancak bu düşüşün %70’i nominal faiz oranlarındaki düşmeden, %30’u ise yapılan mevzuat değişiklikleriyle kamusal yükümlülüklerin azalmasından kaynaklanmıştır. Sözkonusu dönemde toplam kredi maliyeti içinde kamusal yükümlülüklerin payı ise %30’dan %27’ye gerilemiştir. Önümüzdeki dönemlerde kamusal yükümlülüklerin bütçe dengeleri de gözetilerek değerlendirmeye tabii tutulması gerektiği düşünülmektedir. Bu gelişmeler sektörün aracılık işlevini daha etkin yerine getirmesini sağlayacaktır.

## ULUSLARARASI GELİŞMELER

### ► Ağustos Ayında Dünyada ve Türkiye’de Yaşanan Ekonomik Gelişmeler

#### ***Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD) global ekonomiyle ilgili tahminlerini revize etmiştir.***

OECD tarafından yapılan açıklamada, ABD Merkez Bankası’nın (Fed) fiyat istikrarını sağlamak için faiz oranlarını daha fazla artırmaya gerek duyabileceği ve yeterince ekonomik iyileşme sağlayan Avrupa Merkez Bankası’nın euro bölgesi faiz oranlarını nötr seviyelere çıkarmak için çaba harcayabileceği belirtilmiştir. Fed’in enflasyonist baskıyı azaltmak için önümüzdeki aylarda ekonomiyi daha fazla soğutmak zorunda kalabileceğini belirten OECD, Japonya’ya ekonominin deflasyondan çıktığına emin olmadan para politikasını sıkılaştırmaması uyarısında bulunmuştur. OECD dünya ekonomisi önündeki risk faktörleri olarak; ABD’de enflasyon ve emlak piyasasında soğumayı, Japonya’da ise deflasyonu göstermiştir. Revize edilen bazı G-7 ülkelerinin 2006 büyüme tahminlerini ise şöyledir; Japonya’ya ilişkin büyüme tahmini %2,8’den %2,5’e düşürülmüş, Euro Bölgesi tahmini %2,2’den %2,7’ye çıkartılmış, ABD’nin %3,6 olan büyüme tahmini ise değiştirilmemiştir.

#### ***G7 ülkelerinin Maliye Bakanları ve Merkez Bankası Başkanları toplantısı yapılmıştır.***

Singapur’da yapılan toplantılarda, genel olarak dünya ekonomisi ve finansal piyasalardaki gelişmeler ele alınmış, ayrıca dünya ülkelerinin cari açık ve fazlaları çerçevesinde döviz kurları gündeme getirilmiştir. Bu çerçevede, Çin’in hızlı büyümesi ve yuan’ın değeri de görülmüş, global ticari dengesizliklerin azaltılması için Çin’in para birimi yuanın yabancı paralar karşısında daha esnek hareket etmesine izin vermesi ve değerini artırması gerektiği belirtilmiştir. Japonya’nın yapay olarak parasının değerini düşük tuttuğu belirtilen toplantıda, toparlanma sürecine giren Japonya ekonomisinin bunu para birimi yenin değerine yansıtması gerektiği ifade edilmiştir. G-7 ülkelerinin ekonomik büyümesinin önündeki riskler, artan enflasyonist baskılar, enerji piyasalarında uygulanan sıkı politikalar, artan korumacılık olarak tanımlanmıştır.

#### ***Uluslararası Finans Kurumu (IIF) “Gelişmekte Olan Piyasalara Giden Sermaye Akımları” raporunu yayımlanmıştır.***

Raporda, global ekonominin durgunluğa gireceğine ilişkin kaygıların, makroekonomik dengesizlikler ve dış finansmana bağımlılık gibi nedenlerden dolayı gelişmekte olan ülkeleri daha fazla etkilediği belirtilmiş; bu ülkelerin önümüzdeki dönem gerçekleştirebilecek olası bir dalgalanmadan en az düzeyde etkilenmeleri için gerekli önlemleri almaları gerektiği ifade edilmiştir. Raporda, 2004 yılında 146,8 milyar dolar, 2005 yılında 185,7 milyar dolar olan toplam yabancı sermaye yatırımlarının 2006 yılında 201,9 milyar dolar olacağı, bu miktarın 2007 yılında 193,7 milyar dolara düşeceği öngörülmüştür. IIF raporda, önümüzdeki yıl global ekonomide yavaşlama beklentilerine karşın petrol talebinin daralmayacağını, arz tarafındaki mevcut riskler nedeniyle son dönemde pek çok rekor denemesi yapan petrol fiyatlarının artma eğilimini koruduğunu belirtmiştir. Raporda ayrıca, uyguladığı sıkı para politikalarına rağmen 2006 yılında %10,5, 2007 yılında %10,0 büyüyeceği tahmin edilen Çin’in, bu yıl da en çok doğrudan yabancı yatırım çeken gelişmekte olan ülke olacağı ifade edilmiş, gelişmekte olan ülkelere giren toplam yatırım miktarının dörtte birinin bu ülkeye gideceği öngörülmüştür. Türkiye’nin de içine dahil edildiği gelişmekte olan Avrupa bölgesine 2006 yılında 66 milyar dolar, 2007 yılında ise 58 milyar dolar doğrudan yatırım gerçekleşeceği tahmin edilmiştir. Türkiye’nin bu bölgede en fazla yatırım çeken ülke olacağı öngörülen raporda, Türkiye’ye 2005 yılında 9 milyar dolar olarak gerçekleşen sermaye yatırımlarının 2006 yılında özelleştirmelerin etkisiyle artarak 22 milyar dolara ulaşacağı ifade edilmiştir. 2007 yılında ise özelleştirmelerde azalma olacağı beklentisiyle bu rakamın 15 milyar dolara düşeceği belirtilmiştir.

#### ***Türkiye, Çin, Meksika ve G. Kore’nin IMF’deki kotası artırılmıştır.***

Uluslararası Para Fonu (IMF), Türkiye, Çin, Güney Kore ve Meksika’nın 'ekonomik büyüme eğilimleri' doğrultusunda, fon içindeki ağırlıklarını ve oy haklarını artıran reformu kabul etmiştir. Böylece Türkiye’nin oy oranını %0.453’ten %0.548’e çıkarırken, Çin’inkini %2.93’ten %3.65’e, Güney Kore’ninkini % 0.76’dan %1.329’a, Meksika’ninkini de %1.196’dan %1.431’e yükseltmiştir. İki aşamalı bir reform planının ilk ayağı olan kota artırımı ile bu ülkelerin hem karar mekanizmasındaki etkisi hem de finansman imkanları artırılmıştır.

#### ***Türkiye, küresel rekabet liginde bir önceki yıla göre 12 basamak yükselerek 59’uncu olmuştur.***

Dünya Ekonomik Forumu tarafından hazırlanan "Küresel Rekabet Raporu 2006-2007" ye göre, Küresel Rekabet Endeksi sıralamasında Türkiye 125 ülke arasında 59. olmuş, böylelikle endeks sıralamasında gelişen piyasa ekonomileri arasında yer alan Brezilya, Arjantin gibi ekonomileri geride bırakmıştır. Raporda, Türkiye’nin son

yıllarda makro ekonomik istikrar temellerini atarak büyük adımlar kaydettiği, bu çabaların AB'ye üyelik hedefine ulaşma sürecinin bir parçası olarak benimsenen önemli siyasi ve ekonomik reformlarla tamamlandığı vurgulanmıştır. Türkiye'nin bu sene sıralamadaki belirgin ilerleyişinin de bu çabaları yansıttığı belirtilmiştir. Rapora göre dünyanın rekabet gücü en yüksek ülkeleri ise İsviçre, Finlandiya ve İsveç olmuştur. Forum her yıl çok sayıda ülkenin güçlü ve zayıf yönlerini kapsamlı olarak ele alan bir bakış açısı sunmak için dünya çapında iş dünyası liderleriyle anket yapmaktadır. Rapordaki sıralamalar da, kamuya açık kesin verilerin kombinasyonu ve Yönetici Görüş Anketi'nin sonuçları esas alınarak oluşturulmaktadır.

**Ağustos ayı içinde faiz oranlarını artıran Merkez Bankaları şöyle olmuştur;**

Merkez Bankaları	Faiz Artırım Oranı	Son Faiz Oranı
Çek Cum.Merkez Bankası (CNB)	0,25	2,50
Slovakya Merkez Bankası (NBS)	0,25	4,75
İsviçre Merkez Bankası (SNB)	0,25	1,25
Macaristan Merkez Bankası (MNB)	0,50	7,75

*Kaynak:Reuters*

### ► Türkiye- Avrupa Birliği ve IMF İlişkileri

Avrupa Parlamentosu Genel Kurulu, içerdiği ifadeler nedeniyle Türk tarafında tepkilere yol açan Türkiye Raporunu kabul etmiştir. Bağlayıcı özelliği olmayan tavsiye niteliğindeki raporun son şeklinde, Türkiye'ye Avrupa Birliği (AB) üyeliği yolunda yapılan reformların hızlandırılması çağrısı yinelenmiş, özellikle ifade özgürlüğü, dini haklar ve azınlık hakları, sivil-asker ilişkileri, sendikalar, kültürel haklar ve yargının bağımsızlığı alanlarında reformların uygulamaya konması istenmiştir. Ermeni soykırımını iddialarının kabul edilmesinin üyeliğin ön şartı olduğuna dair paragraf rapordan çıkartılmıştır Türkiye Raporu, 8 Kasım'da açıklanacak İlerleme Raporu öncesi olumsuz bir havaya neden olmuştur.

Bu ay AB-Türkiye gündeminde yer alan bir diğer konu ise, AB Dönem Başkanı Finlandiya'nın "liman krizi"ni çözmek için Türkiye'nin liman ve havaalanlarının Rum gemilere açılması karşılığında Maraş'ın Birleşmiş Milletler'in, Magosa limanının ise AB'nin denetimine geçmesini içeren planı olmuştur. Planla ilgili Türkiye'nin görüşünün ilerleyen günlerde netlik kazanması beklenmektedir.

Reformların yavaşladığına ilişkin Avrupa Birliği'nden gelen eleştirilerin artması ve İlerleme Raporu öncesi 9. Reform Paketi olarak adlandırılan AB ile uyum yasalarının çıkartılması için olağanüstü toplanan TBMM'de yürütülen çalışmalar devam etmektedir. Bu kapsamda, uyum paketinin en önemli yasalarından birisi olan Vakıflar Kanunu Tasarısı kabul edilirken, TCK'nun 301. maddesine ilişkin görüşmeler halen sürmektedir. AB tarafında, reform paketiyle ilgili yürütülen çalışmalar olumlu karşılanmakta olup, reformlarda geline son aşama ve bunun İlerleme Raporu'na etkileri 17 Ekim'de Ankara'da AB yetkilileri ve Türkiye arasında yapılacak toplantıda ele alınacaktır. Bulgaristan ve Romanya'nın 1 Ocak 2007 tarihi itibarıyla AB üyesi olması kesinlik kazanırken, Türkiye ile müzakerelerin geleceğine yönelik kararın İlerleme Raporu'na göre alınması beklenmektedir.

