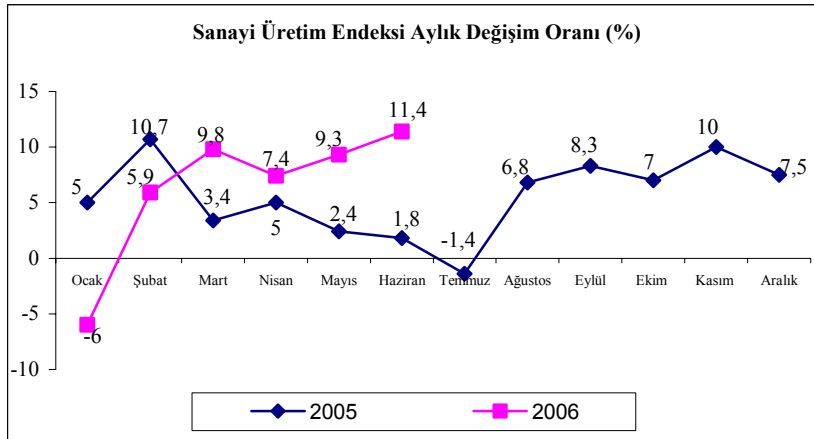


EKONOMİK GÖRÜNÜM

EYLÜL 2006

REEL SEKTÖR

► Haziran Ayı Sanayi Üretim Endeksi



Aylık Sanayi Üretim Endeksi, 2006 yılı Haziran ayında bir önceki yılın aynı ayına göre %11,4 artarak 148,5'e; imalat sanayi üretim endeksi ise %11,3 artarak 149,3'e yükselmiştir. Sanayi üretim endeksinde kaydedilen artış oranı, 2005 yılından bu yana kaydedilen en yüksek artış oranıdır. Mevsimsel etkilerden arındırılarak yapılan değerlendirmede de sanayi üretimindeki güçlü artışın sürdüğü görülmektedir.

İKTİSADİ FAALİYET KOLLARI	HAZİRAN				OCAK-HAZİRAN			
	2006		2005		2006		2005	
	Endeks	Değişim	Endeks	Değişim	Endeks	Değişim	Endeks	Değişim
Toplam Sanayi	148,5	11,4	133,3	1,8	134,2	6,5	125,9	4,5
Madencilik	105,1	10,9	94,7	8,5	90,2	6,9	84,4	20,5
İmalat Sanayi	149,3	11,3	134,1	1,2	133,9	6,3	126,0	3,7
Elektrik, Gaz ve Su	166,8	12,7	147,9	6,0	163,2	8,7	150,1	6,5

KAYNAK : TÜİK

Endekste %86,92 ile en fazla ağırlığı olan imalat sanayi sektöründe %11,3; endekste ağırlığı %4,89 olan madencilik sektöründe %10,9; endekste ağırlığı %8,19 olan elektrik, gaz ve su sektöründe ise %12,7 oranında üretim artışı olmuştur. Toplam sanayi üretimindeki artışın büyük oranda imalat sanayi üretimindeki artıştan kaynaklanması, üretim faaliyetlerinin piyasalarda yaşanan dalgalanmaya rağmen sürdüğü yönünde önemli bir göstergedir.

2006 yılına %6 oranında gerileyerek başlayan sanayi üretim endeksi, izleyen aylarda yüksek oranlarda artmış, Haziran ayında, geçen yılın aynı döneminde düşük gerçekleşen artış oranının da baz etkisiyle bir yıllık dönemde %11,4 oranında artarak 148,5'e ulaşmıştır. 1997'de 100 olan endeksin bu seviyesi, 1997'den bu yana ulaştığı en yüksek noktadır.

Sektörler	İmalat Sanayi Endeksi Sektör Ağırlığı (%)	Yıllık Değişim Oranı (%)			
		Haziran Ayı		Altı Aylık Ortalama	
		2006	2005	2006	2005
Kok Kömürü, Rafine Edilmiş Petrol Ürünleri	14,48	3,5	-4,1	-2,7	-5,4
Tekstil	10,88	4,2	-8,5	-4,9	-11,8
Gıda	10,64	6,3	18	7,5	4
Kimyasal Madde	10,34	21,2	-4,2	15,6	5,3
Ana Metal Sanayi	8,9	19,8	-1,6	8,9	4,6
Metalik Olmayan Diğer Mineral	6,85	11	11,2	11,5	13,2
Taşıt Araçları	6,27	15,7	3	10,4	10,9
Makine Teçhizat	5,76	27,1	-11,3	21,7	-1,6
Giyim	5,42	2,8	-6,3	-4,9	-9
Plastik-Kauçuk	3,41	-14,6	15,9	-10,4	18,1
Metal Eşya San. Mak Teç.Hariç	3,39	-3,7	59,2	1,7	39,3
Elektrikli makineler	3,22	40,3	0,6	14,7	20,5
Mobilya	1,3	51,4	12,6	26,6	24,8
Diğer Ulaşım Araçları	1,07	31,2	23,3	45,9	0,3
Büro, Muhasebe, Bilgi İşlem Makineleri	0,05	216,2	12,6	151,3	2,3

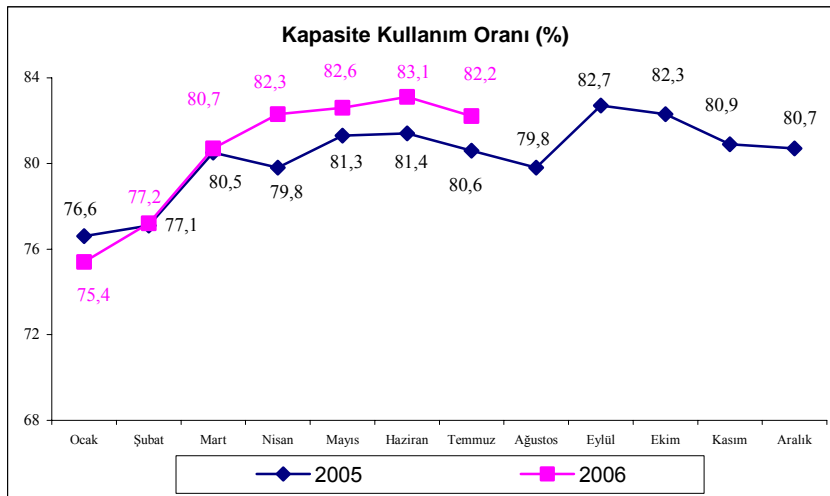
KAYNAK : TÜİK

muhasabe ve bilgi işlem makinelerinde gerçekleşen %216,2'lik; mobilyadaki %51,4'lük; diğer ulaşım araçlarındaki %31,2'lik; elektrikli makine ve cihazlardaki %40,3'lük, ağaç ve mantar ürünlerindeki %29,9'lük; derideki %18'lik üretim atışları da endeksteki yükselişe katkı sağlamıştır. Sanayi üretimindeki yüksek oranlı artışta, baz etkisi yanında Haziran ayında YTL'deki değer kaybıyla birlikte ihracatçı sektörlerin üretimlerinde kaydedilen artışların etkili olduğu görülmektedir.

2005 yılının ilk altı aylık döneminde %4,5 olan toplam sanayi üretimi endeksi artışı, 2006 yılının aynı döneminde %6,5 olarak gerçekleşmiştir. İmalat sanayi üretimindeki artış 2005 yılının ilk altı aylık döneminde %3,7 iken, 2006 yılının aynı döneminde %6,3 olarak gerçekleşmiştir. İmalat sanayii üretimindeki bu yüksek oranlı artış sanayi üretimindeki artışın büyük oranda imalat sanayii üretim artışından kaynaklandığını göstermekte olup, olumlu bir gelişmedir. Sanayi üretim endeksinin yılın ikinci çeyreğindeki artış oranı ortalama %9,4 civarındadır. GSYİH'de yaklaşık %30 oranında payı olan ve birçok sektörde canlılık sağlayan sanayideki bu yüksek üretim artışıyla birlikte, aynı dönemde GSYİH büyümesinin de yüksek bir oranda gerçekleşmesi beklenmektedir.

Yılın ikinci yarısına ilişkin ilk verilerden biri olan Temmuz ayı kapasite kullanım oranı %82,2 gibi yüksek bir seviyede gerçekleşmiştir. Bu yüksek kapasite kullanım oranı ve 2005 yılı Temmuz ayında sanayi üretim endeksinin %1,4 oranında gerilemesinin yarattığı baz etkisiyle sanayi üretim endeksinin Temmuz ayında da yüksek bir oranda gerçekleşmesi mümkün görünmektedir.

► Temmuz Ayı Kapasite Kullanım Oranları



2005 yılı Temmuz ayında %80,6 olarak gerçekleşen üretim değeri ağırlıklı kapasite kullanım oranı Temmuz 2006 döneminde kamu sektöründe %94; özel sektörde %80,2 olmak üzere toplam %82,2 olarak gerçekleşmiştir. Mevsimsel etkilerden arındırıldığında Ocak ayında %78,5'e kadar gerileyen kapasite kullanım oranının Şubat ayından itibaren %80'in üzerine çıktığı görülmektedir.

Seçilmiş Bazı Sektörlerde Kapasite Kullanım Oranları (%)				
	Temmuz 2005	Temmuz 2006	2005 Ocak- Temmuz	2006 Ocak- Temmuz
İmalat Sanayii	80,6	82,2	79,6	80,5
Gıda	72,4	73,3	69,5	70,0
Tekstil	79,4	81,4	81,2	80,5
Giyim	81,6	80,6	81,9	81,5
Kok Köm.Raf.Edil.Petrol Ürün.	96,0	95,6	89,4	89,2
Kimyasal Madde	74,6	72,6	73,3	77,6
Plastik Kauçuk	81,9	80,8	81,1	80,2
Metalik Olm.Diğ.Mineral Mad.	86,3	87,2	81,1	82,4
Ana Metal	82,2	85,8	82,9	82,9
Metal Eşya (Mak.Teç.Hariç)	73,9	76,4	75,5	76,1
B.Y.S. Makine ve Teçhizat	74,8	77,8	73,1	77,7
Büro Muh.ve Bil.İşl.Mak.	90,5	83,4	85,3	84,3
Elektrikli Makine Cihazlar	72,6	80,1	77,1	79,0
Taşıt Araçları ve Karoseri	80,1	88,0	82,8	86,1
Diğer Ulaşım Araçları	73,7	78,8	79,4	79,6
Mobilya	83,8	83,4	84,7	84,0

KAYNAK : TÜİK, HazineMüsteşarlığı

2006 Temmuz ayında son bir yıllık süreçte, 22 alt sektörden 8'inin kapasite kullanım oranlarında düşüş görülürken, 14'ünün kapasite kullanım oranı yükselmiştir. Bir yıllık süreçte giyim, kağıt, basım-yayım, kok kömürü ve rafine edilmiş petrol ürünleri, kimyasal madde, plastik-kauçuk, büro, muhasebe, bilgi işlem makineleri ve mobilya sektörlerinin kapasite kullanım oranları düşerken; gıda, tütün, tekstil, deri, ağaç ve mantar ürünleri, metalik olmayan diğer mineral maddeler, ana metal sanayi, metal eşya, makine-teçhizat, elektrikli makine ve cihaz, radyo, TV, haberleşme araçları, tıbbi, optik, hassas aletler, taşıt araçları ve diğer ulaşım araçları sektörlerinin kapasite kullanım oranları yükselmiştir. 2006 Temmuz ayında onüç sektörde kapasite kullanım oranları %80'in üzerinde iken, dokuz sektörde %80'in altına düşmüştür.

Açıklanan veriler yılın ilk altı aylık döneminde geçen yılın aynı dönemine göre sanayide daha yüksek bir performansın yakalandığını göstermektedir. Piyasalarda yaşanan dalgalanmanın ertesinde yapılan analizlerde, yılın ilk yarısında, 2002 yılından bu yana sürdürülen başarılı büyüme performansının sürdürülebileceği; ancak yılın ikinci yarısından itibaren yaşanan dalgalanmanın etkilerinin hissedilmesiyle birlikte büyüme performansının önemli oranda gerileyeceği belirtilmekteydi. Yılın ikinci yarısına ilişkin ilk verilerden olan Temmuz ayı kapasite kullanım oranlarının görece yüksek bir seviyede açıklanması ve Temmuz ayında ihracatın %19,2 gibi yüksek bir oranda artması, gerek reel kesim, gerekse tüketici beklentilerinde bir bozulma olmasına rağmen, üretimdeki artış trendinin yılın ikinci yarısının ilk ayına da sarktığını göstermektedir.

Tam Kapasite Çalışmama Nedenleri (%)		
	Temmuz Ayı	
	2006	2005
İç Pazarda Talep Yetersizliği	45,6	47,5
Dış Pazarda Talep Yetersizliği	18,0	20,8
Mali İmkansızlık	3,8	4,2
Yerli Mallarda Hammadde Yetersizliği	4,3	3,5
İthal Mallarda Hammadde Yetersizliği	2,8	2,4
İşçilerle İlgili Meseleler	1,8	1,7
Enerji Yetersizliği	1,6	0,7
Diğer Nedenler	22	19,3

KAYNAK: TÜİK

Aylık İmalat Sanayi Eğilim Anketi sonuçlarına göre tam kapasite ile çalışmama nedenleri arasında iç pazarda talep yetersizliği ilk sırada yer alırken, iç pazarda ve dış pazarda talep yetersizliğinin geçen yılın aynı dönemine göre etkilerinin azaldığı; enerji yetersizliği ve diğer nedenlerin de geçen yılın aynı ayına göre etkilerini artırdığı dikkat çekmektedir.

İşyerlerinin Mevcut ve Beklenen Durumu (Temmuz 2006)		
Konu	Mevcut Durum (%)	Beklenen Durum (%)
Üretim Miktarı	-1,3	-0,1
Yurtiçi Satışlar	-4,1	0,5
Satış Fiyatları	1,5	0,3
Hammadde Fiyatları	1,8	0,9

KAYNAK: TÜİK

“İmalat Sanayiinde Eğilimler Anketi”ne katılan işyerleri 2006 yılı Temmuz ayında, üretim miktarının ve yurt içi satışların azaldığını; satış ve hammadde fiyatlarının arttığını belirtmişlerdir. Ağustos ayı için ise üretim miktarının az da olsa gerileyeceğini; yurtiçi satışlar, satış ve hammadde fiyatlarının ise bir miktar artacağını belirtmişlerdir.