Uluslararası Para Fonu (IMF) heyetinin 923,2 milyon dolarlık (624,6 SDR) kredi dilimini içeren beşinci gözden geçirme görüşmeleri için Ekim ayının ilk yarısında Türkiye'ye gelmesi beklenmektedir. Görüşmelerde 2007 bütçesi başta olmak üzere, bankacılık, para politikası, KİT dengesi, enflasyon, büyüme, cari açık ve vergi konularının ele alınması beklenmektedir.

### ► Gelişmiş Ülkeler

#### ▪ ABD

Eylül ayında açıklanan veriler büyük ölçüde ABD ekonomisinin yavaşlamaya başladığını göstermiştir. Ay boyunca bu yavaşlamanın hızının ne olacağı sorusuna cevap aranmaya çalışılmış ve ABD Merkez Bankası'nın (Fed) faiz indirimine ne zaman başlayacağı konusu tartışılmaya başlanmıştır. Açıklanan ekonomik veriler yıl



başından beri özellikle enflasyonist baskılar açısından dikkatle takip edilirken, artık, ekonominin yavaşlama hızının tespiti için de değerlendirilmeye başlanmıştır.

ABD Temel Ekonomik Göstergeleri					
(%) Değişim	2002	2003	2004	2005	En Son
<b>Büyüme</b>	1,6	2,5	3,9	3,2	2,6 (2006 QII)
<b>İşsizlik</b>	5,8	6	5,5	5,07	4,7 (Ağustos 06)
<b>Enflasyon (CPI)</b>	1,6	2,3	2,7	3,4	3,8 (Ağustos 06)
<b>Fed Faiz Oranı</b>	1,25	1,00	2,25	4,25	5,25 (Haziran 06)

*Kaynak: Fed, Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics, IMF, Reuters*

ABD enflasyon verilerinin bu ay beklentilere paralel seyretmesi rahatlatıcı bir unsur olmuştur. Fed toplantısından birkaç gün önce açıklanan verilere göre TÜFE Ağustos ayında bir önceki aya göre %0,2, yıllık bazda ise %3,8 oranında artış göstermiştir. Fed için faiz kararlarını alırken öncelik taşıyan çekirdek TÜFE

de aylık bazda %0,2 artış göstererek beklentiler doğrultusunda gelmiştir. Ağustos ayında çekirdek ÜFE’de ise bir önceki aya göre %0,2 düşüş beklenirken, %0,4 düşüş gerçekleşmiştir. Bir diğer önemli enflasyon verisi olan Kişisel Tüketim Harcamaları Endeksi (PCE) de hem çekirdek hem genel bazda olmak üzere Ağustos ayında %0,2 oranında artmıştır. %0,2 olan beklenti seviyesiyle çelişmeyen çekirdek PCE, yıllık bazda %2,5 artış göstererek Nisan 1995’ten beri en yüksek düzeye ulaşmıştır. Ayrıca, ABD Ticaret Bakanlığı yılın ilk çeyreğinde %2 olarak açıklanan PCE endeksini II. çeyrek için %2,7 olarak açıklamıştır. %2,8’e çıkması beklenen II. çeyrek PCE endeksinin beklentilerin altına inmesi, piyasalarda olumlu bir etki yaratmıştır. Sürpriz olarak algılanmayan fiyat endeksleri, petrol fiyatlarındaki düşüşün enflasyon beklentilerine yansımaya başladığını, dolayısıyla beklentilerin düşme eğiliminde olduğunu göstermiştir.

Üretim verilerine bakıldığında ise ayın ilk yarısında açıklanan sanayi üretiminin Ağustos’ta aylık bazda %0,1 azaldığı, kapasite kullanım oranının ise Temmuz ayında açıklanan %82,7 seviyesinden %82,4’e düştüğü görülmüştür. Temmuz ayında aylık bazda %1,4 artan perakende satışlar ise, Ağustos’ta %0,2 artış kaydetmiştir. Sanayi üretimi ile korelasyonu nispeten yüksek bir bölgesel veri olan Fed’in Filadelfiya Şubesi’nce yapılan iş dünyası anketinden elde edilen endeksin Ağustos ayındaki 18,5 seviyesinden, Eylül ayında -0,4’e düşmesi, ekonominin hızlı bir şekilde yavaşladığına dair endişeleri bir hayli artıran bir gelişme olmuştur. Nitekim, Filadelfiya endeksindeki bu düşüşle birlikte Fed’in Aralık ayında faiz oranını düşürmeye başlayacağı beklentisi yayılmaya başlamıştır.

20 Eylül’de yapılan Fed toplantısına bakıldığında ise, faiz oranını %5,25’te bırakma kararı alan Fed’in ekonomideki yavaşlama konusunda belirgin bir görüş sahibi olduğu görülmektedir. Toplantı sonrasında yapılan yazılı açıklamada emlak piyasasındaki yavaşlama doğrultusunda büyümedeki yavaşlamanın devam ettiği belirtilmiştir. Yüksek kapasite oranları ve petrol fiyatlarının yükselme ihtimalinin enflasyonist risk unsurları olduğu, ancak, petrol fiyatlarındaki düşüşün ve şimdiye kadar alınan para politikası kararlarının gecikmeli etkilerinin enflasyonist baskıları zamanla azalttığı ifade edilmiştir. Bununla birlikte, enflasyonist risklerin varlığını koruduğu ve politika kararlarının enflasyon ve büyümenin seyrine göre alınmaya devam edeceği vurgulanmıştır.

Bu ay son kez revize edilen II. çeyrek büyüme oranı ise %2,6 olarak açıklanmıştır. Ağustos ayında %3,5’ten %2,9’a revize edilen büyüme oranı, ekonominin yavaşladığına işaret eden verilerden biri olmasına rağmen, petrol fiyatlarındaki düşüşün büyümeye olumlu etkileri olacağı düşüncesinin ağırlık kazanması nedeniyle, piyasalarda önemli bir hareketlenmeye neden olmamıştır. Büyümeyle ilgili önemli ipuçları taşıyan verilerden biri de ISM imalat sanayi endeksi olmuştur. Buna göre Ağustos ayında 54,5 olan endeks, 53,5 olarak açıklanması beklenirken, 52,9’a inerek Fed’in 24 Ekim’deki toplantısında faiz oranını değiştirmeyeceği görüşünü desteklemiştir.

Global ekonomi açısından da ciddi bir risk unsuru olarak algılanan ABD cari işlemler açığı yılın ikinci çeyreğinde \$218.4 milyara kadar çıkmıştır. Birinci çeyrekte \$213.2 milyar olarak açıklanan ve ikinci çeyrekte \$214 milyara ulaşması tahmin edilen açığın bu seviyeye çıkmasına gerekçe olarak artan petrol fiyatlarının, petrol ithalatının faturasını yükseltmesi gösterilmektedir. Öte yandan, Haziran ayında \$64.82 milyar olarak gerçekleşen ABD dış ticaret açığı da Temmuz ayında \$68.04 milyara çıkarak rekor bir seviyeye ulaşmıştır. Her ne kadar beklentilerin üzerinde gerçekleşse de dış ticaret verileri büyük bir sürpriz olarak algılanmayıp, piyasalar üzerinde kalıcı bir etki yaratmamıştır.



Genel olarak bakıldığında, Eylül ayının ortalarında artan ABD ekonomisindeki yavaşlamanın sanıldığından daha hızlı olacağı beklentisi, ay sonunda bir ölçüde azalmış, Fed'in faiz oranını Aralık ayında değil gelecek yıldan itibaren indirmeye başlayacağı tezi ağırlık kazanmıştır. Bu gelişmede petrol fiyatlarındaki düşüşün devam etmesinin üretim maliyetlerini azaltacağı, bunun da üretimdeki daralmayı yavaşlatacağı düşüncesinin yanısıra emlak sektörüyle ilgili verilerin ılımlı bir seyir izlemesi de etkili olmuştur. Sonuç olarak ABD ekonomisinin yavaşlamaya başladığı gerçeği Eylül ayında açıkça ifade edilmeye ve bunun dünya ekonomisi üzerindeki muhtemel etkileri tartışılmaya ve gözlenmeye başlanmıştır.

#### ▪ Euro Bölgesi

Avrupa Merkez Bankası (ECB) tarafından bir faiz kararının alınmadığı Eylül ayı, Euro Bölgesi ekonomik gelişmelerinin piyasaları yönlendirmekte etkili olmadığı bir ay olmuştur. Daha çok ECB'nin 5 Ekim, 2 Kasım ve 7 Aralık'ta yapacağı toplantılarda faiz artırımına gidip gitmeyeceği tartışılmıştır. Enflasyon ve işgücü piyasası verilerinin ECB'nin faiz artırımına devam edeceğine işaret ettiği, faiz oranının yıl sonuna kadar en az %3,5'e kadar çıkarılabileceği görüşü hakim olmuştur.

Euro Bölgesi Temel Ekonomik Göstergeleri					
(%) Değişim	2002	2003	2004	2005	En Son
<b>Büyüme</b>	0,9	0,8	2,1	1,3	2,4 (2006 QII)
<b>İşsizlik</b>	8,5	8,9	8,8	8,3	7,9 (Ağustos 06)
<b>Enflasyon (HICP)</b>	2,28	1,97	2,36	2,22	2,3 (Ağustos 06)
<b>ECB Faiz Oranı</b>	2,75	2	2	2,25	3,25 (Ekim 06)
<b>M3 Para Arzı Artışı</b>	6,9	7,1	6,6	7,4	8,2 (Ağustos 06)

*Kaynak: ECB, Eurostat, Reuters*

Euro Bölgesi enflasyon oranı (HICP-Tüketici Fiyat Endeksi) Ağustos ayında bir önceki aya göre %0,1, geçen yılın aynı ayına göre ise %2,3 oranında, çekirdek enflasyon ise yıllık bazda %1,5 artmıştır. Haziran ayında %2,5, Temmuz'da ise %2,4 olarak açıklanan TÜFE, her ne kadar bir düşüş trendi sergilese de enflasyon beklentileri ve istihdam koşulları kadar ileriye dönük

bir bilgi içermediği için ECB'nin Ekim ayında faiz artırımına gideceği beklentisi korunmuştur. Öte yandan Euro Bölgesi Üretici Fiyat Endeksi (ÜFE) ise Ağustos ayında Temmuz ayına göre %0,2 oranında artması beklenirken, %0,1 artmıştır. ÜFE'deki yavaşlamanın petrol fiyatlarındaki düşüşü yansıttığı ifade edilmektedir. İstihdam piyasasında ise 2005 yılında %8,3 olan işsizlik oranının Ağustos ayında %7,9'a düşmesi, enflasyonist bir baskı unsuru olma ihtimali taşımaktadır. Nitekim ECB Başkanı Trichet de yaptığı açıklamalarda enflasyona karşı tetikte oldukları ifadesini yinelemiştir. Ancak petrol fiyatlarında devam eden düşüşün fiyat artışlarını sınırlayıcı bir unsur olması beklenmektedir.

Öte yandan Avrupa Komisyonu üç ayda bir yayınladığı raporunda, Euro Bölgesi büyüme oranının 2006'da %2,5'e çıkacağı tahminine yer vererek, yurtiçi talebin büyümenin sürükleyici unsuru olduğunu ifade etmiştir. Euro Bölgesi'nde ekonomik canlanmanın devam ettiği, ancak orta vadede risklerin yukarı yönlü olduğu belirtilen raporda, ABD ekonomisi başta olmak üzere global büyümede yavaşlamanın artması halinde Euro Bölgesi'nde büyümenin olumsuz etkilenebileceği ifade edilmiştir.