► **İşgücü Piyasasındaki Gelişmeler**

Kurumsal Olmayan Sivil Nüfusun İşgücü Durumu					
	2004 Yıllık	2005 Yıllık	2005 Mayıs	2006 Mayıs	2005 Mayıs-2006 Mayıs Değişim Oranı (%)
Kurumsal Olmayan Sivil Nüfus (000)	70.556	71.611	71.469	72.485	1,4
15 ve Daha Yukarı Yaşta Nüfus (000)	49.906	50.826	50.695	51.561	1,7
İşgücü (000)	24.289	24.565	25.015	25.075	0,2
İstihdam (000)	21.791	22.046	22.721	22.860	0,6
İşsiz (000)	2.498	2.520	2.294	2.215	-3,4
İşgücüne Katılma Oranı(%)	48,7	48,3	49,3	48,6	-1,4
İstihdam Oranı (%)	43,7	43,4	44,8	44,3	-1,1
İşsizlik Oranı(%)	10,3	10,3	9,2	8,8	-4,3
Eksik İstihdam Oranı (%)	4,1	3,3	3,3	3,9	18,2
İşgücüne Dahil Olmayanlar (000)	25.616	26.260	25.681	26.486	3,1
<i>Kaynak : TÜİK</i>					

aynı dönemine göre 1 puan gerilemiş ve %11,5 olarak gerçekleşmiştir. Sözkonusu dönemde çalışma çağındaki nüfus 866 bin kişi artarak 51milyon 561 bin kişiye ulaşırken, işgücüne dahil olmayanların sayısı 805 bin kişi artmıştır. İstihdam edilenlerin sayısı ise 139 bin kişi artarak 22 milyon 860 bin kişiye ulaşmıştır. İşgücündeki 60 bin kişilik artışla birlikte 139 bin kişinin istihdama katılması neticesinde işsiz sayısında 79 bin kişilik azalma meydana gelmiştir.

Tarım sektöründe çalışan sayısının 778 bin kişi azaldığı; tarım dışı sektörlerde çalışan sayısının ise 917 bin kişi arttığı 2006 Mayıs döneminde, çalışanların %28,4'ü tarım, %18,7'si sanayi, %5,8'i inşaat, %47,1'i ise hizmetler sektöründe istihdam edilmiştir. 2005 yılının aynı dönemine göre tarım sektöründeki istihdam 3.6 puan azalırken, hizmetler sektörü istihdamı 2.9 puan artmıştır. Mevsimsel etkilerden dolayı tarım ve inşaatın toplam istihdamdaki payı bu yılın daha önceki aylarına göre artmaya devam ederken, tarım sektöründeki dönüşüm süreciyle birlikte geçen yılın aynı dönemine göre tarımın payı gerilemiştir.

Mayıs 2006 döneminde işgücüne katılma oranı ise geçen yıla göre 0.7 puan azalarak %48,6 olarak gerçekleşmiştir. Tarım sektöründeki daralmayla birlikte büyük ölçüde tarım sektöründeki kayıtdışı azalmasıyla, kayıtdışı istihdam oranı bir önceki yılın aynı dönemine göre 2,1 puanlık azalışla %49,4 olarak gerçekleşmiştir.

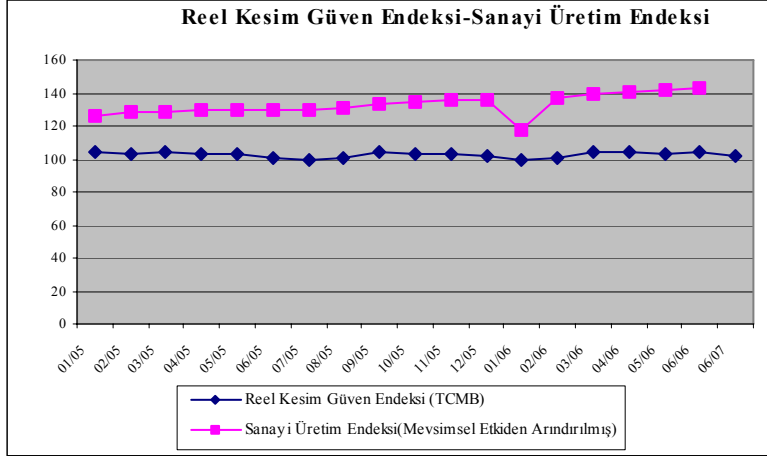
► **Üretimle İlgili Gelişmeler**

Türkiye ekonomisinde Mayıs ayında piyasalarda yaşanan dalgalanmaya rağmen 2006 yılının ilk yarısında sanayi üretim endeksi geçen yılın aynı dönemine göre daha yüksek oranda artmıştır. 2005 yılının ilk altı aylık döneminde toplam sanayi üretimi %4,5; imalat sanayi üretimi %3,7 oranında artarken, 2006 yılının aynı döneminde toplam sanayi üretimi %6,5; imalat sanayi üretimi %6,3 oranında artmıştır. Özellikle yılın ikinci çeyreklik dönemindeki yüksek sanayi performansının etkisiyle, sanayi üretim endeksinde geçen yıla göre yüksek üretim artışı gerçekleşmiştir. Sanayi üretiminde yılın ikinci çeyreğinde gerçekleşen yüksek üretim artışları ile, ikinci çeyrekte GSYİH'nin geçen yılın aynı döneminde gerçekleşen %5,5'in üzerinde büyümesi beklenmektedir.

Haziran ayında tüm sektörlerde yatırım mali üreten sektörlerden makine-teçhizat üretim %27,1; elektrikli makine ve cihazlarda %40,3 oranında artmıştır. Sözkonusu sektörler yılın ilk yarısı itibarıyla de geçen yılın aynı dönemine göre çok yüksek üretim artışları gerçekleştirmişlerdir.

Yılın ikinci yarısına ilişkin verilerden Temmuz ayına ilişkin kapasite kullanım oranı %82,2 ile geçen yıl gerçekleşen %80,6'nın üzerindedir. Kapasite kullanım oranının bu görece yüksek seyri aynı ayda sanayi üretiminin de yüksek gerçekleşeceğini göstermektedir. Böylece, sanayide dalgalanmanın etkilerinin henüz hissedilmediği görülmektedir. Ekonomide kısa süreli dalgalanmalar yatırım kararlarını çok fazla etkilememektedir. Ekonominin orta vadeli geleceğinin olumlu olması, Türkiye açısından yatırım ortamının iyileştirilmesi, Türk firmalarının dünyayla rekabet edebilme gücünü artıran reform çalışmalarının, çalkantılara

rağmen devam ettirilmesi ve iç ve dış talepte keskin bir düşüş olmaması yatırımların devamını sağlamaktadır. Bu açıdan, geleceğe yönelik yatırım harcamalarının seyri konusunda bir analiz yaparken, halihazırda yapılmış olan yatırımlardaki artıştan ziyade, üreticilerin yeni yatırımlar yapmak için geleceğe yönelik beklentilerinin ne yönde oluştuğunun iyi izlenmesi gerekmektedir. Halihazırda yapılan yatırımlar daha önceden verilmiş kararların uygulanması, başlanan yatırımların tamamlanması şeklinde olabilir. Üreticilerin geleceğe yönelik beklentilerini izlemeye imkan verecek göstergelerden biri TCMB tarafından hazırlanan “Reel Kesim Güven Endeksi”dir.



Reel kesim güven endeksi 2006 Temmuz döneminde bir önceki yılın aynı dönemine göre %2,1 oranında artmış; bir önceki aya göre ise %2,3 azalmıştır. Haziran ayından bu yana toplam sipariş ve mamul mal stok miktarı eğilimleri, ihracat imkanları beklentisi, iç pazara satılan mal hacmi eğilimi ile toplam istihdam beklentisi endeksi olumsuz etkilerken, genel gidişat konusundaki görüşler ve üretim hacmi ile yatırım harcaması beklentileri endeksi olumlu yönde etkilemiştir. Genel olarak incelendiğinde, mevsimselliğin de endeks üzerinde

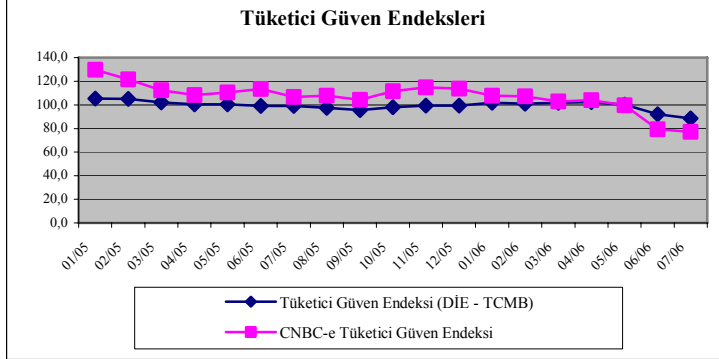
olumsuz bir etki yaptığı görülmektedir. Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği tarafından yapılan yılın ilk altı ayına ilişkin değerlendirmeler ve geleceğe yönelik beklentilerin yer aldığı “Ekonomik Barometre Anketi”ne göre, ankete katılan firmaların %32,7’si yatırımlarını artıracacağını, %47,3’ü yatırımlarında bir değişiklik olmayacağını, %20’si de yatırımlarını azaltacağını belirtmiştir. Ocak ayında yapılan ankette yatırımlarını azaltacağını belirten firmaların oranı %11,4’te kalmıştı. Söz konusu ankette, toplam cirosunun bir önceki döneme göre arttığını belirten firmaların oranı %31’le sınırlı kalmış, değişmediğini belirten firmaların oranı %35,8; azaldığını belirten firmaların oranı ise %33,2 olmuştur. Ocak ayında yapılan ankette ise firmaların %40,5’i cirolarının arttığını; %34,3’ü değişmediğini; %25,2’si ise azaldığını belirtmişti.

Reel kesim güven endeksinde keskin bir düşüş olmamasına rağmen, teşvikli yatırımlardaki artış hızında bir gerileme olduğu görülmektedir. Yılın ilk yedi aylık döneminde verilen yatırım teşvik belgeleriyle yapılan yatırım tutarında %39,2’lik artış gerçekleşmiştir. Yılın ilk aylarında aylık bazda %78-%100 oranında artış gösteren yatırım teşvik belgeleri kapsamında yapılan yatırım tutarındaki artış hızı, piyasalarda dalgalanmanın başladığı Mayıs ayında önemli oranda gerileyerek %38,18 olarak gerçekleşmiştir. Haziran ayında %20,7 oranında azalan yatırım teşvik belgeleri kapsamında yapılan yatırım tutarı, Temmuz ayında %13,4 oranında azalmıştır.

Yatırımlardaki trendi izlemeye imkan veren diğer bir gösterge de sermaye malları ithalatıdır. Haziran ayında %1,3 gerileyen sermaye malları ithalatı, Temmuz ayında %2,8 gibi düşük bir oranda artmıştır. Nisan ve Mayıs aylarında sermaye malları ithalatı sırasıyla %7,6 ve %7 oranında artmıştı. Üretimde ithal ara malları kullanımının yaygın olması nedeniyle, kurlardaki yükselişe rağmen ara malları ithalatının yüksek oranlarda artmaya devam ettiği görülmektedir. Mayıs ayında %27,3 artan ara malı ithalatı Haziran’da %26,6; Temmuz’da ise %22,7 oranında artmıştır.

Piyasalarda yaşanan dalgalanma ile birlikte YTL’deki değer kaybı, Mayıs ayından itibaren ihracat rakamlarının artmasını sağlamıştır. TİM (Türkiye İhracatçıları Meclisi) verilerine göre ihracattaki artış Nisan’daki %5,7’lik artış oranının ardından Mayıs ayında %21,8; Haziran ayında %28,1; Temmuz ayında %21,2; Ağustos’ta %27,1 olarak gerçekleşmiştir. Ancak, YTL’nin, dalgalanmanın ardından dünyadaki ekonomik gelişmeler paralelinde tekrar değer kazanmasıyla birlikte ihracatta kaydedilen yüksek oranlı artışların gerilemesi, üretim faaliyetini yavaşlatıcı bir etki yaratabilecektir. Ancak, Türkiye’nin en önemli ihracat pazarı olan AB ülkelerindeki güçlü büyüme verilerinin bu etkiyi azaltıcı rol oynaması olası görünmektedir.

► Taleple İlgili Gelişmeler



TCMB ve TÜİK işbirliği ile hazırlanan Aylık Tüketici Eğilim Anketi sonuçlarına göre, Tüketici Güven Endeksi 2006 yılı Temmuz ayında Haziran ayına göre %3,87 oranında azalarak 88,60 değerine düşmüştür. Tüketici güveninde kötümserliği gösteren %88,60 düzeyi, tüketicilerin mevcut ve gelecek dönem satın alma güçlerine, gelecek dönem ekonomik duruma ve iş bulma olanakları ile mevcut dönemin tüketim malı satın almak için uygunluğuna dair değerlendirmelerinin kötüleşmesinden

kaynaklanmıştır. CNBC-e tarafından hazırlanan Tüketici Güven Endeksinde de düşüşün sürdüğü görülmektedir. Haziran ayında bir önceki aya göre 20.3 puan gerileyerek %79,3'e kadar düşen endeks, Temmuz ayında 77,10 olarak gerçekleşmiştir. Bir yıla yakın bir süredir geleceğe yönelik beklentilerde görülen bozulmanın sürmesiyle CNBC-e Tüketici Beklenti Endeksi Temmuz ayında %3,42 gerileyerek 67,30 seviyesine inmiştir. CNBC-e endekslerinden olan Tüketim Eğilim Endeksi bir önceki aya göre %3,6 gerileyerek %102,70; Tüketim Endeksi %3,3 gerileyerek 139,76 olarak gerçekleşmiştir. Konut ve otomobil satışlarındaki gerilemeyle birlikte tüketim endeksinde düşüş görülürken, indirim sezonuna girilmesi, turizm sezonu olması nedeniyle otel, lokanta vesair harcamaların artması, evliliklerin yoğunlukla yaz aylarında gerçekleşmesi gibi mevsimsel etkiler nedeniyle sözkonusu düşüş dramatik boyutlarda olmamıştır. YTL'deki değerlenme sürecinin tekrar başlaması, kredi faiz oranlarında eski seviyelerine kadar olmasa da gerileme olması, Eylül-Ekim döneminin okulların açılmasıyla birlikte harcamaların artacak olması gibi nedenlerle önümüzdeki birkaç aylık dönemde, beklentilerdeki bozulmaya rağmen iç talepte belirgin bir yavaşlama görülmeyeceği düşünülmektedir. Ancak, konut ve otomobil gibi harcamaların büyük oranda uzun vadeli finansman olanaklarıyla gerçekleştirildiği ve bu finansman olanaklarının dalgalanma öncesi seviyelerden sunulamayacağı olasılığı dikkate alındığında, Eylül-Ekim aylarından sonra tüketimde bu harcamaların kısılması neticesinde bir düşüş olması mümkündür.

İç talebe ilişkin önemli göstergelerden olan beyaz eşya sektöründe iç satışlar Temmuz ayında geçen yılın aynı ayına göre %4,6 oranında gerilemiştir. Türkiye Beyaz Eşya Sanayicileri Derneği'nin (TÜRKBEŞD) açıkladığı verilere göre, Temmuz ayında ihracat %26 artarken, ithalat %85 oranında artmıştır. İç talebe ilişkin başka bir önemli göstere olan yurtiçi otomobil satışlarında Mayıs ayında %26,1 oranında artış olurken, Haziran ayında %19,4; Temmuz ayında ise %41,9 oranında gerileme olmuştur. Kurlarda meydana gelen yükseliş ve kredi faiz oranlarının dalgalanma öncesinde olduğu kadar cazip olmaması nedeniyle otomobil ithalatı da gerilemektedir. Haziran'da %24 oranında gerileyen otomobil ithalatı, Temmuz ayında %45,6 oranında gerilemiştir.

Faiz oranlarındaki yükselişle birlikte tüketici kredilerindeki artış oranlarının önemli ölçüde gerilediği görülmektedir. 5 Mayıs-28 Ağustos 2005 tarihleri arasında konut kredileri reel olarak %62,2 oranında artarken, 2006 yılının aynı döneminde %13,8 oranında artmıştır. Taşıt kredilerinde 2005 yılında sözkonusu dönemde artış oranı reel olarak %15,7 olmuş; 2006 yılının aynı döneminde ise taşıt kredileri %0,6 oranında gerilemiştir.

Beklentilerdeki bozulmaya rağmen, tüketicilerin kur hareketlerinden çok fazla etkilenmedikleri ve yabancı mallara olan taleplerinde azalma olmadığı görülmektedir. Haziran 2006'da yıllık %18,4 artan tüketim malları ithalatı, Temmuz ayında %23,3 artmıştır.

Tüketici beklentilerinde bozulma, reel ücretlerde artış olmaması ve tüketici kredisi faiz oranlarının yükselmesi sonucunda tüketim harcamalarının kısılmasının sözkonusu olacağı düşünülmektedir. İç talepteki azalmayla birlikte YTL'nin tekrar değer kazanmaya başlamasının ihracatta kaydedilen artışın gerilemesine neden olması, üretimde yavaşlamaya yol açacaktır. Ancak, yavaşlamanın ölçüsünü yurtiçi ve yurt dışı piyasalardaki gelişmeler belirleyecektir.

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		23.08.2006 (3)	21.07.2006 (2)	30.12.2005 (1)	31.12.2004
	(3-2)	(3-1)				
Toplam Bilanço Büy.	-3	13	101.54	105.19	90.07	74.67
Dış Varlıklar	-6	22	88.43	94.07	72.34	53.59
İç Varlıklar	18	-26	13.11	11.12	17.73	21.08
Değerleme Hesabı	-69	-176	-1.53	-4.87	2.01	2.03
Toplam Döviz Yük.	-2	16	59.75	61.28	51.52	49.93
Merkez Bankası Parası	-5	8	41.79	43.91	38.55	24.74
Rezerv Para	-13	-5.8	30.79	35.45	32.7	20.33
Emisyon	-2	17	23.00	23.56	19.61	13.47
Bankalar Mevduatı	-35	-40	7.68	11.78	12.90	6.72
APİ	30	54	7.69	5.92	4.98	3.62
Kamunun YTL Mevduatı	30	281	3.31	2.55	0.87	0.79
Dış Varlık - Top. Döv. Yük.	-	-	28.67	32.79	20.82	3.66
Dış Varlık/Top. Döv. Yük.	-	-	1,48	1,54	1,40	1,07
Dış Varlıklar/Top. Bil. Büy.	-	-	0,87	0,89	0,80	0,72
Top. Döv. Yük./Top. Bil. Büy.	-	-	0,59	0,58	0,57	0,67
Emisyon / Top. Bilanço	-	-	0,23	0,22	0,22	0,18
TCMB Dolar Satış Kuru	-6.0	8.1	1.4575	1.5508	1.3483	1.3427

Kaynak:TCMB

yaratmasına neden olmakta ve Merkez Bankası'nın kendi bilançosu üzerindeki kontrolünü zayıflatmaktadır.

Merkez Bankası tarafından açıklanan gösterge niteliğindeki kurlara göre 23 Ağustos tarihinde ABD doları YTL karşısında, 21 Temmuz tarihine göre yaklaşık %6 değer kaybetmiş ve dolar satış kuru 1.5508'den 1.4575'e gerilemiştir. Bu harekete bağlı olarak, aynı dönemde dış varlıklar da aynı oranda azalmış ve 94.07 milyar YTL'den 88.43 milyar YTL'ye gerilemiştir. Ancak dolar cinsinden ölçüldüğünde, dış varlıklar bu dönemde neredeyse hiç değişmemiştir. Dış varlıklardaki gerilemenin etkisiyle toplam bilanço büyüklüğü de azalmış ve 23 Ağustos tarihi itibarıyla 101.54 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir. Döviz kurlarındaki gerilemenin etkisiyle değerlendirme hesabı bu dönemde %69 değişim göstermiş ve -4.87 milyar YTL'den -1.53 milyar YTL'ye yükselmiştir. Dolayısıyla, Merkez Bankası'nın döviz cinsinden varlıklarının yükümlülüklerinden fazla olması nedeniyle kurlardaki artış sonucu oluşan karı, incelenilen dönemde 3.34 milyar YTL azalmıştır.

Dış varlıkların aksine toplam döviz yükümlülükleri son bir ayda, döviz mevduatlarındaki artışa bağlı olarak, yaklaşık 1.5 milyar YTL artış göstermiştir. Bu nedenle kurlardaki gerilemeye rağmen döviz yükümlülüklerinin YTL cinsinden değerinde meydana gelen değişim dış varlıklara oranla sınırlı düzeyde kalmıştır. Döviz yükümlülükleri 21 Temmuz ve 23 Ağustos arasında %2 azalarak 59.75 milyar YTL düzeyine gerilemiştir. Aynı dönemde Merkez Bankası Parası (MBP) ise bankalar mevduatındaki gerilemenin etkisiyle %5 azalmış ve 23 Ağustos tarihi itibarıyla 41.79 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir. Bankalar mevduatındaki dalgalanma ise büyük ölçüde, önceki raporlarımızda da değindiğimiz gibi, yürürlükteki zorunlu karşılık uygulamasından kaynaklanmaktadır.

► Parasal Göstergeler

Parasal Göstergeler (Milyar YTL)							
	11.08.2006	07.07.2006	2005	2004	% Değişim		
	(4)	(3)	(2)	(1)	(4)-(3)	(3)-(2)	(2)-(1)
M1	43.8	44.4	42.1	28.8	-1,2	5,4	46,2
M2	176.1	176.9	153.5	108.5	-0,5	15,3	41,4
M2Y	263.6	267.5	229.5	184.5	-1,5	16,5	24,4
Parasal Taban	41.1	41.5	37.7	23.9	-1,0	10,2	57,7
DTH/M2Y	0,33	0,34	0,33	0,41	-	-	-
M2/Parasal Taban	4,28	4,26	4,07	4,54	-	-	-

Kaynak:TCMB

çıkmıştır. Aynı dönemde rezerv para ve APİ'den borçlar kaleminin toplamından oluşan parasal taban neredeyse

7 Temmuz ile 11 Ağustos tarihleri arasında para arzı M1, M2 ve M2Y tanımlarına göre sırasıyla %1,2, %0,5 ve %1,5 azalmıştır. Böylece 11 Ağustos tarihi itibarıyla M1 43.8, M2 176.1 ve M2Y 263.6 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde M1 ve M2'deki azalma, dolaşımdaki para meydana gelen azalmadan kaynaklanırken, M2Y'deki azalma büyük ölçüde döviz kurlarındaki gerileme nedeniyle ortaya

hiçbir değişim göstermemiştir. Ekonomideki para ikamesinin derecesini temsil eden göstergelerden Döviz Tevdiat Hesaplarının M2Y'ye oranı bu dönemde bir puan gerilemiş ve 11 Ağustos tarihi itibarıyla 0,33 olarak gerçekleşmiştir. İncelenilen dönemde para arzının M2 tanımına göre hesaplanan para çoğaltanında ise iki puanlık bir artış olmuş ve bu oran 11 Ağustos itibarıyla 4,28 olarak gerçekleşmiştir.

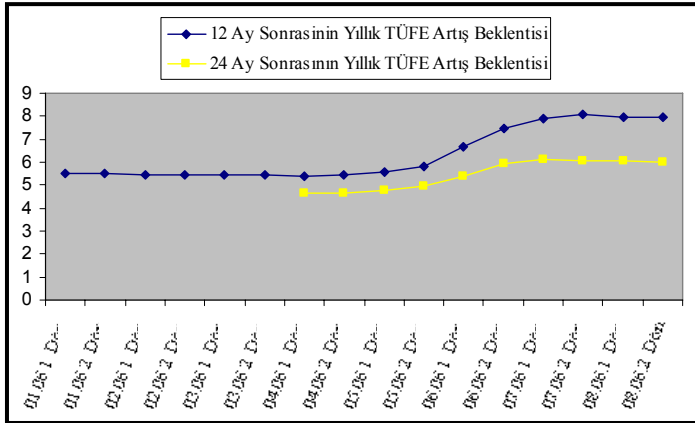
► TCMB Faiz Kararı

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*
21.07.2006	17,50	22,50

*Teknik Düzenleme
Kaynak: TCMB

24 Ağustos tarihinde toplanan Para Politikası Kurulu (PPK) kısa vadeli faiz oranlarını değiştirmeme kararı almıştır. Bu kararla birlikte Bankalararası Para Piyasası ve İMKB Repo-Ters Repo Pazarı'nda uygulanan gecelik faiz oranı, borçlanmada %17,50, borç vermede ise %22,50 olarak sabit kalmıştır.

Yapılan açıklamada, Kurulun yılın ikinci yarısında iç talep kaynaklı keskin olmayan bir yavaşlama görüleceği beklentisinin, açıklanan son verilerce desteklediği ifade edilmiştir. Son alınan politika önlemlerinin orta vadeli beklentilerdeki bozulmayı durdurduğu belirtilirken, son dönemde uluslararası likidite koşullarının da nispeten olumlu seyrettiği vurgulanmıştır.



Geçen ay yapılan ve 25 baz puanlık faiz artırımını ile sonuçlanan toplantının ardından yapılan açıklamalardan sonra, gerek yurtiçi gerekse yurtdışı kaynaklı değerlendirmelerde PPK'nın Ağustos ayı toplantısında da faiz artırımını yapacağı beklentisi ağırlıktaydı. 8 Ağustos'ta FED'in faiz artırmaması ve yapılan açıklamalardan sonra faiz artırımlarının sonuna gelindiği yorumlarının ağırlık kazanması neticesinde, uluslararası likidite koşullarında görece bir düzelmeye başlanmıştır. Bu faktörlerin etkisiyle, döviz kurlarında gerileme ve beklentilerde görece bir iyileşme

meydana gelmiştir. Söz konusu gelişmeler nedeniyle PPK'nın 24 Ağustos tarihli toplantısında faiz artırmayabileceği değerlendirmeleri yapılırsa da, bizim de katıldığımız genel kanı, TCMB'nin daha önceki açıklamaları ile tutarlı olması açısından 25 baz puanlık faiz artımı yapması gerektiği şeklinde oluşmuştur. Ancak, TCMB faiz artırımına gitmemiş ve yapılan açıklamada da yukarıda bahsedilen unsurlara değinmiştir. Mevcut veriler ve yapılan değerlendirmeler dikkate alındığında, orta vadeli görünümde önemli bir değişiklik olmadığı görülmekle birlikte, döviz kurlarının seyri hakkındaki öngörülerin faiz kararında belirleyici olduğu düşünülmektedir.

Mevcut durumda aktarım mekanizmasının etkin olarak beklentiler kanalıyla işlediği dikkate alındığında, faiz kararlarının özellikle kısa ve orta vadede ekonomik aktivite üzerindeki etkilerinden çok beklentiler üzerindeki etkilerinin önemli olduğu düşünülmektedir. Merkez Bankası'ndan yapılan açıklamada, PPK'nın, 2007 yıl sonu hedefine yakınsanabilmesi için temkinli duruşun bir süre daha devam ettirilmesi gerektiği değerlendirilmesini yaptığı ve orta vadeli enflasyon görünümünü olumsuz yönde etkileyecek gelişmelerin ortaya çıkması halinde, ek parasal sıkılaşmaya gitmekten çekinmeyeceği belirtilmiştir. Yapılan bu açıklama PPK'nın mevcut enflasyon görünümünün 2007 hedefiyle uyumlu olduğu değerlendirilmesini yaptığını düşündürmektedir. Bu değerlendirmeyi bozacak herhangi bir unsur yaşanmadığı sürece, gelecek toplantıda faizlerin değiştirilmemesi olasılığının diğer olasılıklara göre daha fazla olduğu düşünülmektedir. Ancak söz konusu değerlendirmenin yapılabilmesi için henüz erken olduğu görülmektedir. Kaldı ki, yapılan açıklamada açıkça böyle bir ifadeye yer verilmemiş, "Petrol ve diğer emtia fiyatlarından kaynaklanan risklerin sürmesi, bekleyişlerin orta vadeli hedeflerle henüz uyumlu olmaması ve uluslararası likidite koşullarına ilişkin belirsizliklerin tam olarak ortadan kalkmamış olması para politikasında temkinli olma gereğini de beraberinde getirmektedir" değerlendirmesi yapılmıştır. Açıklamada gelirler politikasının 2007 hedefleriyle uyumunun önemi de ayrıca belirtilmiştir.