Almanya'da yapılan ve Euro Bölgesi'nin geneli için gösterge olarak alınan ZEW finans sektörü anketi ve IFO, iş dünyası anketinden elde edilen endekslerde Eylül ayında da düşüş gözlenmiştir. Ağustos ayında son beş yılın en düşük seviyesi olan -5,6'ya inen ZEW endeksi -7,8 olarak açıklanması beklenirken, -22,2 olarak açıklanmış, IFO ise her ne kadar beklentilerden fazla sapmamışsa da 105'ten 104,9'a düşmüştür. Euro Bölgesi imalat sanayi PMI Endeksi (Purchasing Manager's Index) ise Eylül ayında değişmeyerek 56,6'da kalmış, hizmet sektörü PMI endeksi ise 57,4'ten 56,7'ye düşmüştür. Bu veriler ekonomik faaliyet hacminde belirgin bir daralmaya işaret etmemektedir.

Nihayet, 5 Ekim'de yapılan ECB toplantısında faiz oranının %3'ten %3,25'e çıkarılmasına karar verilmiştir. Toplantı sonrasında açıklama yapan Başkan Trichet, ECB'nin enflasyon beklentilerini kontrol altında tutma kararlılığından kimsenin şüphe etmemesi gerektiğini, fiyat istikrarının sağlanması için ellerinden geleni yapacaklarını ifade etmiştir. Önümüzdeki 18-24 ay arasındaki süre içinde enflasyonu %2'nin altına indirmeyi amaçladıklarını dile getiren Trichet, ekonomik canlanmanın fiyat risklerini artırdığını belirtmiştir. Trichet, ABD emlak piyasasındaki gelişmeleri yakından takip ettiklerini ve ABD'nin yavaşlama sürecinin yumuşak bir düzeltme şeklinde gerçekleşeceğini düşündüğünü de eklemiştir. Trichet'nin açıklamaları kesin ifadeler içermemekle birlikte yıl sonuna kadar faiz oranının 25 baz puan daha artırılacağı beklentisini gündeme getirmiştir.

▪ **Japonya**

Japonya Merkez Bankası'nın (BoJ) Temmuz ayında %0,25'e çıkardığı borçlanma faizini Ağustos ayında olduğu gibi bu ay da değiştirmeme kararı alması, ülkedeki yatırım ortamı açısından olumlu bir unsur olmaya devam etmiştir. Bu kararın alındığı Para Politikası Toplantısı sonrasında BoJ yetkililerince yapılan açıklamalarda BoJ'un faiz oranını kademeli olarak artıracığı görüşü dile getirilmiştir. BoJ Başkanı Fukui, bu görüşe ek olarak ekonomik büyüme artmaya devam ederken, toplam talebin, toplam arzı geçmesiyle tüketici fiyatlarının da pozitif bir seyir izleyeceğini ifade etmiştir.

Japonya'da bu ay yaşanan gelişmelerden uzun vadede belki de en önemli olanı görev süresi dolan Başbakan Koizumi'nin yerine, ABD ile daha sıkı ilişkiler geliştirilmesi ve Japonya'nın uluslararası alandaki etkinliğinin artması gerektiğini savunan Shinzo Abe'nin atanması olmuştur. Yeni hükümetin, mevcut para politikasını desteklemenin yanısıra, kamu maliyesi alanında, kamu borçlarının azaltılması, araştırma ve geliştirme faaliyetlerini geliştirici bir vergi sisteminin oluşturulması gibi çeşitli reformlar yapması beklenmektedir.

Japonya Temel Ekonomik Göstergeleri					
(%) Değişim	2002	2003	2004	2005	En Son
<b>Büyüme</b>	0,1	1,8	2,3	2,6	1,0 (2006 QII)
<b>İşsizlik</b>	5,4	5,3	4,7	4,4	4,1 (Ağustos 06)
<b>Enflasyon (CPI)</b>	-0,9	-0,3	0	-0,6	0,9 (Ağustos 06)

*Kaynak: IMF, OECD*

Her ne kadar deflasyonun sona erdiğine dair hala resmi bir açıklama yapılmamış olsa da, Eylül ayı boyunca açıklanan ekonomik verilere bakıldığında, genel olarak yıl başından beri süregelen olumlu ortamın korunduğu görülmektedir. Gelecek aylardaki büyüme

performansı hakkında önemli bir ipucu olarak değerlendirilen özel sektör makine siparişlerinin Temmuz ayında Haziran ayında göre %13,6 oranında azalması, beklentilerin bir hayli dışında bir gelişme olup tedirginlik yaratsa da, daha sonra açıklanan büyüme verilerinin olumsuz bir görünüm arz etmemesi endişeleri gidermiştir. Buna göre, son kez revize edilen GSYİH artış oranı yılın ikinci çeyreğinde %0,2 artmış, yıllık büyüme oranı ise %1'e ulaşmıştır. Önceki çeyrekte %3,3'lük bir yıllık büyüme gerçekleştiren Japon ekonomisinin yavaş, fakat istikrarlı bir şekilde büyümeye devam ettiği sonucu ortaya çıkmıştır. Bu arada, Japon ekonomisinin 2006 için büyüme oranı OECD tarafından %2,5, IMF tarafından ise %2,2 olarak tahmin edilirken, Başbakan Abe, yaptığı bir açıklamada önümüzdeki 10 yıl için büyüme oranını %2,2 olarak öngördüklerini belirtmiştir.

Ay sonunda açıklanan enflasyon raporuna göre, gıda ve enerji hariç TÜFE Ağustos ayında bir önceki aya göre %0,2, yıllık bazda ise %0,3 oranında artmıştır. Tüm kalemlerde TÜFE ise yıllık bazda %0,9 olarak açıklanmıştır. Bu arada, BoJ'un faiz kararlarını alırken bundan böyle enflasyonun yanında daha geniş bir veri setini referans alacağı şeklinde yorumlanan "ileriye dönük" bir politika izleyeceği açıklaması, enflasyon verilerinin birinci sıradaki önemini bir miktar azaltmış görünmektedir. Öte yandan, enflasyon artmaya devam ederken, işsizlik oranı Ağustos ayında da değişmeyerek %4,1'de kalmıştır.

BoJ tarafından üç ayda bir yapılan iş dünyası anketi Tankan araştırmasından çıkan sonuçlara göre, Japon ekonomisi canlanmaya devam etmektedir. Anket sonuçlarıyla hazırlanan endeksler içinde en yakından takip edilen imalat sanayiinde faaliyet gösteren büyük firmaların güvenini yansıtan endeks, Eylül ayında, +21 olarak açıklanan Haziran ayındaki seviyesinin üzerine çıkarak +24 olarak gerçekleşmiştir. Sanayi sektörünün tamamının iş dünyası koşullarıyla ilgili beklentilerini gösteren endeks ise Haziran ayında çıktığı, son 14 yılın en yüksek düzeyi olan +6'da kalmıştır. Araştırmadan ayrıca, firmaların üretim maliyetlerindeki artışları fiyatlara yansıtmaya başladıkları ve işgücü piyasasındaki sıkılaşmanın devam ettiği sonucu da çıkmıştır. Tankan araştırmasının sonuçları, BoJ'un faiz oranlarını artırmakta acele etmeyeceği beklentisini güçlendirmiştir.

► Gelişmekte olan ülkeler

▪ Çin

Çin'in dış ticaret fazlası Ağustos ayında 18,8 milyar dolara ulaşarak yeni bir rekor kırarken, Temmuz ayında 14,6 milyar dolar olan ticari fazla, Ağustos ayında kümülatif olarak 95.65 milyar dolara çıkmıştır.

Beklentilerin üzerinde gerçekleşen dış ticaret fazlası ekonominin önümüzdeki aylarda yeniden hızlanacağı görüşünün ağırlık kazanmasına yol açmış, yuanın değer artışı yeniden gündeme getirmiştir. Bu bağlamda,

Çin Temel Ekonomik Göstergeleri						
	2001	2002	2003	2004	2005	2006
<b>Büyüme (%)</b>	8,3	9,1	10,0	10,1	9,9	11,3 (II.Çeyrek)
<b>Enflasyon (%)</b>	0,7	-0,8	1,2	3,9	1,8	1,3 (Ağustos)
<b>İşsizlik (%)</b>	3,6	4,0	4,3	4,2	4,2	4,2 (Haziran)
<b>Faiz Oranı</b>	2,3	2,0	2,0	2,25	2,25	2,52 (En Son)
<b>Cari Denge (Milyar \$)</b>	17,4	35,4	45,9	68,7	160,8	148,8 (2006 tahmin)
<b>M2 Para Arzı (% Değişim)</b>	15,0	19,4	19,7	14,8	18,0	17,9 (Ağustos)

*Kaynak: Economic Intelligence Unit, Reuters*

değerlenmesinin, cari işlemler fazlasının azalmasını ve para politikası kontrolünün artmasını sağlayacağını belirterek, bir yandan da kur reformu konusunda net bir tavır ortaya koymamaktadır.

Çin'in mevcut ticaret fazlası ve rezervleri ile yuanın değer artışından olumsuz etkilenmesi beklenmemektedir. Dünyanın en çok döviz rezervine sahip ülkelerinden birisi olan Çin'de döviz rezervleri, son aylarda rekor kıran dış ticaret fazlası ve doğrudan yabancı yatırımlardaki artış nedeniyle önemli oranda artarak Temmuz ayı itibarıyla 954.5 milyar dolara ulaşmıştır. Eylül ayı içinde ABD Hazine Bakanının Çin'e gerçekleştirdiği ziyaretin ardından, Çin'in yuanın reformu konusunda daha hızlı adım atması beklenmektedir. Ancak hükümet yetkilileri tarafından son dönemde yapılan açıklamalar değerlendirildiğinde, yuanda gerçekleşecek değer artışının yeni bir revelüasyon aracılığıyla değil, yuanın hareket bandının genişletilmesi ile sağlanması beklenmektedir.

Çin'in ekonomik büyümesini tetikleme nedeniyle yakından takip edilen sabit yatırımlardaki büyüme, 2006 yılının ilk sekiz ayında azalarak %29,1 olarak gerçekleşmiştir. Ocak-Temmuz döneminde %30,5, yılın ilk yarısında ise %30,3 olan sabit yatırımların azalması, faiz oranı artırımı gibi daha önce alınan önlemlerin başarılı olduğu şeklinde yorumlanmaktadır. Nitekim, hükümetten, ekonomiyi soğutmak için alınan önlemlerin istenen sonucu verdiği ve daha fazla önlem alınmasına gerek kalmadığı yönünde açıklamalar gelmektedir.

Yatırımların yavaşlaması tüketim ve ihracatta görülen artışa rağmen sanayi üretiminin de azalmasına katkıda bulunmuştur. Sanayi üretimi Ağustos ayında 2005 yılının aynı ayına göre %15,7 artış kaydederken, bir önceki aya göre ise düşüş kaydetmiştir.