► Ağustos Ayı Enflasyon Gerçekleşmeleri

% Değişim (2003=100)	TÜFE	ÜFE
	Ağustos 2006	Ağustos 2006
Bir önceki aya göre	-0,44	-0,75
Bir önceki yılın Aralık ayına göre	5,30	11,80
Bir önceki yılın aynı ayına göre	10,26	12,32
On iki aylık ortalamalara göre	8,84	6,49

Kaynak: TÜİK

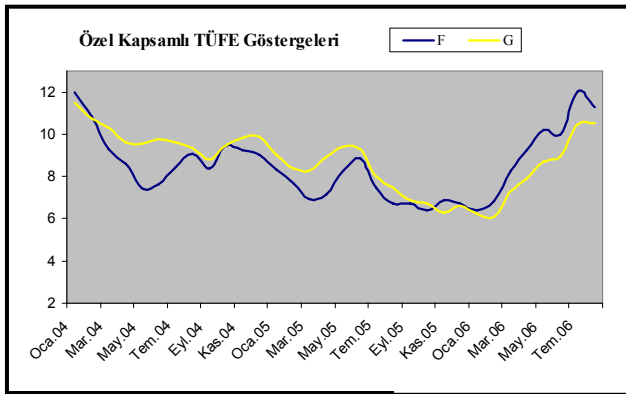
bir önceki yılın Aralık ayına göre %11,80, bir önceki yılın aynı ayına göre %12,32 ve on iki aylık ortalamalara göre %6,49 artış gerçekleşmiştir.

Ağustos 2006'da ana harcama gruplarının enflasyona yaklaşık katkıları		
	Aylık değişime	Yıllık değişime
Gıda ve alkolsüz içecekler	-0,33	2,98
Alkollü içecekler ve tütün	0,00	0,56
Giyim ve ayakkabı	-0,57	-0,11
Konut	0,19	2,37
Ev eşyası	0,13	0,56
Sağlık	0,04	0,16
Ulaştırma	0,00	1,39
Haberleşme	-0,03	0,15
Eğlence ve kültür	0,03	0,10
Eğitim	0,01	0,17
Lokanta ve oteller	0,05	0,95
Çeşitli mal ve hizmetler	-0,03	1,00
Yaklaşık katkıların toplamı	-0,50	10,27
Gerçekleşme	-0,44	10,26
Hesaplama hatası	-0,06	0,01

Kaynak: TÜİK verileri kullanılarak hesaplanmıştır

neden olmuştur. Bu dönemde TÜFE'ye artış yönünde katkı yapan en önemli ana harcama grupları ise konut ve ev eşyası grupları olmuştur. Söz konusu ana harcama gruplarının genel endekse katkıları sırasıyla 0,19 ve 0,13 olmuştur.

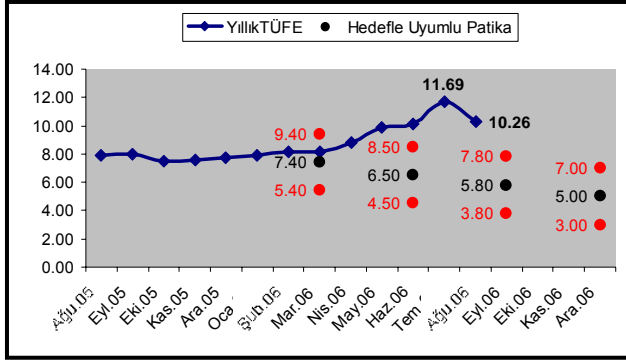
Ana harcama gruplarının TÜFE'ye olan katkıları yıllık bazda değerlendirildiğinde, %10,26'lık yıllık enflasyona en büyük katkının 2,98 puanla gıda ve alkolsüz içecekler ana harcama grubundan geldiği görülmektedir. Dolayısıyla, söz konusu sektörün Ağustos ayı enflasyonuna negatif katkı yapmış olması mevsimsel etkilerle ilişkilendirilebilir. Yıllık enflasyona en az katkı ise -0,11 puanla giyim ve ayakkabı ana harcama grubundan gelmiştir. Bu harcama grubunda bir önceki yılın aynı ayına göre fiyatlar %1,37 gerilemiştir. Böylece bu grup fiyatların yıllık bazda gerilediği tek ana harcama grubu olmuştur. Yıllık bazda fiyatların gerilemiş olması, Ağustos ayında bu ana harcama grubunda meydana gelen yüksek oranlı fiyat gerilemesinin sadece mevsimsel etkilerden kaynaklanmadığına işaret etmektedir.



Özel kapsamlı TÜFE göstergeleri incelendiğinde, bu endekslerde son dönemde görülen artış eğiliminin Ağustos ayında tersine döndüğü görülmektedir. Özel kapsamlı TÜFE göstergelerinden F¹ endeksinde Ağustos ayında %0,74'lük bir azalma meydana gelirken G² endeksinde %0,03'lük bir artış gerçekleşmiştir. Bu endekslerdeki yıllık değişimler ise gerileyerek sırasıyla, %11,30 ve %10,53 olarak gerçekleşmiştir. Mevsimlik ürünler hariç hesaplanan TÜFE endeksinde genel endesteki gerilemenin aksine %0,81'lik artış gerçekleşmesi, Ağustos ayında

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

² F ve işlenmemiş gıda ürünleri hariç hesaplanan TÜFE



fiyatların gerilemiş olmasında mevsimsel unsurların önemli bir payının olduğunu göstermektedir.

Geçen yılın Ağustos ayında TÜFE'nin vergi artışları nedeniyle %0,85 oranında artmasına rağmen bu yıl %0,44 oranında gerilemesi yıllık enflasyonun 11,69'dan 10,26'ya düşmesini sağlamıştır. Yıllık enflasyonda bir ayda görülen yaklaşık 1,5 puanlık bu azalışa rağmen, enflasyon halen hedef patikanın üzerinde seyretmektedir.

ÜFE'deki % değişim	Sektör	Bir önceki aya göre değişim	12.2005'e göre değişim	Yıllık değişim
Sektörler	ağırlıkları			
GENEL	100	-0,75	11,80	12,32
Tarım	19,78	-1,28	3,55	11,23
Sanayi	80,22	-0,62	13,84	12,33
<i>Madencilik</i>	1,47	0,87	18,91	18,53
<i>İmalat</i>	73,98	-0,69	13,27	12,66
<i>Elektrik, gaz ve su</i>	4,77	0,03	21,04	5,17

Kaynak:DİE

Ağustos ayında ÜFE'de meydana gelen artış alt sektörler itibariyle incelendiğinde, tarım sektörü fiyatlarında %1,28'lik, sanayi sektörü fiyatlarında ise %0,62'lik gerileme olduğu görülmektedir. Sanayi sektörünün endeksteki ağırlığının tarım sektörüne oranla oldukça yüksek olması nedeniyle, ÜFE'de sanayi sektörü fiyat gelişmeleri daha belirleyici olmuştur. Sanayi sektörünün genel endeksteki aylık değişime katkısı -0,50, tarım sektörünün ise -0,25 puan olmuştur. ÜFE'nin ağırlıklı olarak dış ticarete konu olan mallardan oluşması nedeniyle, döviz kurundaki hareketler bu endekste kısa sürede belirgin etkiler ortaya çıkarmaktadır. İmalat sanayi alt sektörlerinden kok kömürü ve rafine edilmiş petrol ürünleri sektöründeki %6,17'lik fiyat gerilemesi tek başına genel ÜFE endeksine -0,4 puanlık bir katkı yapmıştır. Söz konusu sektördeki fiyatlar büyük ölçüde uluslararası piyasalarda belirlenmekte olup, yurtiçindeki fiyatlar bu dönemde petrol fiyatlarındaki ve döviz kurundaki gerilemenin etkisini direkt olarak yansıtmaktadır. Ağustos ayında petrol fiyatlarındaki ve döviz kurundaki gerilemeye ek olarak mevsimsel etkiler nedeniyle de oluşan fiyat gelişmeleri ÜFE'nin TÜFE'ye oranla daha yüksek oranda azalış göstermesine neden olmuştur.

Vakıfbank Ekonomik Araştırmalar Birimi olarak, 2006 yıl sonu enflasyon tahminimizi %8,8 olarak değiştireyoruz.

Enflasyon Hedeflemesi Rejiminde Döviz Kuru Hedefi

Mayıs ayında başlayan dalgalanmanın ardından TCMB'nin enflasyonla eşanlı olarak döviz kuru hedefinin de olup olamayacağı sorusu gündeme gelmiştir. Bu konu teknik ve kurumsal alt yapı, hedeflenen enflasyon rakamları gibi daha çok politika uygulamasına yönelik olarak değil, enflasyon hedeflemesi rejiminin kavramsal yapısına yönelik bir tartışmadır.

Enflasyon hedeflemesi rejimi merkez bankalarının, genellikle hükümetlerle birlikte belirledikleri enflasyon hedefini kamuoyuna duyurup, ellerindeki tüm politika araçlarını söz konusu hedefe ulaşmak için kullandıkları ve hedefin tutturulmasında doğrudan sorumluluk aldıkları politika stratejisi olarak tanımlanabilir. Bu genel tanıma ek olarak bazı çalışmalarda uygulama örneklerinden hareketle katı-esnek veya tam-seçmeci enflasyon hedeflemesi rejimi gibi tanımlamaların yapıldığı görülmektedir. Söz konusu sınıflandırmalarda, enflasyon hedefine yapılan vurgu, şeffaflık düzeyi ve enflasyona ek olarak farklı politika hedeflerinin olup olmaması gibi unsurlar kistas olarak alınmaktadır³.

Enflasyon hedeflemesinde para politikasının tek amacının fiyat istikrarı olması durumunda tam enflasyon hedeflemesinden (full-fledged inflation targeting) bahsedilmektedir. Amaç fonksiyonunda enflasyon, büyüme ve cari açık gibi politika hedefleri bulunan bir merkez bankasının enflasyon hedefi dışındaki hedeflere verdiği ağırlığın artması durumunda ise tam enflasyon hedeflemesinden uzaklaşılması söz konusudur. Tam enflasyon hedeflemesinden uzaklaştıkça politikanın kredibilitesi azalmaktadır. Örneğin bir merkez bankasının fiyat istikrarının yanı sıra cari açığa da politika hedefleri arasında ağırlık vermesi durumunda, merkez bankasının belirli bir döviz kuru hedefi olabilir. Ancak bu durum döviz kurunun nominal çapa olarak kullanıldığı politika rejiminden oldukça farklıdır, çünkü burada amaç fiyat istikrarının yanı sıra cari açıktır. Tam enflasyon hedeflemesi durumunda ise merkez bankasının herhangi bir döviz kuru hedefi olması söz konusu değildir. Çünkü bu durumda merkez bankasının tek amacı ve sorumluluğu ilan ettiği enflasyon hedefini tutturmaktadır. Bu durumda merkez bankası tüm politika araçlarını enflasyon hedefinin tutturulmasına yönelteceğinden serbest dalgalanan döviz kuru rejimi tam enflasyon hedeflemesinin ön şartlarından biri durumuna gelmektedir. Bu görüşün teorik dayanağı ise “imkansız üçlü” (impossible trinity) kavramıyla açıklanmaktadır. Buna göre sınırsız sermaye hareketliliğinin olduğu bir ekonomide merkez bankası ya faiz ya da döviz kurunu belirleyebilir, ikisini birden belirleyemez.

Enflasyon hedeflemesi uygulama deneyimlerinin incelendiği (İsrail ve Şili örneklerinde olduğu gibi) bazı ülkelerde enflasyon hedeflemesine ek olarak döviz kuru hedefinin de belirlendiği görülmektedir. Ancak bu uygulama enflasyon dışında başka makroekonomik hedeflere ulaşmak amacıyla değil, enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde döviz kuru ve enflasyon arasındaki geçişkenliği (pass-through) azaltmak amacıyla yürütülmüş ve zamanla terk edilmiştir. Örneğin, İsrail’de 1991 yılında enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmiş, aynı zamanda yurtdışı ve yurtiçi enflasyon farklarına göre kur hedefi belirlenmiş ve bu hedef etrafında bant tanımlanmıştır (Crawling Band). Söz konusu bant zamanla genişletilmiş ve 1997 yılından itibaren de İsrail Merkez Bankası’nın döviz piyasalarına müdahaleyi bırakmasıyla serbest dalgalanan döviz kuru sistemine geçilmiştir.

İmkansız üçlü kavramı nedeniyle bu uygulama teoriyle ters gibi görünse de, teori sınırsız sermaye hareketliliği varsayımı altında geçerlidir. Sermaye hareketlerinin çeşitli şekillerde sınırlandırılması veya uygulamadan kaynaklanan (işlem maliyeti, piyasalardaki aksaklıkları vb.) nedenlerle sermaye hareketlerinin tam anlamıyla sınırsız olmaması durumunda merkez bankasının hem döviz kurunu hem faizi kontrol etmesi mümkün olabilmektir. Ancak sermaye hareketliliği arttıkça ikisinin birden kontrolü zorlaşır, uygulamanın etkinliği azalır ve uygulama sınırsız sermaye hareketliliğinin sağlandığı teorik durumda sürdürülemez hale gelir.

Özellikle Türkiye gibi, enflasyon ve döviz kuru arasındaki geçişkenliğin (pass-through) yüksek olduğu ekonomilerde enflasyonla mücadelede döviz kuru gelişmeleri gerek birincil gerekse ikincil etkileri açısından büyük önem taşımaktadır. Bu konu TCMB tarafından da sık sık vurgulanmış, örtük enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulandığı 2002-2005 yılları arasında dalgalı döviz kuruna uyumun arttığı ve geçişkenliğin azaldığı

³ Bu konuyla ilgili bakınız:

Carare and Stone, January 2003, “Inflation Targeting Regimes”, IMF Working Papers, WP/03/9.

Duman, Anıl, June 2002, “Inflation Targeting as a Monetary Policy and Its Applicability to developing countries, TCMB Working Papers, No:7

ifade edilmiştir. Bu dönemde ekonomide sağlanan görece istikrar ortamına paralel olarak YTL talebinin artması sonucunda TCMB döviz alım ihaleleriyle ve doğrudan müdahalelerle rezervlerini 60 milyar dolara kadar artırmıştır. Bu dönemde enflasyonun düşmesindeki en temel nedenlerden biri olan döviz kurlarındaki gerilemeyi sınırlayıcı etki yapan bu davranış, TCMB'nin söz konusu dönemde fiyat istikrarının yanı sıra döviz piyasalarındaki istikrara da önem verdiğini göstermektedir. Mayıs ayında döviz kurlarında görülen ani artış sonucunda TCMB'nin döviz satım ihaleleri düzenlemesi ve doğrudan satım müdahaleleri yapması, TCMB'nin enflasyon hedefleri çerçevesinde döviz kurları üzerinde etkili olmaya çalıştığını göstermektedir. Hatta araştırmacılar tarafından TCMB'nin müdahaleleri doğrultusunda döviz kuruna yönelik çeşitli bant tahminleri de yapılmaktadır. Burada dikkat çeken nokta, TCMB tarafından sayısal olarak net bir şekilde belirlenmemiş olsa da para politikası uygulayıcılarının döviz kuruna yönelik sezgisel bir bant tanımlamış olabileceğidir. Zaten dalgalı kur uygulamasının olduğu söylene de, pek çok ülkede bunun tam anlamıyla uygulanmadığı (fear of floating) akademik çalışmalarla ortaya konmuştur. TCMB tarafından yapılan açıklamalarda da döviz piyasalarındaki aşırı oynaklığa müdahale edildiği belirtilmiştir. Bu sistem yönetimli dalgalanma (managed floating) olarak adlandırılmakta olup, döviz kurunun belirli bir bant içinde dalgalandığı diğer uygulamalardan farklıdır.

Türkiye'nin yapısal koşulları (yüksek oranlı ithal girdi kullanımı, enerjide dışa bağımlılık, dolarizasyon ve fiyatlandırma davranışları) nedeniyle döviz kuru-enflasyon arasındaki geçişkenliğin yüksek olması, herhangi bir anti-enflasyonist politika uygulamasında döviz kurlarını dikkatle takip edilmesi gereken en önemli değişkenlerden biri haline getirmektedir. Dolayısıyla TCMB'nin serbest ve yönetimli dalgalanma arasında bir sistem uygulaması yerinde bir tutum olarak değerlendirilebilir. Bu uygulama TCMB'ye esneklik kazandırmakta ve TCMB'nin gerektiği durumlarda müdahalelerini sıklaştırmasına olanak sağlamaktadır. Ayrıca bu sistemde herhangi bir bant açıklanmaması spekülasyon baskıları azaltması açısından yerinde bir uygulamadır.

Sonuç olarak, piyasalarda yaşanan son dalgalanmanın da açık bir şekilde ortaya koyduğu gibi Türkiye'de enflasyonu belirleyen en önemli değişkenlerden biri döviz kuruudur. Birimimiz bünyesinde yapılan ekonometrik çalışmalar da enflasyonu açıklayan en önemli değişkenin döviz kuru olduğunu göstermektedir. Bu nedenle, TCMB'nin önümüzdeki dönem de enflasyon hedeflemesi çerçevesinde döviz piyasalarını takip eden bir strateji izleyeceği beklenmektedir. Yapılan açıklamalarda bu piyasalardaki istikrarın artmasına katkı sağlayabilecek politika araçlarının geliştirilmesinin planlandığı belirtilmektedir. TCMB'nin mevcut araçlara ek olarak, piyasadaki aşırı likiditeyi daha uzun vadeli çekmesini sağlayacak yeni araçlar geliştirmesinin, piyasalardaki kısa süreli belirsizlikleri ve dalgalanmaları azaltarak hem piyasalardaki istikrara hem de enflasyon hedeflerinin ulaşılabilirliğine katkıda bulunması beklenmektedir.

KAMU MALİYESİ

► Merkezi Yönetim Bütçesi Gelişmeleri

Kamu Gelir ve Harcama Kalemleri								
Milyon YTL	Temmuz			Ocak-Temmuz			Hedef	Ocak – Temmuz 2006/ Bütçe Hedefi (%)
	2005	2006	Reel Değ. (%)	2005	2006	Reel Değ. (%)		
BÜTÇE GELİRLERİ	-	14.929	-	98.950	160.326			61,7
GENEL BÜTÇE GELİRLERİ	11.140	14.568	17,1	78.029	96.337	10,5	156.214	61,7
VERGİ GELİRLERİ	9.405	11.894	13,2	63.813	77.869	9,3	132.199	58,9
DIĞER GELİRLER	1.735	2.673	37,9	14.216	18.468	16,3	24.015	76,9
BÜTÇE HARCAMALARI	13.990	16.897	8,1	84.730	98.495	4,1	174.322	56,5
FAİZ DIŞI HARC.	10.121	11.135	-1,5	57.457	69.858	8,9	128.062	54,6
PERSONEL VE SGKSP	2.889	3.740	15,9	19.202	24.650	14,9	40.995	60,1
MAL VE HİZMET AL.	1.073	1.900	58,6	4.949	8.686	57,1	17.721	49,0
SOSYAL GÜV.	1.723	1.226	-36,3	11.356	11.522	-9,2	23.291	49,5
SERMAYE GİDERLERİ	965	1.127	4,6	3.142	4.155	18,4	12.452	33,4
FAİZ HARCAMALARI	3.869	5.762	33,3	27.273	28.638	-6,0	46.260	61,9
BÜTÇE DENGESİ	-2.849	-1.968	-38,2	-6.701	455	-106,1	-13.996	-
FAİZ DIŞI DENGE	1.020	3.794	233,1	20.572	29.092	26,6	32.264	90,2

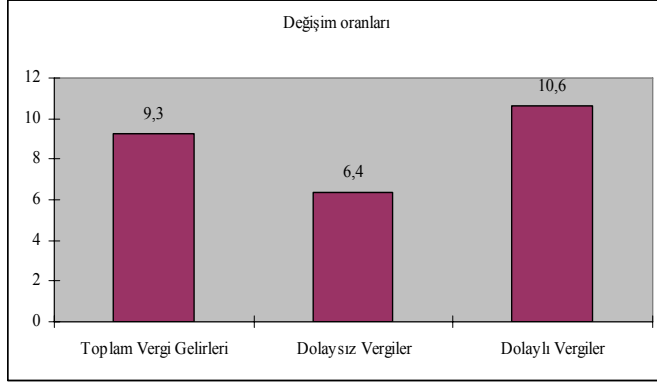
Kaynak: MALİYE BAKANLIĞI

Maliye Bakanlığı tarafından açıklanan rakamlara göre Merkezi Yönetim Bütçe gelirleri Temmuz ayında 14.9 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir. Genel bütçe gelirleri ise Temmuz ayında bir önceki yılın aynı ayına göre reel olarak %17,1 artarak 14.6 milyar YTL'ye yükselmiştir. Genel bütçe gelirlerinin 11.9 milyar YTL'lik bölümünü vergi gelirleri, 2.7 milyar YTL'sini vergi dışı gelirler oluşturmaktadır. Vergi gelirleri Temmuz ayında bir önceki yılın aynı ayına göre %13,2 reel artış gösterirken, vergi dışı gelirlerdeki reel artış oranı %37,9 olarak gerçekleşmiştir.

Mayıs ve Haziran aylarında 2005 yılının aynı aylarına göre reel olarak gerileyen bütçe harcamaları, faiz harcamalarındaki artışın etkisiyle Temmuz ayında 2005 yılının aynı ayına göre %8,1 reel artış göstermiştir. Söz konusu ayda faiz dışı harcamalar reel olarak %1,5 gerilerken, faiz harcamaları %33,3 artış göstermiştir. Faiz dışı harcamaların gerilemesindeki en önemli etken sosyal güvenlik kurumlarına yapılan transfer harcamalarında görülen %36,3'lük reel gerilemedir. SSK ve Bağ-Kur'un prim borçlarının yeniden yapılandırılmasına yönelik çıkartılan aflar sonucunda, bütçeden sosyal güvenlik kurumlarına yapılan aktarımlarda geçici nitelikte olan gerilemeler görülmektedir. Bağ-Kur'a son üç aylık süreçte herhangi bir aktarım yapılmamıştır. Sosyal güvenlik kurumlarına yapılan transferlerin azalmasının henüz reform çalışmalarının sonucu olmadığı ve af düzenlemelerinin önümüzdeki dönemde prim tahsilatları üzerinde olumsuz etkiler yapabileceği unutulmamalıdır. Mal ve hizmet alımlarında 2006 yılının ilk yarısında gözlenen artış eğilimi Temmuz ayında da devam etmiş ve bu harcama kaleminde 2005 yılının aynı ayına göre %58,6'lık reel artış yaşanmıştır.

2006 yılının ilk yedi ayı itibariyle toplam bütçe geliri 98.9 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir. Genel bütçe gelirleri ise geçen yılın aynı dönemine göre reel olarak %10,5 oranında artarak 96.3 milyar YTL'ye yükselmiştir. 2006 yılı Ocak - Temmuz döneminde vergi gelirleri bir önceki yılın aynı dönemine göre %9,3 artarken, vergi dışı gelir kalemlerinin artış oranı %16,3 olarak gerçekleşmiştir. Yılın ilk yedi ayında, TMSF'den Hazine'ye aktarılan kaynaklar, kamu bankaları temettü gelirlerinin bütçeye yansımaları ve Telekom'un nakit fazlasının Hazine'ye aktarılması sonucu vergi dışı gelirler yıl sonu hedefinin %76,9'una ulaşmıştır.

2006 yılının ilk yedi aylık bölümünde vergi gelirlerini arttıran en önemli kalemleri, ithalden alınan KDV ve ÖTV oluşturmuştur.

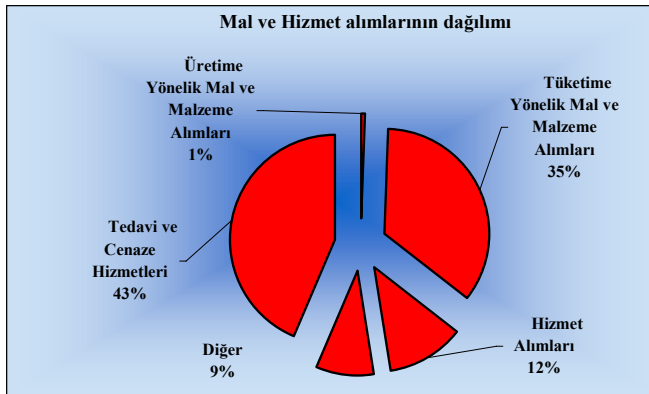


yılın ilk yedi aylık döneminde %66 olan dolaylı vergilerin toplam vergi gelirleri içindeki payı, 2006 yılının aynı döneminde %66,7'ye yükselmiştir.

Bütçe gelirlerinde yakalanan iyi performansın büyük ölçüde dolaylı vergiler ve vergi dışı gelirlerdeki artıştan kaynaklandığı görülmektedir. Bu açıdan bakıldığında kamunun sağlıklı bir gelir yapısına kavuşması için niyet mektubunda da belirtilen ve öncelikle gelir vergisi reformunun ikinci bölümünü oluşturan reform uygulamalarının hızla tamamlanması ve vergi tahsilatını arttıracak ek tedbirlerin alınması gerekmektedir.

2005 yılının Ocak – Temmuz döneminde 84.7 milyar YTL olan bütçe harcamaları, 2006 yılının aynı döneminde %4,1'lik reel artışla 98.5 milyar YTL'ye yükselmiştir. Söz konusu dönemde bütçe harcamalarının artış hızı gelirlerin artış hızının altında gerçekleşmiştir. Temmuz ayı sonu itibariyle, bütçe ödeneklerinin %56,5'lik bölümü kullanılmıştır. Bu oran 2005 yılının aynı döneminde %54,2 olarak gerçekleşmiştir.

2005 yılı Ocak – Temmuz döneminde 57.4 milyar YTL olan faiz dışı harcamalar 2006 yılının aynı döneminde %8,9'luk reel artışla 69.8 milyar YTL'ye yükselmiştir. Son üç aylık dönemde bütçeden sosyal güvenlik kurumlarına yapılan aktarımların azalması sonucu, cari transferlerdeki gerileme faiz dışı harcamaların artışını sınırlayan bir etken olmuştur. Ancak bu dönemde mal ve hizmet alımları %57,1, personel harcamaları ise %14,9 reel artış göstermiştir.



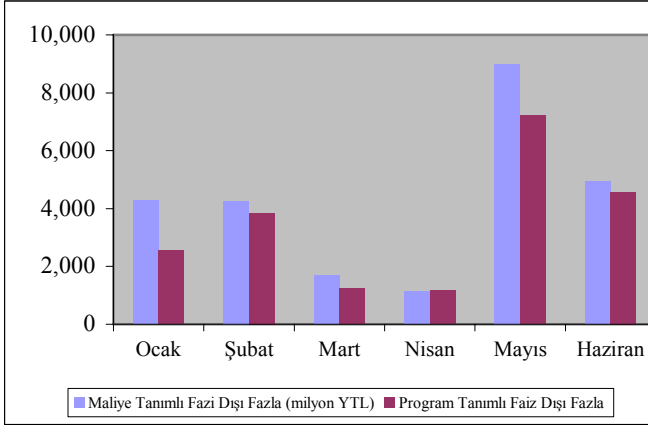
Mal ve hizmet alımlarının dağılımına bakıldığında, tüketime yönelik mal ve malzeme alımların toplam mal ve hizmet alımlarının %35'lik bölümünü oluştururken, üretime yönelik mal alımlarının payının ise %1 olduğu görülmektedir. Tüketime yönelik bütçe harcamalarının toplam bütçe harcamaları içindeki payı ise %2,6'ya yükselmiştir. Bu açıdan bakıldığında, kamu kesiminin harcama tercihlerinde öncelikli olarak tüketime yöneldiği görülmektedir.