Ağustos 2006'da geçen yılın aynı dönemine göre %8,5 azalan doğrudan yabancı yatırımların, önümüzdeki dönemde azalmaya devam etmesi beklenmektedir. Bunun temel nedeni de yerli şirketlerin yabancı yatırımcılar tarafından alımını kısıtlayan uygulamalardır. Bu yıl sonuna kadar yaklaşık 60 milyar dolar civarında olması beklenen doğrudan yabancı yatırımlarda, yabancılara hisse senedi satışına kısıtlama getirilmesi gibi uygulamalar sonucunda artış beklenmemektedir.

- Rusya

Rusya Temel Ekonomik Göstergeleri						
	2001	2002	2003	2004	2005	2006
<b>Büyüme</b>	5,1	4,7	7,3	7,2	6,4	7,4 (II.Çeyrek)
<b>Enflasyon</b>	21,5	15,8	13,7	10,9	12,7	9,6(Ağustos)
<b>İşsizlik</b>	8,7	9,0	8,6	8,2	7,6	5,3(Ağustos)
<b>Cari Denge (Milyar \$)</b>	33,8	29,1	35,4	59,9	84,2	56,8 (İlk Yarı)
<b>M2 Para Arzı (Milyar \$)</b>	1.613	2.135	3.213	4.363	6.046	7.449 (Ağustos)

Kaynak: Economic Intelligence Unit, Reuters

BBB+'dan A-'ye yükselmiştir. Not artışına gerekçe olarak, Rusya'nın uluslararası rezervlerindeki ve kamu maliyesindeki iyileşme gösterilmiştir.

Rusya Merkez Bankası başkan yardımcısının öldürülmesi ülkenin siyasi risk algılamasını artırarak not artırımını yarattığı olumlu havanın dağılmasına neden olurken, sözkonusu göreve güçlü bir başka ismin atanması bankacılık sisteminin kara para aklama ve benzeri yolsuzluklardan arınması için verilen mücadelenin devam edeceği izlenimi vererek, risk algılamasının şimdilik azalmasını sağlamıştır.

Son beş yıldır artan petrol ve doğal gaz gelirleriyle istikrarlı bir büyüme gerçekleştiren Rus ekonomisi ikinci çeyrekte %7,4 büyümüştür. Büyümenin büyük ölçüde ticaret ve hizmet sektöründen kaynaklandığı görülmekte olup, bunun başlıca nedeni, yüksek emtia fiyatlarına bağlı olarak artan gelirlerin hizmetleri artırmasıdır. Büyümenin bir diğer itici gücü ise yılbaşından bu yana %6,6 artan tüketim olmuştur.

Temmuz ayında beklentilerin altında %2,6 artarak endişe yaratan sanayi üretimi, Ağustos ayında bir önceki yıla göre %5,6 artış kaydetmiştir. Rusya'nın ihracatının %68'ini petrol ve doğalgazın oluşturması ve ihracattan günde yaklaşık 600 milyon dolar gelir elde etmesi, bir yandan rublenin sürekli olarak değer kazanmasına, diğer taraftan sanayi üretiminin azalmasına neden olmaktadır. Merkez Bankası'nın rublenin değer artışını engelleyebilmek için döviz piyasasına müdahale etmesi ise enflasyonu artırmaktadır. Ağustos ayında tüketici fiyatlarının yıllık bazda %9,6, üretici fiyatlarının %14,5 artması, yıl sonu enflasyon hedefine ulaşılmasını güçleştirerek Merkez Bankası'nın %8,5 olarak belirlenen enflasyon hedefini %9,0'a çıkarmasına neden olmuştur. Ocak-Ağustos döneminde rublenin %7,7 değerlenmesi Merkez Bankası'nın 2006 yılında %9 olan ruble değer artış hedefinin gerçekleştirmesini de zora sokmuştur. Ancak son iki aydır petrol fiyatlarında yaşanan düşüşün büyümeyi bir miktar zayıflatması, buna karşılık ruble üzerindeki baskıyı hafifleterek sanayi üretimi ve ihracatın artmasına katkıda bulunması beklenmektedir.

Uluslararası piyasalarda Rusya, yatırım açısından en çok tercih edilen ülkelerden birisi olmaya devam etmektedir. Net özel sermaye akımlarının Ağustos ayında %12,6 artarak 15.7 milyar dolara ulaşması 2006 yılında net sermaye akımlarının 15 -20 milyar dolar olarak gerçekleşeceği beklentisini güçlendirmektedir.

- Brezilya

Brezilya Temel Ekonomik Göstergeleri						
	2001	2002	2003	2004	2005	2006
<b>Büyüme</b>	1,3	1,9	0,5	4,9	2,3	1,2 (II.Çeyrek)
<b>Enflasyon</b>	7,7	12,5	9,3	7,6	5,7	4,0 (Ağustos)
<b>İşsizlik</b>	10,6	10,5	10,9	9,6	8,3	10,6 (Ağustos)
<b>Faiz Oranı</b>	19,0	25,0	16,5	17,7	18,0	14,25 (En Son)
<b>Cari Denge (Milyar \$)</b>	-23,2	-7,6	4,2	11,7	14,2	2,1 (Ağustos)

Kaynak: Economic Intelligence Unit, Reuters

açıklamada kamu harcamaları konusuna dikkat çekerek, harcamaların endişe verici boyutta olduğu uyarısında bulunmuş, harcamaların azaltılması gerektiğini vurgulamıştır.

Bu ay not artırımını yapılan bir diğer ülke Brezilya olmuştur. Brezilya'nın kredi notu, kredi ve derecelendirme kuruluşu Moody's tarafından Ba3'den Ba2'ye yükseltilmiştir. Moody's, bir süredir beklenen not artırımına gerekçe olarak ülkenin borçlarını erken ödemesini gösterirken, not artırımını ile ilgili yaptığı

Ayın ilk haftasında açıklanan resmi verilere göre, Brezilya ekonomisi 2006 yılının ikinci çeyreğinde bir önceki yıla göre %1,2 büyüme kaydetmiştir. Beklentilerin altında gerçekleşen bu oran, büyüme sürecinin yavaşlamaya başladığı görüşlerinin ağırlık kazanmasına neden olurken, bu görüşü destekleyen bir diğer veri ise perakende satışlar olmuştur. Temmuz 2006'da 2005 yılın aynı ayına göre %2,3 artan perakende satışlar, Haziran ayına göre %0,45 azalmıştır. Böylelikle 2003 yılından bu yana en düşük artış kaydedilmiştir. Bu ay açıklanan bir diğer veri olan, sanayi üretimi Temmuz ayında bir önceki aya göre %0,6, geçen yılın aynı dönemine göre ise % 3,2 artış kaydetmiştir.

Brezilya Merkez Bankası'nın faiz artırımı için gösterge kabul ettiği IPCA tüketici fiyat endeksi Ağustos ayında %0,05 oranında artmıştır. Gösterge Selic faiz oranını son 10 toplantıda indiren Merkez Bankası'nın büyümeyi desteklemek için faiz indirimlerini sürdürmesi beklenmektedir. Bu çerçevede, TÜFE'nin %0,2 olan beklentilerin oldukça altında gerçekleşmesi, yıl sonu enflasyon beklentilerinin düşmesi, güçlü real ve Fed'in faiz artırımlarına ara verdiği beklentisinin ağırlık kazanmasının, Merkez Bankası'nın faiz indirimlerine devam etmesine olanak verdiği düşünülmektedir. Merkez Bankası Para Politikası Komitesi Copom'un 17-18 Ekim'de yapılacak toplantısında 50 baz puanlık faiz indirimi yapması yüksek bir olasılık olarak görülmektedir.

Brezilya Merkez Bankası'ndan yapılan açıklamaya göre Ağustos ayında cari işlemler fazlası artarak 2,1 milyar dolara ulaşmış ve bu artışta emtia fiyatlarındaki yükseliş etkili olmuştur. Ancak, önümüzdeki dönem ABD ekonomisinin yavaşlayacağı beklentisinin ağırlık kazanmasıyla Brezilya'nın bu ülkeye olan ihracatının azalacağı düşünüldüğünde, cari fazladaki artışın sürmesi beklenmemektedir. Merkez Bankası da bu beklentiler doğrultusunda 2007 yılı cari işlemler fazlası tahminini 2,5 milyar dolara, dış ticaret fazlası tahminini ise 30 milyar dolara indirmiştir.

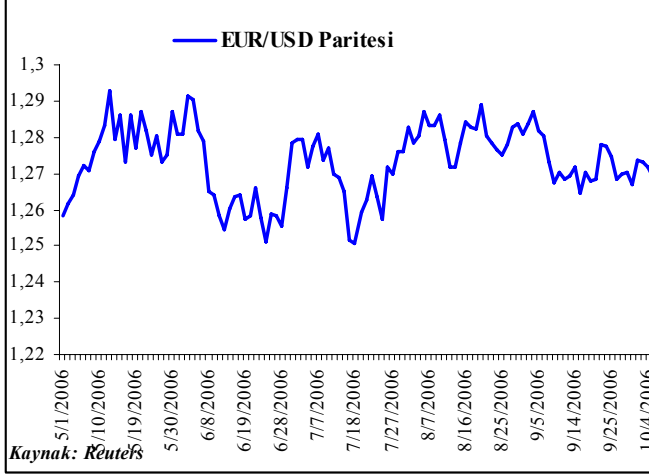
Uluslararası piyasalar tarafından beklenen seçimler 1 Ekim tarihinde yapılmıştır. Brezilya Devlet Başkanı Luiz Inacio Lula da Silva'nın adının seçimler öncesinde yolsuzluk skandalına karışması popülaritesinin azalmasına, birinci turunda yeniden seçilme oranını ufak bir farkla kaçırmasına neden olmuştur. 29 Ekim'de yapılacak ikinci turda Lula da Silva'nın rakibi oyların yüzde 41.4'ünü alan muhalefet partisi lideri Geraldo Alckmin olacaktır.

#### ▪ Ortadoğu

Birleşmiş Milletler'in (BM) 31 Ağustos'ta İran'a verdiği sürenin dolmasına karşın, İran'ın nükleer programını askıya almamasının ardından, BM'nin nükleer denetim organı olan Uluslararası Atom Enerjisi Ajansı'nın (IAEA) İran'ın atom bombasına sahip olmayı amaçladığı yönündeki uluslararası kuşkuları ortadan kaldıramadığını açıklaması, hem İran'a yaptırım uygulanmasının yolunu açmış, hem de Ortadoğu kaynaklı risk algılamasını artırmıştır. Ancak, gerek BM Güvenlik Konseyi üyelerinin yaptırımlar konusunda temkinli davranması gerekse New York'ta yapılan Birleşmiş Milletler Genel Kurul'u sonrasında yapılan açıklamalar, uyuşmazlığın diplomatik yollarla çözülebileceği beklentilerini güçlendirmiştir. 28 Eylül'de AB ile İran arasında yapılan görüşmelerin herhangi bir anlaşma sağlanmadan sona ermesine karşılık görüşmelerin devam etmesine karar verilmesi, çözüm konusundaki olumlu beklentileri desteklemektedir. Ortadoğu kaynaklı risklerin şu an için ağırlığının azalması petrol piyasası üzerindeki baskıları hafifletmiş gibi gözükmektedir.