Temmuz ayı sonu itibariyle yıl sonu ödeneğinin %66'sı kullanılan tarımsal destekleme alımlarının önümüzdeki dönemde de bütçe performansı üzerinde belirleyici rol oynaması beklenmektedir. Ağustos ayı içinde hükümetin Toprak Mahsulleri Ofisine (TMO) fındık destekleme alımları konusunda yetki vermesiyle Temmuz ayında bütçe ödeneği aşılın ürün destekleme alımlarının yılın kalan beş aylık bölümünde bütçe harcamalarını daha da arttırması öngörülmektedir.

Önümüzdeki aylarda memur maaşlarına yapılacak zammın bütçe harcamaları üzerinde yaratacağı ek yük, dikkatle izlenmesi gereken bir husustur. 2006 yılı Ocak - Temmuz döneminde personel harcamalarında yıl sonu için belirlenen tutarın %60,1'lik bölümünün kullanıldığı göz önüne alınırsa, memur maaşlarına yapılacak zam oranı ve bu uygulamanın hangi aydan itibaren geçerli olacağı önem kazanmaktadır.

Mayıs ve Haziran aylarında fazla veren Merkezi yönetim bütçesi Temmuz ayında 2 milyar YTL açık vermiştir. Bu açık ile birlikte 2006 yılının ilk yedi aylık dönemindeki bütçe fazlası 455 milyon YTL olarak gerçekleşmiştir. Cari transfer harcamalarında yaşanan gerileme sonucu faiz dışı harcamalardaki reel artışın görece düşük olması ve faiz harcamalarında yaşanan gerileme sonucunda bütçe, 2006 yılının Ocak – Temmuz döneminde iyi bir performans göstermiştir.

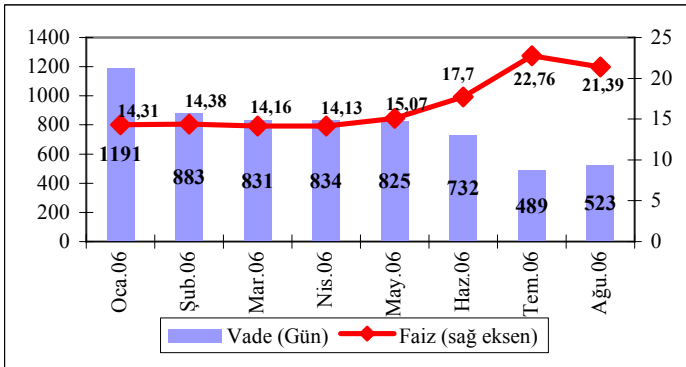
Temmuz ayında 3.8 milyar YTL faiz dışı fazla verilmiştir. 2006 yılı Ocak – Temmuz dönemindeki faiz dışı fazla bir önceki yılın aynı dönemine göre %26,6 reel artış göstererek 29.1 milyar YTL'ye ulaşmıştır. Bu miktar yıl sonu için belirlenen tutarın %90,2'lik bölümüne denk gelmektedir.



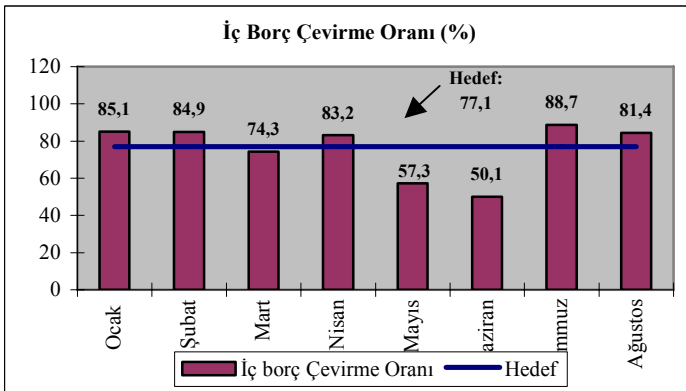
Maliye tanımlı faiz dışı fazla rakamlarında, yıl sonu için hedeflenen tutarın büyük bir bölümü karşılanmış olsa da, IMF tarafından geçici gelir olarak değerlendirilen ve faiz dışı fazla hesaplamaları dışında tutulan gelir kalemlerinin 2006 yılının geriye kalan aylarında yüksek olması dolayısıyla, IMF tanımlı faiz dışı fazla Maliye tanımlı faiz dışı fazladan düşük seyretmektedir. Hazine Müsteşarlığı tarafından 2006 yılının Ocak – Haziran dönemine ilişkin program tanımlı faiz dışı fazla Maliye tanımlı faiz dışı fazladan 4.7 milyar YTL daha düşük olan 20.6 milyar YTL seviyesinde gerçekleşmiş ve yıl sonu hedefinin %66,9'una ulaşmıştır.

► Borçlanma

Hazine Müsteşarlığı Ağustos ayında 12.8 milyar YTL iç borç geri ödemesi gerçekleştirirken, 10.8 milyar YTL yeni borçlanmaya gitmiştir. Ağustos ayındaki borçlanmanın 11.4 milyar YTL'si piyasalardan, 1.4 milyar YTL'si ise kamu kuruluşlarından sağlamıştır.



Mayıs ayında piyasalarda yaşanan dalgalanmanın ardından, Temmuz ayında %22,76'ya yükselen iç borçlanma faizleri, Ağustos ayında %21,39'a gerilemiştir. Hazine'nin iskontolu iç borçlanma ihalelerindeki ortalama faizle, Merkez Bankası beklenti anketinde yer alan gelecek döneme ilişkin enflasyon beklentisi kullanılarak hesaplanan beklenen reel faiz Ağustos ayında, Temmuz ayındaki %12,44'lük seviyesinden %11,61'e gerilemiştir.



Faizlerdeki düşüşle birlikte Ağustos ayında iç borçlanmanın ortalama vadesi bir miktar yükselmiştir. Temmuz ayında 489 güne düşen (16.2 ay) iç borçlanmanın ortalama vadesi Ağustos ayında 523 güne (17.4 ay) yükselmiştir.

Ocak – Ağustos dönemi itibariyle Hazine 101.9 milyar YTL iç borç geri ödemesi gerçekleştirirken, 78.7 milyar YTL borçlanmaya gitmiştir. 2006 yılının ilk sekiz aylık döneminde iç borç çevirme oranı %73.3 olarak gerçekleşmiş ve Hazine yıl sonu için belirlediği %77,1'lik iç borç çevirme oranı hedefine yaklaşmıştır.

sonu için belirlediği %77,1'lik iç borç çevirme oranı hedefine yaklaşmıştır.

Eylül Ayı Finansman Programı (milyar YTL)	
Ödemeler	18.2
İç Borç	17.2
Dış Borç	1.0
Finansman	18.2
Piyasadan İhale Yoluyla Borçlanma	10.7
Diğer Finansman	7.5
Faiz Dışı Fazla	0.4
Kamuya satışlar	1.4
Kasa - Banka	5.7

ayında borçlanma dışı finansman kalemleri içinde 5.7 milyar YTL ile nakit kasa kullanımı en büyük paya sahiptir.

► Borç Stoku

Merkezi Yönetim Borç Stoku

Merkezi Yönetim Borç Stoku			
Milyar YTL	2005 Yıl Sonu	Haziran 2006	Temmuz 2006
Toplam Borç Stoku	331.5	351.9	346.6
İç Borç Stoku	244.8	249.1	249.7
Dış Borç Stoku	86.7	102.8	96.8
KAYNAK :HAZİNE			

Temmuz ayında Merkezi Yönetim Borç Stoku Haziran ayına göre 5.4 milyar YTL azalarak 346.6 milyar YTL'ye (231.8 milyar dolar) gerilemiştir. Temmuz ayında iç borç stoku 653 milyar YTL artarak 249.7 milyar YTL'ye yükselirken, dış borç stoku 6 milyar YTL azalarak 96.8 milyar YTL'ye gerilemiştir.

Toplam İç Borç Stokunun Döviz Yapısı				
(%)	2005	May.06	Haz.06	Tem.06
YTL Cinsi	84,5	83,9	84,2	85,4
Döviz Cinsi ve Döviz Endeksli	15,5	16,1	15,8	14,6
Kaynak:HAZİNE				

Mayıs ayında %83,9'a gerileyen iç borç stoku içindeki YTL cinsi olanların payı artış eğilimini Temmuz ayında da devam ettirerek %85,4'e yükselmiştir. YTL cinsi borç stokunun payındaki artış, döviz kurlarında meydana gelebilecek dalgalanmalara karşı iç borç stokunun

duyarlılığını azaltmaktadır.

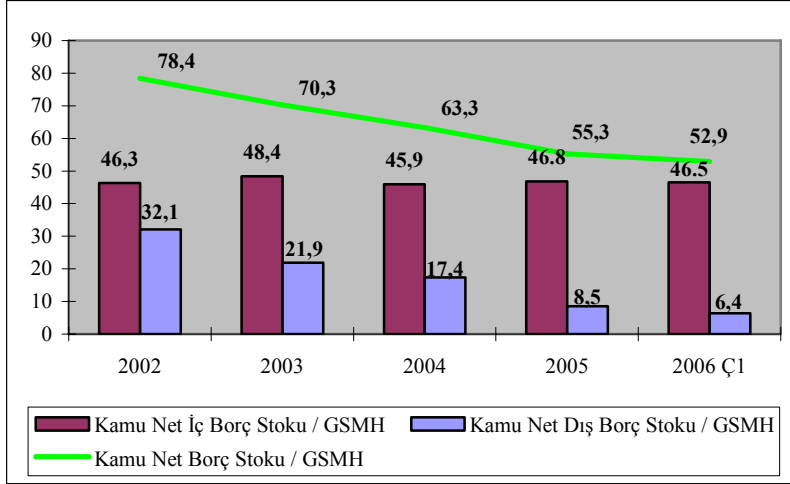
Temmuz sonu itibariyle iç borç stokunun ortalama vadesi Haziran ayı sonuna göre 0.4 puan yükselerek 24.5 aya ulaşmıştır. Mayıs ayındaki dalgalanma sonrasında gerileyen iç borç stokununun ortalama vadesi tekrar yükselmiştir.

Kamu Net Borç Stoku

Kamu Net Borç Stoku (milyar YTL)				
	2003	2004	2005	2006 Ç1
Kamu Brüt Borç Stoku	297.3	332.1	348.4	350.3
Kamu Net Borç Stoku	251	272.2	269.1	263.8
Net İç Borç Stoku	172.3	197	227.7	232.0
Net Dış Borç Stoku	78.7	75.2	41.4	31.7
KAYNAK:HAZİNE				

Hazine Müsteşarlığı tarafından açıklanan rakamlara göre kamu net borç stokunda gözlenen azalma eğilimi, 2006 yılının ilk çeyreğinde de devam etmiştir. 2005 yılı sonunda 269.1 milyar YTL olan kamu net borç stoku, 2006 yılı Mart ayı sonu itibariyle 5.3 milyar YTL gerileyerek 263.8 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir. Brüt borç stokunda 1.9 milyar YTL artış yaşanmasına rağmen, Merkez Bankası net varlıklarında, kamu mevduatında ve

İşsizlik Sigortası Fonu varlıklarındaki artış ile birlikte kamu net borç stoku gerilemiştir. 2006 yılının ilk çeyreğinde Merkez Bankası net varlıkları 1.4 milyar YTL artarak 32.2 milyar YTL'ye yükselirken, kamu mevduatı 4.6 milyar YTL, İşsizlik Sigortası Fonu varlıkları ise 1.3 milyar YTL artış göstermiştir.



2006 yılının ilk çeyreğinde kamu net borç stokunda yaşanan gerileme ve yüksek oranlı büyüme sayesinde kamu net borç stokunun GSMH'ye oranı 2005 yılı sonundaki %55,3'lük seviyesinden %52,9'a gerilemiştir. Yandaki grafikten de görüldüğü gibi, kamu net borç stokunun GSMH'ye oranının gerilemesindeki temel etken net dış borç stokundaki azalma olmuştur. 2002 yılında GSMH'nin %32,1'i olan net dış borç stoku, 2006 yılının ilk çeyreği itibarıyla GSMH'nin %6,4'üne gerilemiştir. Kurlarda düşüşün

yaşandığı süreçte dış borç stokunun YTL cinsinden tutarı gerilemiştir. Mayıs ayında piyasalarda yaşanan dalgalanma sonucunda YTL'nin değer kaybetmesiyle, dış borç stokunun YTL cinsinden değerinin artması ve Merkez Bankası'nın net dış varlıklarında yaşanan gerileme sonucunda, 2006 yılının ikinci çeyreğine ilişkin kamu net borç stoku rakamlarının yükselmesi beklenmektedir. Bu açıdan bakıldığında, Türkiye'nin borç stoku yapısının ekonomik dalgalanmalara olan duyarlılığının hala yüksek olduğu görülmektedir.

ÖDEMELER DENGESİ

Ödemeler Dengesi (Milyon \$)	Haziran			Ocak-Haziran		
	2005	2006	Değ. (%)	2005	2006	Değ. (%)
Cari İşlemler Hesabı	-2184	-2.500	14,5	-13.194	-18.655	41,4
Dış Ticaret Dengesi	-3.018	-3.144	4,2	-14.766	-19.936	35,0
İthalat	-9.362	-11.201	19,6	-51.806	-61.778	19,2
İhracat	6.344	8.057	27,0	37.040	41.842	13,0
Hizmetler Dengesi	1.171	1.075	-8,2	3.950	3.598	-8,9
Turizm	1.236	1.224	-1,0	4.398	4.380	-0,4
Yatırım Geliri Dengesi	-430	-540	25,6	-3.002	-2.973	-1,0
Cari Transferler	93	109	17,2	624	656	5,1
Finans Hesabı	5.586	747	-86,6	19.117	26.153	36,8
Doğrudan Yatırımlar	95	500	426,3	782	8.822	-
Portföy Yatırımları	2.209	-863	-139,1	6.858	-977	-114,2
Diğer Yatırımlar	3.282	1.113	-66,1	11.477	18.308	59,5
Net Hata Noksan	1.829	-132	-107,2	3.241	246	-92,4
Rezerv Varlıklar	-5.231	1.885	-136,0	-9.164	-7.744	-15,5
Resmi Rezervler	-4.895	2.044	-141,8	-6.654	-4.125	-38,0

Kaynak: TCMB

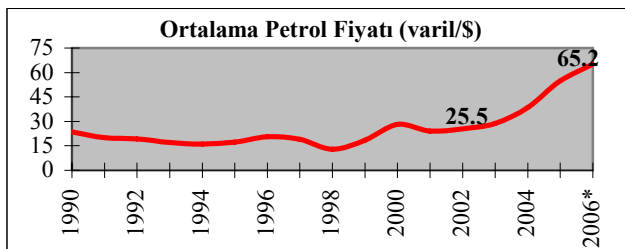
Haziran ayında, kurlarda yaşanan dalgalanmanın ardından cari işlemler açığının artış hızının yavaşladığı görülmektedir. 2005 yılı Haziran ayında 2.2 milyar dolar olarak gerçekleşen cari açık, 2006 yılının aynı ayında %14,5 artarak 2.5 milyar dolara yükselmiştir. 2006 yılının ilk yarısında cari işlemler açığı, bir önceki yılın aynı ayına göre %41,4 artarak 18.6 milyar dolara yükselmiştir. YTL'nin değer kaybetmesi sonucu ihracatın yüksek oranlı artış göstermesi Haziran ayında cari işlemler açığını daraltan başlıca etken olmuştur. Haziran ayı sonu itibariyle yıllık cari işlemler açığı 28.6 milyar dolara ulaşmıştır. Ancak YTL'nin yeniden değerlendirilme sürecine girmesinin, dış ticaret ve cari işlemler açığındaki daralmayı sınırlandırması mümkün görünmektedir.