► Uluslararası Piyasalar

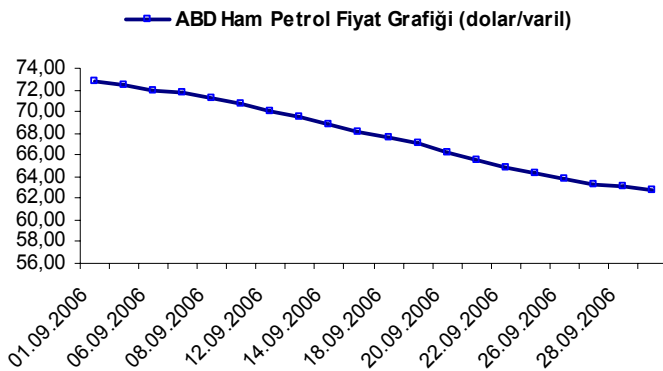
▪ Euro/Dolar Paritesi



Dolar, Fed'in Filadelfiya Şubesi tarafından yapılan iş dünyası anketinden elde edilen endeksin belirgin bir düşüş göstermesinin ABD ekonomisinin yavaşlamasının hızlanmış olabileceği ihtimalini güçlendirmesiyle gerilemiş, parite 1.2780'lere kadar çıkmıştır. Ay boyunca genel olarak Euro Bölgesi ekonomik gelişmeleri parite üzerinde pek fazla etkili olmazken, Almanya'da yayınlanan iş dünyası güven endeksi olan IFO'nun düşüş göstermesi, paritenin 1,2690'lara kadar gevşemesinde etkili olan faktörlerden biri olmuştur. ABD Kişisel Tüketim Harcamaları (PCE) endeksiyle ilgili olumlu beklentiler de EUR'un gevşemesinde etkisi olan bir diğer faktördür. II. çeyrek için PCE'nin %2,8 olarak açıklanması beklenirken %2,7'ye gevşemiş olması ve Ağustos ayında beklentiler doğrultusunda artması, pariteyi 1.2670'lere düşürmüştür. Daha sonra açıklanan ABD ISM endekslerinin beklentilerin altına inmesi ekonominin yavaşladığına dair bir işaret olarak alınmış ve Fed'in gelecek toplantısında faiz politikasını değiştirmeyeceği beklentisine destek vererek, paritenin 1,2750'lere çıkmasına neden olmuştur. 5 Ekim'de yapılan ECB toplantısı öncesinde 1.2720'lerde seyreden parite, ECB Başkanı Trichet'nin toplantı sonrası yaptığı açıklamada bundan sonraki toplantılarda faiz artırmaya devam edecekleri konusunda kesin bir sinyal vermemesiyle 1,2680'lere düşmüştür.

► Emtia Piyasası

▪ Petrol



Eylül ayında petrol fiyatları kısa süreli düzeltme hareketi yaşasa da genel olarak düşüş ağırlıklı bir seyir izlemiştir. İran'ın nükleer çalışmaları konusunda yaşanan anlaşmazlığın diplomatik yollarla çözülebileceği olasılığının ağırlık kazanması, global petrol stoklarında görülen artış ve arz kaygılarının azalması, fiyatların ay içinde 60 doların altına inmesinde etkili olmuştur. Arza yönelik endişelerin azalmasıyla birlikte emtia piyasasına yatırım yapan kısa vadeli spekülasyon fonlarının (hedge fonlar) pozisyonlarını kapatmaları, buna ek olarak Amaranth adlı hedge fonun doğalgaz

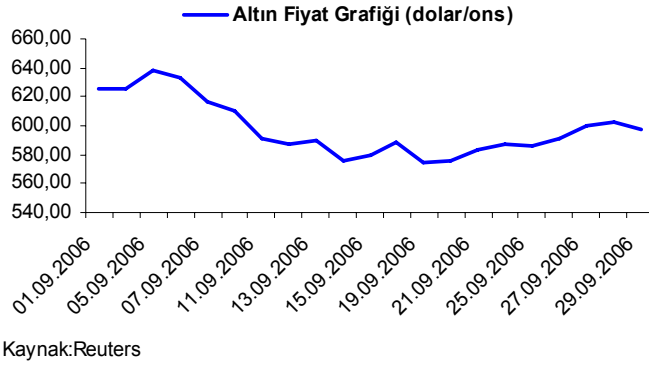
üzerine yanlış öngörülere dayanarak yaptığı işlemlerden dolayı 6 milyar dolar zarar etmesinin piyasadan çıkışı desteklemesi, fiyatlarda düşüşe yol açan bir diğer gelişme olmuştur. İlerleyen günlerde, OPEC'in düşen petrol



fiyatlarına arzı kısırarak müdahale edebileceği endişelerinin artması ile ham petrol varil fiyatı 64 dolara yükselmiştir. ABD’de stokların yüksek çıkması ve bazı OPEC üreticilerinin 50-60 dolar fiyat aralığının sürdürülebilir olduğunu belirtmeleri üzerine arz kaynaklı endişelerin azalması, düşüşe katkıda bulunan faktörlerin başında gelmektedir. Önümüzdeki dönemde petrol fiyatlarını etkileyebilecek gelişmelerin 14 Aralık’ta yapılacak OPEC toplantısı ve ABD ekonomisine ilişkin veriler olacağı tahmin edilmektedir.

Ay içinde uluslararası kuruluşlar tarafından yapılan açıklamalar göz önüne alındığında ve uzun vadeli bakıldığında ise, arz kapasitesinin düşük olmasının petrol fiyatlarını küresel gelişmelere aşırı duyarlı hale getirdiği düşünülmektedir. IMF’nin ay içinde yayımlanan Dünya Ekonomik Görünüm Raporu’nda, yüksek petrol fiyatlarının toplam talep üzerinde düşürücü etki yaptığı, ancak başta ABD ve Çin olmak üzere birçok ülkede yaşanan milli gelir artışının tüketimi artırmaya devam edeceği öngörülmüştür. IMF’ye göre ortalama petrol fiyatı 2006’da 69,20 dolar, 2007’de ise 75,50 dolar olacaktır. The Economist dergisinin yan kuruluşu olan Economic Intelligence Unit de ham petrol fiyatlarının 2007’de yüksek seyirini sürdüreceğini, ancak, OECD ülkelerinde talep azalması ve yeni kapasitelerin devreye sokulmasının aşağı yönlü bir baskı oluşturabileceğini belirtmiştir.

#### ▪ Altın



Altın fiyatları Eylül ayında petrol fiyatlarında yaşanan düşüşe bağlı olarak gerilemiştir. Yüksek riskli koşullar altında güvenilir yatırım aracı olarak görülen altın, gerek ABD Merkez Bankası’nın (Fed) enflasyon görünümünde ılımlı tablo çizmesinden, gerekse petrol fiyatlarında yaşanan gerileme ile enflasyon baskısının azalmasından olumsuz etkilenmiştir. Doların değerini koruması ve küresel ekonomide yavaşlama olacağı beklentisinin düşüşe destek vermesiyle, fiyatlar 574 dolar/ons seviyesine kadar gerilemiştir. Ay sonlarına doğru, petrol

fiyatlarının yükselmesi ve doların değer kaybını izleyen fiyatlar 597 dolar/ons seviyesine yükselmiştir. Altın dışında kalan diğer kıymetli madenler genel olarak düşme eğilimine girerken, bakır fiyatları yükselmiştir. Yükselişte arz sıkışıklığının devam etmesi etkili olmuştur. Altın fiyatlarının kırılgenliğini korumasına karşın Ekim ayında Asya’dan, özellikle de Hindistan’dan gelmesi beklenen talebin fiyatları yukarı yönlü destekleyeceği tahmin edilmektedir. Orta vadeli bakıldığında ise, altın fiyatlarının petrol fiyatlarındaki ve dolardaki gelişmelere paralel hareket etmesi beklenmektedir.

#### ► Uluslararası Menkul Kıymet Piyasaları

	01.09.2006	29.09.2006	Fark
<b>EMBI+</b>	195	208	13
<b>Brezilya</b>	223	233	10
<b>Arjantin</b>	319	342	23
<b>Meksika</b>	112	121	9
<b>Rusya</b>	108	114	6
<b>Venezüella</b>	210	233	23
<b>Türkiye</b>	234	256	22

Kaynak: SPK

alımlarının yoğunlaşmasına ve faiz oranlarının düşmesine neden olmuştur. Buna ek olarak petrol fiyatlarında yaşanan düşüş de ABD bonolarına olan ilgiyi artırmış ve 10 yıllık tahvillerin faizi %4,60 seviyelerine kadar gerilemiştir.

Ay başında ABD Merkez Bankası’nın (Fed) enflasyonla mücadele etmek için faiz oranlarını yeniden artırabileceği yönündeki kaygılar ABD 10 yıllık tahvil faizinin %4,79 seviyesine yükselmesine yol açmıştır. Ancak 20 Eylül’de gerçekleştirilen toplantıda faiz oranlarının değiştirilmemesi, beklentilerin altında gelen enflasyon, konut başlangıçları, sanayi üretimi ve büyüme rakamları Fed’in faiz artırım sürecinin sona erdiği ve önümüzdeki yıl faiz indiriminin söz konusu olacağı görüşünü desteklemesi ABD 10 yıllık tahvil

Eylül ayı, gelişmekte olan ülke tahvillerinin genel olarak ABD ekonomisindeki gelişmelere paralel bir seyir izlediği ve gelişmekte olan ülkelerde arka arkaya yaşanan siyasi gelişmelerden olumsuz etkilendiği bir ay

olmuştur. Eylül ayı ortalarında beklentiler doğrultusunda açıklanan ABD enflasyon verisinin, faiz oranlarının değişmeyeceği beklentisini güçlendirmesiyle gelişmekte olan ülke tahvillerinin fiyatı Türkiye önderliğinde yükselmiş, JP Morgan gelişmekte olan piyasa tahvilleri endeksi (EMBI+) 193'e gerilemiştir. Ancak ilerleyen günlerde, ABD ekonomisine ilişkin büyüme kaygılarının dünya genelinde durgunluk yaratacağı endişelerini desteklemesi, gelişmekte olan ülke tahvillerinde yeni bir satış dalgası yaşanmasına neden olmuştur. Rusya Merkez Bankası Başkan yardımcısının öldürülmesinin ardından, Macaristan'da hükümete karşı başlayan gösteriler ve ülke notunun düşürülmesi, Polonya'da hükümetin istifası, Tayland'da askeri darbe yaşanması, Brezilya seçim kampanyalarında yaşanan yolsuzluk, Güney Afrika'da cari açığın 24 yılın en kötü seviyesine ulaşması ve son olarak Ekvator Devlet Başkanı'nın ülkenin borçlarının yeniden yapılandırılması gerektiği yönündeki açıklaması gibi, yatırımcıların riskten kaçınma eğilimi daha da artıran gelişmeler sonucunda, EMBI+ 25 puan yükselerek 217 olmuştur. Türkiye gelişmekte olan ülkeler arasında yüksek cari açığı, AB ile müzakereler sürecinde sıkıntılar yaşaması ve yaklaşan seçimler nedeniyle siyasi olarak belirsiz bir görünüm sergilemesi nedeniyle, satışlardan en fazla etkilenen ülkelerden birisi olmuştur. Satışların yaşandığı günlerde, Türkiye'nin 2030 gösterge tahvilinin fiyatı 147.563'e gerilemiş, spreadi ise 5 baz puan artmıştır. Gelişmekte olan ülke tahvillerinin önümüzdeki dönem kendi içlerinde yaşanan gelişmelerin yanı sıra, ABD ekonomisinin seyrine göre hareket etmesi beklenmektedir.

#### ▪ Dünya Borsaları

	04.09.2006	02.10.2006	(%) Değişim
<b>AVRUPA</b>			
Cac-40 (Fransa)	5.183	5.243	1,16
Dax (Almanya)	5.876	5.999	2,05
FTSE-100 (İngiltere)	5.949	5.957	0,13
<b>AMERİKA</b>			
Nasdaq (ABD)	2.193	2.249	2,55
Dow Jones (ABD)	11.464	11.698	2,04
Bovespa (Brezilya)	37.329	36.437	-2,39
Merval (Arjantin)	1.677	1.627	-2,98
IPC (Meksika)	21.192	21.231	0,18
<b>ASYA</b>			
Nikkei (Japonya)	16.134	16.254	0,74
Shanghai Comp (Çin)	1.664	1.840	10,58

*Kaynak: Financial Times, Reuters*

birbirinin etkilerini nötralize eden gelişmeler olmuştur. Petrol fiyatlarının toparlandığı tarihlerde ise petrol şirketlerinin değer kazanması endekslerde yükselişe neden olmuştur. Bu ay enflasyonda beklentilerin üzerinde bir artış görülmemesi de borsalara olumlu yansımıştır. Genel olarak yükseliş trendi sergileyen ABD borsa endeksleri, büyümedeki yavaşlamanın hız kazandığına işaret eden Filadelfiya Fed'in yayınladığı endeksin büyük bir düşüş göstermesiyle düşmüştür. Büyümeyle ilgili endişeler ay sonuna doğru artarak borsalardaki düşüşlerin devam etmesine yol açmıştır. Ay sonunda petrol fiyatlarındaki düşüşün şirket karlılıklarını artıracığı, maliyet düşüşlerine yol açarak büyümenin yavaşlama hızını keseceği beklentisiyle ve enflasyonist baskıların azalmakta olduğuna işaret eden PCE endeksinin etkisiyle ABD borsalarında büyük yükselişler yaşanmışsa da, bunun, ekonomik yavaşlama sürecinin ve dolayısıyla borsalarda büyük düşüşlerin başlaması öncesinde fırsat olarak değerlendirildiği yorumları da yapılmaktadır.

Eylül ayında gelişmekte olan ülke borsaları genel olarak düşüş ağırlıklı bir eğilim sergilemiştir. ABD ekonomisine yönelik büyüme kaygıları, gelişmekte olan ülke kaynaklı risklerin artması ve emtia fiyatlarında yaşanan düşüşe bağlı olarak, GOÜ'lerin para birimleri değer kaybederken, borsa endeksleri de gerilemiştir. Latin Amerika borsaları ABD ekonomisine yönelik büyüme kaygılarının artmasına bağlı olarak düşmüştür. Asya borsaları Tayland'da yaşanan darbenin ardından oluşan belirsizlikten olumsuz etkilenmiş ve sert satışlar yaşanmıştır. Emtia fiyatlarındaki düşüş ise özellikle Rusya ve Brezilya borsalarında gerilemeye neden olmuştur. Önümüzdeki dönem gelişmekte olan ülke borsalarının hem kendi iç dinamiklerine hem de ABD ekonomisindeki gelişmelere göre yön bulması beklenmektedir.

## IMF Finansal İstikrar Raporu – 12 Eylül 2006

IMF tarafından yılda 2 kez yayımlanan, 12 Eylül 2006 tarihli “Global Finansal İstikrar Raporu”nda genel olarak küresel ekonominin pozitif görünümünü sürdürdüğü, ancak yüksek faiz oranları ve petrol fiyatları nedeniyle yavaşlama riskinin arttığı ifade edilmiştir. Raporunda yer alan “küresel ekonominin yavaşlaması durumunda gelişmekte olan ülkelerde (GOÜ) daha önce Mayıs ve Haziran aylarında gerçekleşenden daha sert bir düzeltme hareketi yaşanabileceği” ifadesi Türkiye’de tartışmalara yol açmış ve ikinci bir dalga uyarısı olarak yorumlanmıştır.

Raporunda, Mayıs ve Haziran aylarındaki dalgalanmadan en çok etkilenen ülkelerin Arjantin, Kolombiya, Macaristan, Hindistan, Peru, Polonya, Rusya ve Türkiye olduğu belirtilmiştir. Bunun temel nedenleri ve sonuçları şu şekilde sıralanmıştır;

- Gelişmekte olan ülkelerin yüksek cari açıklarının finansmanı için büyük ölçüde portföy yatırımlarına bağımlı olmaları, bu ülkeleri piyasalarda yaşanan dalgalanmalara karşı daha duyarlı hale getirmektedir. Macaristan, Güney Afrika ve Türkiye’nin sahip oldukları yüksek cari açıklar bu ülkelerin döviz kurları üzerindeki baskıyı artırmaktadır.
- Diğer gelişmekte olan ülkelerde para politikaları istikrarlı şekilde uygulanırken, Türkiye ve Macaristan’da uygulanan politikalardan sapmalar olması bu ülkelerin para politikalarının kredibilite kaybına uğramasına neden olmuştur. Özellikle Türkiye’de uygulanan sıkılaştırıcı para politikasına rağmen enflasyonun yüksek olması, buna ek olarak iç siyasette yaşanan gerginlikler ve AB ile müzakere sürecinde yaşanan belirsizlikler kredibilite kaybının temel nedenleri olmuştur. Macaristan’da son açıklanan mali konsolidasyon paketi de yaşanan sapmalar nedeniyle sorgulanmaya başlanmıştır.
- Mayıs ve Haziran aylarında yaşanan dalgalanmalarda Türkiye, Güney Afrika ve Macaristan para birimlerinde yaşanan aşırı değer kaybı, bu ülkelerde enflasyonun artmasına, merkez bankalarının faiz oranlarını artırmaya yol açmış ve büyüme beklentisini azaltmıştır.

Raporunda, Mayıs ve Haziran aylarında yaşanan dalgalanmalarda görülen düzeltme hareketinin, gelecekte yaşanabilecek yeni bir dalgalanmada bu ülkelerin nasıl etkileneceği sorusunu gündeme getirdiği belirtilmiş ve şu tespitlere yer verilmiştir:

- Gelişmekte olan Avrupa ülkeleri arasında AB’ye üyelik sürecinde olan ülkelere giren sermaye akımlarında tersine bir hareket olması ihtimali düşük görünmektedir. Ancak bu ülkelerde borçlanma oranının yüksek ve sürdürülemez bir seviyede olması, yeni bir dalgalanma yaşanması durumunda bu ülkelerle ilgili risk algılamasını artıracaktır.
- Baltık ülkeleri, Bulgaristan, Macaristan, Romanya, Slovakya ve Türkiye’de mevcut olan bütçe açığı, özel sektör kredilerinin GSYİH’ya oranının yüksek olması, global büyümenin yavaşlama sürecine girmesi durumunda bu ülkelere giden sıcak para miktarının azalmasına, buna bağlı olarak da dramatik sonuçlara yol açabilecektir. Söz konusu sıcak para akımlarının aniden durması, faiz oranlarının artırılmasıyla birlikte borç finansman rasyolarının yükselmesine ve bunun sonucunda borç geri ödemesinde zorluklar yaşanmasına yol açabilecektir.

Rapordaki diğer genel bulgular aşağıda özetlenmiştir.

- Uluslararası finansal piyasalarda, Mayıs-Haziran 2006 döneminde, gelişmekte olan ülke (GOÜ) piyasalarının daha çok etkilendiği, ciddi bir dalgalanma süreci yaşanmıştır. GOÜ piyasalarındaki fiyat düşüşleri ve düzeltme hareketinin boyutlarıyla karşılaştırıldığında, türbülansın makul bir ölçekte kaldığı söylenebilmektedir. Endişe edildiği kadar uzun sürmeyen bu dalgalanma dünya ekonomisinin görünümüyle ilgili risklerin arz ettiği belirsizliği artırmıştır. Son yıllarda, döviz kuru dalgalanmalarının sınırlı kaldığı ve rekor düzeydeki cari hesap açıklarının yanı sıra, sürekli bir artış trendi sergileyen petrol fiyatlarına rağmen nispeten düşük bir enflasyonun söz konusu olduğu bir ortamda, global büyümenin istikrarlı bir şekilde artması, daha önce bu ölçüde gerçekleşmemiştir. Global büyüme, piyasalarda yaşanan son düzeltme hareketine rağmen, güçlü kalmıştır. Pek çok ülkede, finans sektörünün güçlü ve devresel zorlukları atlatabilecek durumda olmasını sağlayan da yine istikrarlı

büyümedir. Enflasyonla birlikte gerçekleşen bu güçlü büyüme ortamının önümüzdeki yıl da devam edeceği, gelişmiş ülkelerdeki talep kompozisyonunun daha dengeli olacağı ve muhtemel kapasite darboğazlarının GOÜ'ler sayesinde aşılabacağı tahmin edilmektedir. Ayrıca, G3 ekonomilerinde uygulanmaya başlanan daraltıcı para politikalarının, fiyat artışlarını sınırlayıcı etkisinin de artması beklenmektedir.

- Bu öngörülerin gerçekleşmesinin önündeki en büyük risklerin başında petrol fiyatlarındaki yükselişin etkisiyle enflasyonist baskıların artması gelmektedir. ABD'de, emlak piyasasındaki ani bir zayıflamanın ekonominin aşırı ölçüde yavaşlamasına neden olması, parasal sıkılaştırmada aşırıya kaçılması ve jeopolitik sorunlar da diğer belirgin risk faktörleridir. Bu ve bunun dışındaki başka risklerin gerçekleşmesi halinde finansal piyasalardaki mevcut koşullar kötüleşecektir. Bu durumda, piyasalarda oluşabilecek beklenmedik bir baskının yeni ve karmaşık finansal enstrümanlar için ihtiyaç duyulan likiditenin azalmasına yol açacağına dair endişeler mevcuttur. Ayrıca, öncekinden daha dalgalı piyasa koşullarının hakim olduğu bir ortamda, (Macaristan, Güney Afrika ve Türkiye başta olmak üzere) bazı GOÜ'lerin büyük boyuttaki cari açıkları nedeniyle ihtiyaç duydukları portföy yatırımları piyasalardaki likiditeyi daha da keskin bir şekilde azaltacaktır. Politika yapımcıların ve gözetim ve denetim kurumlarının bu belirsizlikler karşısında finansal sistemi güçlendirecek önlemleri almaları gerekmektedir.
- ABD piyasalarına, sahip olduğu likidite, derinlik ve şeffaflık nedeniyle yatırımcılar tarafından duyulan güven, mevcut dengesizliklerin düzgün bir biçimde telafi edilebilmesini mümkün kılmaktadır. Ancak finansal piyasalarda süregelen yapısal değişimler sınır ötesi sermaye hareketlerinin yönünü değiştirebilir potansiyeline sahiptir. Bu çerçevede, ABD'deki finansal varlıklara olan talep, dünyadaki net uluslararası rezervlerin yarısından fazlasını elinde bulunduran Asya ülkelerindeki sermaye dağılımı ve liberalizasyondan büyük ölçüde etkilenecektir. Ayrıca petrol ihraç eden ülkelerin portföy dağılımı konusundaki tercihleri de bu konuda etkili olacaktır. Dolardaki beklenmedik bir değer kaybının, yabancıların elinde bulunan ABD menkul kıymetlerinin boyutu dikkate alındığında büyük kayıplara neden olması da kaçınılmazdır. Bu durumda, global cari hesap dengesizliklerinin meydana gelmesinde büyük paya sahip ülkelerin yetkili otoritelerince müdahalede bulunulması, muhtemel riskleri azaltacaktır.