Ödemeler bilançosunda yer aldığı şekliyle 2006 yılının ilk yarısında 2005 yılının aynı dönemine göre %35 oranında artarak 19.9 milyar dolara yükselen dış ticaret açığı, cari işlemler açığının tamamına yakını oluşturmuştur. Söz konusu dönemde ihracat artış oranı %13 olarak gerçekleşirken, ithalat artış oranı %19,2 olmuştur.

2006 yılı Ocak - Haziran ayında hizmetler dengesi kalemindeki fazlanın 2005 yılının aynı dönemine göre %8,9 oranında azalması, cari işlemler açığını arttıran diğer önemli etken olarak görülmektedir. Net turizm gelirlerinin 2006 yılının ilk yarısında bir önceki yılın aynı dönemine göre düşük kalması, hizmetler dengesindeki fazlanın azalmasına neden olmuştur. Taşımacılık, inşaat ve turizm dışında kalan hizmet kalemlerinde 2005 yılının ilk altı ayında 141 milyon dolar olan net sermaye çıkışı, 2006 yılının aynı döneminde 556 milyon dolara ulaşmıştır.

Yatırım geliri hesabındaki açık, 2006 yılının ilk yarısında 2005 yılının aynı dönemine göre %1 gerileyerek 3 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu dönemde kısa ve uzun vadeli kredilere ilişkin faiz ödemeleri, 2005 yılının aynı dönemine göre %15,8 artarak 2.7 milyar dolara ulaşmıştır.

► Petrol Fiyatlarının Cari İşlemler Açığı Üzerindeki Etkisi



Son yıllarda artan petrol fiyatları cari açığın genişlemesinde önemli bir etken olarak görülmektedir. Bu dönemde küresel bazda yüksek büyüme oranları talebi arttırırken, arz artışının sınırlı kalması petrol fiyatlarının yükselmesine neden olmuştur. 2002 yılında ortalama 25.5 dolar olan Brent tipi ham petrol varil fiyatları, 2006 yılının ilk yarısı itibariyle ortalama 65.2 dolara

* Ağustos 2006 itibariyle

yükselmiştir. Petrol fiyatlarındaki artış, bu yıllarda kaydedilen kesintisiz büyüme süreciyle beraber petrolde dışa bağımlı olan Türkiye'nin ara malı ithalatını arttırarak dış ticaret dengesini olumsuz etkilemiştir.

Petrol Fiyatları ve Cari İşlemler Açığı					
(milyar dolar)	2002	2003	2004	2005	2006*
Ham Petrol İthalatı	4.1	4.8	6.1	8.6	10.0
Ek Maliyet	-	0.7	2.0	4.5	5.9
Cari İşlemler Açığı	-1.5	-8.0	-15.6	-23.2	-28.6
Ham Petrol İthalatından Arındırılmış					
Cari İşlemler Açığı	-	-7.3	-13.6	-18.7	-22.7

*Ocak - Haziran

Yukarıdaki tabloda, 2002 yılı baz alınarak ham petrol ithalatındaki artışın, cari işlemler açığı üzerindeki etkisi incelenmiştir. Türkiye, 2002 yılında 4.1 milyar dolarlık ham petrol ithal ederken 2006 yılı Haziran ayı sonu itibariyle yıllık bazda ham petrol ithalatı 10 milyar dolara yükselmiştir. Aynı dönem itibariyle cari işlemler açığı 1.5 milyar dolardan 28.6 milyar dolara yükselmiştir. Tablonun ikinci sütununda ise 2002 yılı baz alınmak üzere ham petrol ithalatındaki artışın doğurduğu ek maliyet görülmektedir. 2005 yılında ham petrol ithalatındaki artışın ek faturası 4.5 milyar dolar iken, 2006 yılı Haziran ayı sonu itibariyle yıllık ek maliyet 5.9 milyar dolara yükselmiştir. Ham petrol ithalatında miktar olarak önemli bir değişimin olmadığı göz önüne alındığında, ham petrol fiyat artışlarının cari işlemler açığı üzerindeki etkileri daha iyi anlaşılabilir. 2005 yılında ortalama 54.9 dolar olan petrol fiyatları 2006 yılın ilk yarısında %18,9 artış gösterirken, cari işlemler açığı aynı dönemde %23,3 artmıştır.

► Sermaye ve Finans Hesapları

Mayıs ve Haziran aylarında yurtiçi ve yurtdışı piyasalarda yaşanan dalgalanmaların portföy yatırımlarında çıkışa neden olduğu, diğer yatırımlar ve doğrudan yatırımlar yoluyla giren sermayeyi ise etkilemediği dikkat çekmektedir. Haziran ayında doğrudan yatırımlar yoluyla 500 milyon dolar, diğer yatırımlar yoluyla ise 1.1 milyar dolar sermaye girişi yaşanırken, portföy yatırımları kaleminde 863 milyon dolarlık döviz çıkışı yaşanmıştır. Sonuç olarak, hisse senedi ve DİBS piyasalarında önemli ölçüde yabancı çıkışlarının yaşandığı Haziran ayında toplam sermaye girişi, geçen yılın aynı ayına göre %86,6 gerileyerek 747 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir.

Haziran ayında DİBS piyasasında 1 milyar dolarlık çıkış yaşanırken, son iki aydaki sermaye çıkışı 4.1 milyar dolara ulaşmıştır. Yabancı yatırımcıların dalgalanma sonrasında hisse senedi piyasalarından çıkışları DİBS piyasası kadar sert olmamış ve Haziran ayında 82 milyon dolar gibi sınırlı bir düzeyde kalmıştır.

Diğer yatırımlar kanalıyla giren sermaye Haziran ayında 2005 yılının aynı ayına göre gerilemekle beraber, toplam sermaye girişinin büyük bölümünü oluşturmaya devam etmiştir. Haziran ayında reel sektörün ve bankaların yurtdışı kaynak kullanımları devam etmiştir. Reel sektör 996 milyon dolar, bankalar ise 1.2 milyar dolar kredi kullanmışlardır.

2006 yılının ilk yarısı itibariyle toplam sermaye girişi, bir önceki yılın aynı dönemine göre %36,7 artış göstererek 26.1 milyar dolara ulaşmıştır. Son aylarda portföy yatırımları yoluyla sermaye girişinde yaşanan döviz çıkışı sonucunda sermaye girişinin artış hızı gerilemiştir. Yılın ilk yarısındaki toplam sermaye girişinin 8.8 milyar doları doğrudan yatırımlar, 18.3 milyar doları ise diğer yatırımlar yoluyla olmuştur. Portföy yatırımlarında ise 977 milyon dolarlık çıkış yaşanmıştır.

2006 yılı Ocak – Haziran döneminde doğrudan yatırımlar yoluyla giren sermaye 8.8 milyar dolara ulaşarak aynı dönemdeki toplam sermaye girişinin %33,7'lik bölümünü oluşturmuştur. Cari açığın borç yaratmayan finansman kalemlerinden olan doğrudan yatırımların toplam sermaye girişi içindeki payının yüksek olması, finansman kalitesinin arttığına önemli bir işaretidir. 2006 yılının ilk altı aylık döneminde yabancıların net gayrimenkul alımları bir önceki yılın aynı dönemine göre %144 artarak 1.6 milyar dolara yükselmiştir.

2005 yılının Ocak – Haziran döneminde 6.8 milyar dolar sermaye girişinin yaşandığı portföy yatırımlarında, 2006 yılının aynı döneminde 977 milyon dolarlık net döviz çıkışı yaşanmıştır. Söz konusu dönemde yabancı yatırımcılar DİBS piyasası yoluyla 3.2 milyar dolarlık döviz çıkışına neden olmuşlardır. Kamu kesiminin

yurtdışı piyasalarda gerçekleştirdiği 1.7 milyar dolarlık tahvil ihracı ve yabancıların net 1 milyar dolarlık hisse senedi alımları, portföy yatırımları kanalıyla döviz çıkışını sınırlamıştır.

2005 yılının ilk yarısında 11.5 milyar dolar seviyesinde bulunan, krediler ve mevduatlar kanalıyla sağlanan döviz girişi, 2006 yılının aynı döneminde %59,5 oranında artarak 18.3 milyar dolara ulaşmıştır. Reel sektörün ve bankacılık sektörünün yurtdışı kredi kullanımlarındaki artış eğilimi devam etmektedir. İki sektörün 2006 yılının ilk yarısındaki toplam kredi kullanımları 17.4 milyar dolara yükselmiştir.

2006 yılı Ocak - Haziran döneminde net hata noksan kalemiyle 246 milyon dolarlık döviz girişinin yaşanmasının ardından, toplam döviz açığı 18.4 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu dönemde 26.1 milyar dolar sermaye girişi sonucunda Merkez Bankası rezervleri 4.1 milyar dolar artmıştır.

2006 yılının geri kalan aylarında kurdaki hareketler, petrol fiyatları ve büyüme cari açığın seyri üzerinde belirleyici olacaktır. Kur ve faizdeki artışların beklenildiği gibi yılın ikinci yarısında büyümede yavaşlamaya yol açması ve ihracat artışının sürmesi durumunda cari işlemler açığının bir miktar daralması söz konusu olacaktır. Kısa vadede cari işlemler açığı seviyesinin ekonomideki en önemli kırılganlık göstergesi olmaya devam etmesi beklenmektedir. Ancak cari açığın azaltılmasına yönelik önlemlere sadece kur ve faiz penceresinden bakılması çok doğru görünmemektedir. Orta ve uzun vadede üretim ile ithalat arasındaki bağımlılığın azaltılarak büyüme sürecinin cari açık yaratmayacak hale getirilmesi büyük önem taşımaktadır. Sektörler ve firmalar bazında uluslararası rekabet gücünü arttıracak olan yüksek katma değerli üretim yapılmasının sağlanması, yatırım ortamının iyileştirilmesi ve verimliliğin artırılması bu süreçte alınması gereken temel mikro önlemler olarak öne çıkmaktadır.

VakıfBank Ekonomik Araştırmalar Birimi olarak 2006 yılı cari işlemler açığı tahminimiz 27.7 milyar dolardır.

DIŞ TİCARET

Dış Ticaret						
Milyon \$	Temmuz			Ocak –Temmuz		
	2005	2006	Değ.(%)	2005	2006	Değ.(%)
İhracat	5.763	6.868	19,2	41.148	46.485	13,0
İthalat	9.596	11.448	19,3	64.691	76.879	18,8
Dış Ticaret Dengesi	-3.833	-4.580	19,5	-23.542	-30.394	29,1
Karşılama Oranı (%)	60,1	60,0		63,6	60,5	

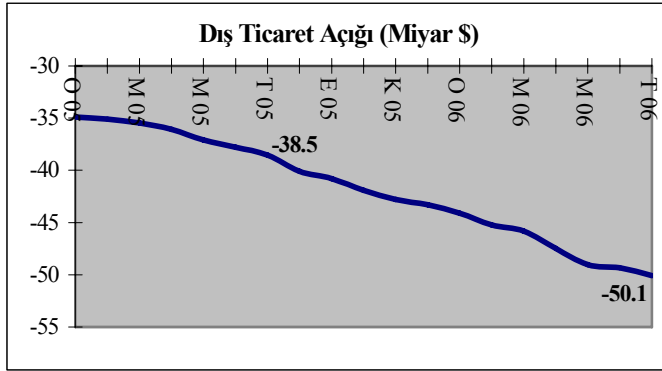
Kaynak:TÜİK

Temmuz ayında ihracattaki hızlı artışla birlikte, artan petrol fiyatlarının etkisiyle ve ihracatını arttıran sektörlerin yoğun ithal ara malı kullanması nedeniyle ithalatta güçlü seyrini devam ettirmiştir.

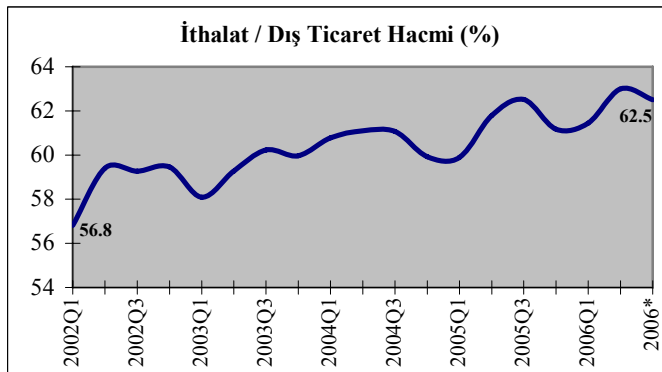
Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK)

verilerine göre, 2006 yılı Temmuz ayında ihracat 2005 yılının aynı ayına göre, %19,2 artarak 6.9 milyar dolara, ithalat ise %19,3 oranında artarak 11.4 milyar dolara yükselmiştir. 2005 yılının Temmuz ayında 3.8 milyar dolar olan dış ticaret açığı %19,5'lik artışla 4.6 milyar dolara yükselmiştir. İhracatın rekor bir oranda arttığı Haziran ayında, %64,3 gibi yüksek bir seviyede gerçekleşen ihracatın ithalatı karşılama oranı Temmuz ayında %60'a gerilemiştir.