#### ***GOÜ'lerde Bireysel Kredilerdeki Artış***

- Pek çok GOÜ'de bireysel kredilerde, kurumsal kredilerde olduğundan daha hızlı bir artış söz konusudur. Bunun nedenleri arasında düşük enflasyon ve faiz oranları, yüksek gelir düzeyleri, yüksek gayrimenkul fiyatları, finansal liberalizasyon, Mayıs-Haziran aylarındaki küçük çaplı krizle birlikte kurumsal kredilerde azalma meydana gelmesi ve bireysel kredilerde ihtisaslaşmış yabancı bankaların yaygınlaşması sayılabilir. GOÜ'lerde bireysel kredilerin gelişimine bakıldığında, bireysel kredilerin Gayrisafi Yurtiçi Hasıla'ya oranının %3 ile %64 arasında değiştiği, ortalamasının ise %18 olduğu görülmektedir. İlk sırada yer alan Asya ülkelerini, gelişmekte olan Avrupa ülkeleri ve Latin Amerika ülkeleri takip etmektedir.
- Bireysel kredilerdeki artışın tüketimdeki dalgalanmaları azaltmak, yatırım imkanlarını genişletmek ve varlık dağılımına katkıda bulunmak gibi olumlu yönleri olmasına karşın, bu pazardaki hızlı büyümenin makroekonomik koşulların yeterince güçlü olmadığı, risk yönetiminin zayıf, yasal düzenlemelerin ve kurumsal yapılanmanın yetersiz olduğu bir ortamda kırılabilir bir yapı oluşturduğu muhakkaktır. Global faiz oranlarının artması ve global büyümenin yavaşlaması halinde, bireysel kredilerdeki aşırı genişleme, bütün finansal sistemi olumsuz etkileyebilecek bir unsur olacaktır. Nitekim yakın zamanda pek çok GOÜ'de bireysel kredilerden kaynaklanan olumsuzluklar gözlenmiştir. Örneğin, Güney Kore'de 2002 yılında, zayıf bir yapıya sahip bireysel kredilerdeki hızlı artış, geri dönmeyen kredilerde sistemik bir artışa yol açarak, bireysel iflaslara neden olmuştur. Bazı gelişmekte olan Avrupa ülkelerinde ise kredi kaynaklı tüketim artışı dışsal dengelerin bozulmasına ve faiz ve döviz kuru risklerinin artmasına neden olmuştur. Ayrıca, bazı Asya ülkelerinde, Güney Afrika ve Macaristan'da artmakta olan konut fiyatları ve konut kredilerinin yakından takip edilmesi gerekmektedir.
- Özellikle bazı GOÜ'lerde bireysel kredilerle ilgili düzenlemeler (örn. teminatlar) ve gözetim sistemi henüz yeni oluşmakta olduğu için, piyasaya aşırı bir rekabetin hakim olması zayıf bir yapılanmaya yol açabilecektir. Ayrıca bireysel kredilerin hızla arttığı GOÜ'lerin finansal aktiflerinin yüksek olmasına

rağmen, beklenmedik faiz artışlarının olumsuz etkisi fazla olabilecektir. Bireysel kredilerdeki hızlı artışın mali sektörde yaratacağı sorunların yanısıra, cari açık kaynaklı krizlerin çıkmasında etkili olduğu da bilinen bir gerçektir.

### **IMF Dünya Ekonomik Görünüm Raporu – 14 Eylül 2006**

IMF'nin "Dünya Ekonomik Görünüm Raporu"nda küresel ekonomiye ilişkin olarak daha önce yayımlanan "Global Finansal İstikrar Raporu"nda yer alan uyarılara benzer uyarılar yapılmış, global ekonominin sağlam seyrini 2007 yılında da sürdüreceği tahmin edilmekle beraber, artan enflasyonist baskıların ve ABD'deki yavaşlamanın küresel yavaşlama riskini arttırdığı ifade edilmiştir.

Raporda Türkiye'ye Gelişmekte Olan Avrupa Ülkeleri bölümünde yer verilirken şu tespitler yapılmıştır:

Gelişmekte olan Avrupa 2005 yılında %5,0 oranında sağlıklı bir büyüme gerçekleştirmiş, özellikle Baltık ülkeleri, Slovakya, Çek Cumhuriyeti ve Türkiye bu dönemde güçlü bir büyüme sergilemiştir.

Gelişmekte olan Avrupa ülkelerinde yaşanan iç talep artışı geçtiğimiz yıl büyümeye büyük ölçüde katkıda bulunmuş, yüksek seyreden ve artmaya devam eden net sermaye akımları ve kredi artışı büyümeyi destekleyen diğer unsurlar olmuştur. Ancak bu ülkelerin yüksek cari açıklarının finansmanında büyük ölçüde yabancı sermaye akımlarına bağımlı olmaları, uluslararası piyasalarda yaşanan gelişmelere karşı aşırı duyarlı olmalarına neden olmaktadır. İç talep baskısının azaltılması için, Türkiye gibi bazı gelişmekte olan piyasalarda, mali politikaların büyük ölçüde sıkılaştırılması yararlı olabilecektir.

Söz konusu ülkelerin karşılaşacağı genel riskler ve alınması gereken önlemler şöyle tanımlanmıştır:

- Mali Politikaların sıkılaştırılması: Mali bakımdan çok güçlü olmayan ülkelerin, yatırımcıların güvenini sağlamak ve kamu borcunun artmasını engellemek için mali kırılganlıklarını gidermesi gerekmektedir. Özellikle kamu borç rasyosunun yüksek olduğu ülkelerde (Türkiye gibi) mali disiplin sağlanması gerekmektedir. Aksi taktirde Türkiye'nin de içinde yer aldığı gelişmekte olan Avrupa ülkelerindeki mali kırılganlık artışını önlemek mümkün olmayacaktır. Dış dünyada oluşabilecek bir likidite sıkışıklığı durumunda, bu ülkelerin risk algılamasının değişmesi ve bu durumda para birimlerinin ciddi şekilde değer kaybına uğraması mümkün görünmektedir.
- Güçlü denetim ve sağlam yasal altyapı: Söz konusu ülkelerde kredilerde yaşanan artış, özellikle yabancı bankalardan kısa vadeli borçlanmaların artması, kur ve faiz oranı riskini azaltacak düzenlemelerin uygulanma zorunluluğunu da beraberinde getirmektedir.
- Sıkı para politikası: İç talep artışı veya para birimi değer kaybının enflasyonist riskleri artırması durumunda, faiz oranlarını artırmak enflasyonla mücadelede en başarılı yöntem olmaktadır. Bu politika TCMB tarafından YTL'nin aşırı değer kaybettiği dönemde başarıyla uygulanmıştır. Türkiye'de enflasyon baskısı ve YTL'deki değer kaybına karşı Haziran'dan bu yana faiz oranları 425 baz puan yükseltilmiştir. Orta vadeli enflasyon görünümünde artış olması durumunda TCMB'nin para politikasını daha da sıkılaştırması gerekebilecektir.
- İşgücü piyasasının katılığının azaltılması: Gelişmekte olan Avrupa ülkelerinde istihdam oranı gelişmiş ülkelere kıyasla düşüktür. Bu alanda reform yapılarak bu oranın yükseltilmesi gerekmektedir.
- Kurumsal Reform: İş maliyetlerinin azaltılması, piyasa rekabetinin artırılması ve kamu faaliyetlerinde verimlilik artışı sağlanması konularında yapısal reform yapılması gerekmektedir.

IMF raporunda Türkiye'nin büyümesinde hissedilir şekilde bir düşüş olacağı belirtilmiş, bunun temel nedeni olarak ise Haziran'dan bu yana para biriminin değer kaybı ve artan enflasyonist baskıları engellemek için yapılan faiz artışı gösterilmiştir. Türkiye'nin 2006'da %5,4, 2007'de %5 büyüyeceği, enflasyonun bu yıl için % 10,2, gelecek yıl ise % 7,2 olacağı tahmin edilmiştir. Cari açığın GSYİH'ya oranının ise bu yıl % 6,7 olacağı, 2007'de % 5,8'e gerileyeceği öngörülmüştür.



Rapordaki diğer genel bulgular aşağıda özetlenmiştir.

- Dünya ekonomisi bu yıl da geçtiğimiz iki yılda olduğu gibi belirgin bir büyüme trendi sergilerken, ABD ekonomisinin yavaşlamaya başlaması, Euro Bölgesi büyümesinin artması ve Japonya’da ılımlı bir düzeye inmesiyle birlikte daha dengeli bir hale gelmektedir. Bu bağlamda, Nisan ayında % 4,9 olarak tahmin edilen dünya ekonomisinin 2006 büyüme oranı %5,1’e, 2007 oranıysa % 4,7’den % 4,9’a revize edilmiştir. Gelişmekte Olan Ülkeler’de (GOÜ) ulaşılan olağandışı büyüme rakamları da dünya ekonomisinin güçlü performansına katkıda bulunmaktadır. Öte yandan sürekli ve yüksek büyüme oranları kaydeden bazı ülkelerde enflasyonist baskıların arttığı yönünde işaretler mevcuttur. Başta ABD olmak üzere pek çok gelişmiş ülkede artan petrol fiyatlarının etkisiyle çekirdek enflasyon ve enflasyonist beklentiler, merkez bankalarının referans aralıklarının üzerine çıkmıştır. Japonya’ya bakıldığında ise deflasyonun nihayet sona erdiğine dair kanıtlar giderek artmaktadır. Artan büyüme nedeniyle global piyasalarda petrol fiyatlarının, Ortadoğu’daki jeopolitik gerginlikler, stokların azalması ve başta Nijerya olmak üzere bazı büyük petrol üreticilerinin arzının daralacağına dair endişeler nedeniyle artmasıyla, fiyat artışları süreklilik kazanmıştır.
- Mayıs ve Haziran aylarında, dünya genelinde artmakta olan enflasyonun neden olduğu kaygılar ve daha sıkı parasal koşullar gelişmiş ülke hisse senedi piyasalarında zayıflıklara ve GOÜ piyasalarında varlık fiyatlarında büyük düşüşler yaşanmasına neden olsa da, piyasalar Temmuz ayından beri daha istikrarlıdır. Bu fiyat hareketleri, ekonomik risklerden kaynaklanmayıp, daha çok büyük fiyat artışlarını izleyen bir düzeltme olup, ekonomik büyüme üzerinde kalıcı bir etki yaratacak gibi görünmemektedir. Ancak, bazı ülkelerin merkez bankalarının enflasyonist baskıları azaltmak ve finansal piyasalardaki tedirginliği ortadan kaldırmak için faiz oranlarını artırmalarının büyümeyle olumsuz etkilemesi söz konusu olabilecektir.
- Bu arada, dünya ekonomisini olumsuz etkileyebilecek boyutta pek çok global dengesizlik de var olmaya devam etmektedir. Örneğin, ABD’nin GSYİH’nin %7’sine ulaşan cari açığının artmaya, buna karşın, petrol ihraç eden ülkeler ve başta Çin olmak üzere bazı Asya ülkelerinin cari fazla vermeye devam etmesi beklenmektedir. ABD’de ekonomik büyümenin, yavaşlayan emlak piyasasının etkisiyle, 2006’da %3,4’e, 2007’de ise %2,9’a düşmesi beklenmektedir. Japonya’da da büyümenin bir miktar yavaşlayacağı öngörülmektedir. Her ne kadar Almanya’da büyümenin, dolaylı vergilerin artırılacak olması nedeniyle yavaşlaması beklense de, Euro Bölgesi’nde ekonomik canlanmanın bu yıl da hızını koruyacağı tahmin edilmektedir. Çin’de hızlı büyümenin devam etmesinin de etkisiyle, GOÜ’ler için de güçlü bir büyüme performansı beklenmektedir. Bu arada, global görünüme ilişkin risklerin de azalmakla birlikte devam ettiği gözlenmektedir. Enflasyonist baskıların, para politikalarının beklenenden daha fazla daraltılmasını gerektirecek şekilde artması, petrol fiyatlarının jeopolitik belirsizlikler ve stoklardaki yetersizlikler nedeniyle artmaya devam etmesi ve ABD emlak piyasasının, büyümenin yavaşlama hızını artırarak soğuması ihtimali, mevcut riskler içinde en başta gelenlerdir. Global dengesizliklerin kontrolden çıkması da bir diğer önemli risk unsurudur.
- Bu koşullar altında, önümüzdeki dönemde, gelişmiş ülke merkez bankalarının büyüme ve enflasyon hedefleri karşısındaki riskleri daha dikkatli bir şekilde değerlendirmeleri gerekecektir. ABD Merkez Bankası (Fed) yavaşlayan bir ekonomide artmaya devam eden enflasyon gibi zor bir durumla karşı karşıya olmasına rağmen, enflasyon beklentilerinin kontrol altında tutulmasının önemi nedeniyle para politikasını biraz daha sıkılaştırmak zorunda kalabilecektir. Japonya’da, deflasyonun tekrar ortaya çıkmasının maliyeti yüksek olacağı ve enflasyonun artma riski henüz düşük olduğu için faiz artırımının kademeli olması daha uygun olacaktır. Euro Bölgesi’nde ekonomik canlanma beklendiği şekilde geliştiği takdirde faiz artırımına devam edilmesi beklenebilir, fakat henüz enflasyonist baskılar ağırlığını koruduğu ve büyümenin yavaşlaması ihtimali mevcut olduğu için daraltıcı para politikasının daha fazla sürdürülmesi konusunda dikkatli olunması gerekebilecektir.
- Son yıllarda petrol fiyatlarında gözlenen artışın tek sebebi spekülasyon amaçlı işlemler olmayıp, başta Çin olmak üzere pek çok ülkede talep artarken, arzın daralması da büyük bir etkidir. Artan talebi karşılamak için arzın artırılmasıyla petrol fiyatlarının orta vadede düşeceği tahmin edilmekte olup, petrol ihraç eden ülkelerin yüksek fiyat seviyelerinin devam edeceğine güvenmemeleri gerekmektedir.



MAKROEKONOMİK GÖSTERGELER					
	2004	2005	En Son Yayımlanan		2006 HEDEF
GSYİH (Cari Fiyatlarla, Milyon YTL)	430.511	487.202	132.652	(2006 II. Çeyrek)	536.259
GSYİH (Cari Fiyatlarla, Milyar Dolar)	300.6	361.5	91.5	(2006 II. Çeyrek)	364.9
Kişi Başına GSYİH (Dolar)	4.187	5.016			4.981
GSYİH Büyüme Oranı (%)	8,9	7,4	7,5	(2006 II. Çeyrek)	5,0
Sanayi Üretim Endeksi Yıllık Değişim Oranı (%)	9,9	5,3	9,5	(Temmuz-2006)	
Kapasite Kullanım Oranı (%)	81,5	80,3	79,7	(Ağustos-2006)	
İşsizlik Oranı (%)	10,3	10,3	8,8	(Haziran-2006)	10,0
<b>Fiyat Gelişmeleri</b>					
TÜFE (Yıllık % Değişim)	9,32	7,72	10,55	(Eylül 2006)	5,0
ÜFE (Yıllık % Değişim)	13,84	2,66	11,19	(Eylül 2006)	
<b>Parasal Göstergeler (Milyon YTL)</b>					
M1	28.793	41.759	42.825	(08.09.2006)	
M2	108.539	153.146	173.740	(08.09.2006)	
M2Y	184.404	229.587	266.064	(08.09.2006)	
Emisyon	13.465	19.612	23.029	(05.10.2006)	
TCMB Brüt Döviz Rezervleri (Milyon \$)	36.006	48.320	56.807	(15.09.2006)	
<b>Döviz Kuru</b>					
Dolar/YTL	1.3427	1.3483	1.4967	(05.10.2006)	
Euro/YTL	1.8321	1.5952	1.9028	(05.10.2006)	
Kur Sepeti (1\$+0.77Euro)	2.7534	2.5766	2.9619	(05.10.2006)	
Euro/Dolar	1.3645	1.1831	1.2713	(05.10.2006)	
Dolar/Yen	102.49	117.49	117.62	(05.10.2006)	
TÜFE Bazlı Reel Kur Endeksi	140.60	171.20	154.5	(Eylül 2006)	
<b>Faiz Oranları</b>					
TCMB O/N (Borç Alma)	18,00	13,50	17,50	(21.07.2006)	
TRILIBOR O/N	20,18	15,08	17,5375	(05.10.2006)	
<b>Ödemeler Dengesi (Milyon \$)</b>					
Cari İşlemler Açığı	-15.543	-22.852	-20.774	(Ocak - Temmuz)	-22.000
İthalat	97.540	116.048	88.862	(Ocak - Ağustos)	124.400
İhracat	63.167	73.122	53.276	(Ocak - Ağustos)	79.000
Dış Ticaret Açığı	-34.373	-42.926	-35.586	(Ocak - Ağustos)	-45.400
<b>Kamu Ekonomisi (Milyon YTL)</b>					
Bütçe Gelirleri	110.720	134.819	115.522	(Ocak - Ağustos)	163.041
Bütçe Giderleri	141.020	144.562	115.048	(Ocak - Ağustos)	172.244
Bütçe Açığı	-30.300	-9.743	474	(Ocak - Ağustos)	9.203
Faiz Dışı Fazla	26.188	35.936	34.609	(Ocak - Ağustos)	37.057
<b>Borç Stoku Göstergeleri</b>					
Merkezi Yönetim İç Borç Stoku (milyar YTL)	224.5	244.8	251.9	(Ağustos-2006)	
Merkezi Yönetim Dış Borç Stoku (milyar YTL)	92.0	86.8	96.8	(Ağustos-2006)	
Kamu Net Borç Stoku	272.2	271.5	263.8	(2006 I. Çeyrek)	
<b>İMKB</b>					
İMKB-100	24.971	39.777	36.917	(05.10.2006)	

<b>TÜRK BANKACILIK SEKTÖRÜ</b>				
<b>( Milyon YTL )</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>Haz.06</b>	<b>Tem.06</b>
Toplam Aktif	306.464	396.962	455.246	455.150
Nakit Rezervler	32.867	46.751	44.785	39.844
Krediler	99.396	149.937	195.282	194.632
Menkul Değerler Portföyü	123.680	143.016	159.674	156.232
Mevduat	191.065	243.121	281.764	272.713
Mevduat Dışı Kaynaklar	70.423	100.108	122.558	119.016
Özkaynaklar	45.975	53.733	50.836	53.421
Net Dönem Karı	6.337	5.711	4.989	6.152
<b>Seçilmiş Rasyolar %</b>				
Kredi / Mevduat	52,0	61,7	69,3	71,4
Men.Değ.Port. / Mevduat	64,7	58,8	56,7	57,3
Özkaynak Karlılığı	13,8	11,8	9,8	11,5
Aktif Karlılık	2,0	1,4	1,1	1,4
Sermaye Yeterlilik Rasyosu	28,2	24,2	18,6	19,8

<b>ULUSLARARASI EKONOMİK GÖSTERGELER</b>				
	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>En Son Yayımlanan</b>	
<b>Uluslararası Piyasalar</b>				
Altın (ons) \$	438,00	513,70	572,50	(05.10.2006)
Petrol (Varil) \$	40,40	58,70	59,83	(05.10.2006)
<b>Borsa Endeksleri</b>				
NASDAQ (ABD)	2.175	2.232	2.306	(05.10.2006)
DOW JONES (ABD)	10.783	10.888	11.866	(05.10.2006)
NİKKEİ (JAPONYA)	11.488	14.872	16.433	(05.10.2006)
DAX (ALMANYA)	4.256	5.193	6.071,9	(05.10.2006)
BOVESPA (BREZİLYA)	29.196	31.916	37.976	(05.10.2006)
MERVAL (ARJANTİN)	1.375	1.554	1.653	(05.10.2006)
ABD 10 Yıllık Hazine Tahvili Getirisi (%)	4,220	4,390	4,5995	(05.10.2006)
Türkiye 2030 Vadeli Eurobond Getirisi (%)	8,720	7,130	7,482	(06.10.2006)
<b>Eurobond Spread'leri (Puan)</b>				
Türkiye	270	214	256	(Eylül 2006)
Arjantin	4.811	498	342	(Eylül 2006)
Rusya	222	109	114	(Eylül 2006)
Brezilya	421	285	233	(Eylül 2006)
Meksika	168	123	121	(Eylül 2006)

**Ekonomik Araştırmalar Birimi**

Hülya Yılmaz	Müdür Yardımcısı	hulyayilmaz@vakifbank.com.tr	0312 –455 84 84
Rukiye Alçıkaya	Uzman	rukiye.alcikaya@vakifbank.com.tr	0312 –455 84 87
Nazan Kılıç	Uzman	nkilic@vakifbank.com.tr	0312 –455 84 89
Ümit Ünsal	Uzman Yardımcısı	umit.unsal@vakifbank.com.tr	0312 –455 84 86
Bilge Özalp	Uzman Yardımcısı	bilge.ozalp@vakifbank.com.tr	0312 –455 84 88
Şahin Şakir Önder	Uzman Yardımcısı	sakir.onder@vakifbank.com.tr	0312 –455 84 85
Pelin Sencer Kaptan	Yetkili Yardımcısı	pelin.sencer@vakifbank.com.tr	0312 –455 84 90

\* Bu rapordaki bilgi ve veriler, Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. Ekonomik Araştırmalar Bölümü tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan edinilmiştir. Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. bu bilgi ve verilerin doğruluğu hakkında garanti vermemekte ve bu raporda sunulan bilgilerin kullanılmasından kaynaklanabilecek zararlar konusunda sorumluluk kabul etmemektedir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmış olup, hiçbir konuda yatırım önerisi olarak yorumlanmamalıdır.