Ocak – Temmuz dönemi değerlendirildiğinde, 2006 yılında ihracat, 2005 yılının aynı dönemine göre %13 artarak 46.5 milyar dolara yükselirken, ithalat %18,8 artışla 76.9 milyar dolara ulaşmıştır. 2005 yılının ilk yedi ayında 23.5 milyar dolar olan dış ticaret açığı, 2006 yılının aynı döneminde 30.4 milyar dolara yükselmiştir. 2005 yılının Ocak – Temmuz döneminde ihracatın ithalatı karşılama oranı %63,6 iken, bu oran 2006 yılının aynı döneminde 3.1 puan düşerek %60,5'e gerilemiştir.



2005 yılı Temmuz ayı sonu itibariyle 69.7 milyar dolar olan yıllık ihracat, 2006 yılı Temmuz ayı sonunda 78.6 milyar dolar olarak gerçekleşirken, aynı dönemde yıllık ithalat 108.2 milyardan 128.7 milyar dolara yükselmiştir. 2006 yılı Temmuz ayı sonu itibariyle yıllık dış ticaret açığı ise 50.1 milyar dolara ulaşmıştır.



Temmuz ayı sonu itibariyle 207.4 milyar dolara ulaşan yıllık dış ticaret hacmi, 2005 yılının Temmuz ayı sonuna göre 29.6 milyar dolar artış gösterirken, bu artışın 20.5 milyar dolarlık kısmı ithalat artışından kaynaklanmıştır. Yandaki grafikten de görüldüğü gibi 2002 yılı birinci çeyreğinde ithalat dış ticaret hacminin %56,8'ini oluştururken, 2006 yılı Temmuz ayı itibariyle bu oran %62,5'e yükselmiştir.

* Ocak - Temmuz

► İhracat

2006 yılı başında gerileyen demir-çelik ihracatı Haziran ayının ardından Temmuz ayında da yüksek oranlı büyüme (%106,4) göstererek, toplam ihracat artışının %26,7'lik bölümünü oluşturmuştur. Söz konusu ayda en büyük ihracat kalemi olan kara taşıtları ve aksamları ihracatı bir önceki yılın aynı ayına göre %27.2 oranında artarak 1 milyar doların üzerinde gerçekleşirken, tekstil sektöründe Mayıs ve Haziran aylarında yaşanan ihracat artışı Temmuz ayında tersine dönmüştür. Makine ve mekanik cihaz sektöründe 2006 yılının önceki aylarında

yaşanan ihracat artışı Temmuz ayında da devam etmiştir. Söz konusu sektörün yılın ilk yedi aylık dönemindeki ihracatı geçen yılın aynı dönemine göre %18,4 oranında artarak 3.4 milyar dolara yükselmiştir.

İhracat artışına katkılar (%)	
Kara taşıtları ve bunların aks.ve par.	17,9
Mineral yakıtlar, mineral yağlar	13,3
Makinalar, mekanik cihazlar	10,0
Elektrikli makina ve cihazlar	8,6
Demir ve çelik	6,1
Tekstil	-2,0

Kaynak: TÜİK

Ocak – Temmuz dönemleri itibariyle 5.3 milyar dolarlık ihracat artışında en büyük payı %17,9 ile kara taşıtları ve aksamaları ihracatı oluşturmuştur. Sırasıyla; mineral yakıt ve yağ ihracatı %13,3, makine ve mekanik cihaz ihracatı ise %10'luk payları ile ihracat artışına kaynaklık eden diğer sektörler olmuştur. 2006 yılında ihracatı gerileyen tekstil sektörünün ihracat artışına katkısı negatif (-%2) olmuştur.

Türkiye İhracatçılar Meclisi'nin yayınladığı verilere göre, ihracat Ağustos ayında %27,1 artarak 7 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Yılın ilk sekiz aylık dönemindeki toplam ihracat %15,7 artarak 53.8 milyar dolara ulaşırken, Temmuz ayı sonu itibariyle son bir yıllık ihracat ise 80.7 milyar dolara yükselmiştir. Temmuz ayında ihracatı %43,2 artan otomotiv en yüksek ihracat artışının yaşandığı sektör olarak dikkat çekmektedir.

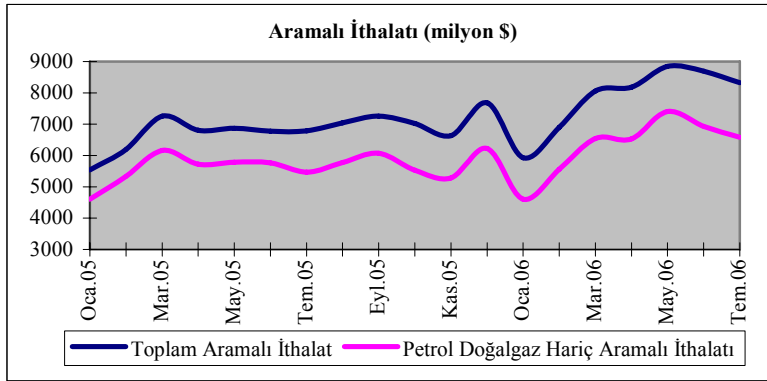
► İthalat

İthalat	Temmuz			Ocak – Temmuz		
	2005	2006	Değ.(%)	2005	2006	Değ.(%)
Milyon \$						
Yatırım Malları	1.687	1.735	-2,8	10.968	12.297	16,0
Ara Malları	6.784	8.328	22,7	46.232	54.948	18,9
Tüketim Malları	1.071	1.321	23,3	7.173	9.365	30,6

Kaynak: TÜİK

Temmuz ayında ara malları ve tüketim malları ithalatları bir önceki yılın aynı ayına göre sırasıyla %22,7 ve %23,3 artış gösterirken yatırım malları ithalatı %2,8 gerilemiştir.

Mayıs ayında YTL'nin değer kaybetmesinin ardından tüketim malları ithalatı beklentilerin aksine yüksek oranlı büyüme eğilimini devam ettirmiştir. Özellikle %37,5 artan binek otomobili, %32,4 artan yarı dayanıklı tüketim malları ve %28,1 oranında artan dayanıklı tüketim malları ithalatları, tüketim malları ithalatında yaşanan artışa kaynaklık etmişlerdir. Böylece, 2005 yılının ilk yedi ayında toplam ithalatın %11,1'lik bölümünü tüketim malları oluştururken 2006 yılının aynı döneminde bu oran %12,2'ye yükselmiştir.



Ocak – Temmuz dönemleri itibariyle 2006 yılındaki ithalat artışının %71,5'lik bölümü aramalı ithalatındaki artıştan kaynaklanmıştır. Yandaki grafikte de görüldüğü gibi petrol fiyatlarındaki artış, aramalı ithalatındaki artışı büyük oranda etkilemekle birlikte ihracat performansları yüksek sektörlerin aramalı talepleri dolayısıyla ara malı ithalatı artışı devam etmektedir.

Finansal piyasalarda yaşanan dalgalanmaların etkilerinin azalmasıyla birlikte, YTL'nin yeniden değer kazanması sonucu dış ticaret açığındaki daralma beklenen ölçüde gerçekleşmemiştir. Mayıs ve Haziran ayında büyük artış gösteren ihracatın Temmuz ayında bir miktar hız kesmesi ve ara ve tüketim malları ithalatlarının güçlü seyrini devam ettirmesi dış ticaret açığının daralmasını engellemiştir. YTL'nin değer kaybetmesinin en belirgin etkisi sermaye malları üzerinde görülmüştür. Bu açıdan bakıldığında dış ticaret açığının cari işlemler açığı üzerindeki baskısını devam ettirmesi beklenmektedir.

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

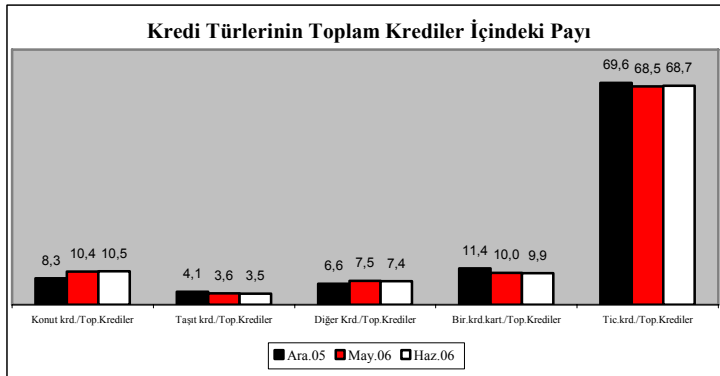
BANKACILIK SEKTÖRÜ

(Milyon YTL)				Değişim %	
	Ara.05 (1)	May.06 (2)	Haz.06 (3)	(3)-(1)	(3)-(2)
Nakit Rezervler	46.751	41.059	44.785	-4,2	9,1
Men.Değ.Port.	143.016	160.676	159.674	11,6	-0,6
Krediler	149.937	187.244	195.282	30,2	4,3
Duran Aktifler	21.015	21.762	20.903	-0,5	-4,0
Diğer Aktifler	36.243	33.485	34.602	-4,5	3,3
Top.Aktif	396.962	444.226	455.246	14,7	2,5
Mevduat	243.121	280.374	281.764	15,9	0,5
Mevduat Dışı Kayn.	100.108	111.707	122.558	22,4	9,7
Özkaynaklar	53.733	52.145	50.924	-5,2	-2,3
Toplam Pasif	396.962	444.226	455.246	14,7	2,5

Kaynak: BDDK

► Aktif Yapısı:

Türk bankacılık sektörünün toplam aktifleri 2005 yılı dönem sonuna göre son altı aylık dönemde, özellikle krediler ve menkul değerler portföyü kalemlerindeki artışlara bağlı olarak %14,7, son bir ayda ise nakit rezervler kalemindeki %9,1 ve krediler kalemindeki %4,3'lük artışın etkisiyle %2,5 oranında artarak, Haziran ayı itibariyle 455.246 milyon YTL olmuştur. Bu artışa bağlı olarak son bir ayda nakit rezervlerin toplam aktifler içindeki payı %9,2'den %9,8'e, kredilerin payı %42,1'den %42,9'a çıkmıştır. Dalgalanma sonrası yükselen faizler nedeniyle artan menkul değerler portföyünün payı ise son bir ayda yaşanan %0,6 oranındaki azalmaya bağlı olarak %36,2'den %35,1'e gerilemiştir.



Bankacılık sektörü kredi hacmi Haziran ayı itibariyle 2005 yılı dönem sonuna göre %30,2, Mayıs ayına göre ise %4,3 artarak 195.282 milyon YTL olarak gerçekleşmiştir. Banka grupları itibariyle kredi hacmindeki artışları incelediğimizde, bütün banka gruplarında artışlar yaşanmaya devam ederken en büyük artışın özel sermayeli mevduat bankalarında gerçekleştiği ve bunu sırasıyla kamu sermayeli mevduat bankaları, yabancı sermayeli mevduat bankaları ile kalkınma ve yatırım

bankalarının izlediği görülmektedir. Kredi türlerinin toplam krediler içindeki paylarına bakıldığında, sektörün kredi hacmi bireysel krediler, özellikle de konut kredileri lehine gelişim göstermeye devam etmiştir. 2005 yılı dönem sonu itibariyle kredi türlerinin toplam krediler içindeki payları karşılaştırıldığında altı aylık dönemde konut, ihtiyaç ve diğer kredilerin toplam krediler içindeki payları artarken, taşıtlı ve bireysel kredi kartlarının paylarının azaldığı görülmektedir. Kredi türlerinin toplam krediler içindeki paylarına son bir aylık dönemde bakıldığında ise fazla bir değişiklik olmamış bireysel kredilerin toplam krediler içindeki payı %31,5'den %31,3'e gerilerken, ticari kredilerin payı %68,5'den %68,7'ye çıkmıştır.

Son altı aylık dönemde kredi hacmi artmaya devam ederken takipteki alacaklar %1,2 artmış, son bir aylık dönemde ise %2,5 oranında gerilemiştir. Takipteki alacaklar kalemindeki artış oranının kredi hacmi artış oranının oldukça altında kalması, kredilerin takibe dönüşüm oranını düşürmeye devam etmektedir. 2005 yılı sonu itibariyle %5,0 olan takibe dönüşüm oranı Haziran ayında %3,9'a gerilemiştir.

Kredilerin Takibe Dönüşüm Oranı			
% pay	Ara.05	May.06	Haz.06
Konut	0,13	0,1	0,1
Taşıtlı	1,2	1,5	1,5
Bireysel Kredi kartları	7,8	8,0	8,4
Ticari Krediler	5,7	4,6	4,2

Kaynak: BDDK

Son altı aylık dönemde kredi türlerinin takibe dönüşüm oranları incelendiğinde, taşıtlı ve bireysel kredi kartlarının takibe dönüşüm oranları artarken, konut kredilerinde fazla bir değişim olmadığı ticari kredilerin takibe dönüşüm oranında ise azalma olduğu görülmüştür.

İlk beş sektör itibariyle durum değerlendirildiğinde;

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

Kaynak: BDDK

Son altı aylık dönemde ilk beş sektör itibariyle ticari kredilerden en çok pay alan 5 sektörün ticari krediler içindeki payı %34,3'ten %32,3'e gerilerken, son bir aylık dönemde ise bir önceki aya göre 0,3 puan gerilemiştir.

► Pasif Yapısı:

Bankacılık sektörünün son altı ayı itibariyle fon kaynakları incelendiğinde dalgalanma sonrasında özkaynaklarda gerçekleşen gerilemeye bağlı olarak, özkaynakların fon kaynakları içindeki payı azalmış ve %13,5'ten %11,2'ye gerilemiştir. Fon kaynaklarının geriye kalan %88,8'ini ise yabancı kaynaklar oluşturmuştur. Son altı aylık dönemde en büyük artış %22,4 ile mevduat dışı kaynaklarda yaşanırken, bunu %15,9 ile mevduat takip etmiştir. Son bir aylık dönemde de bu tablo değişmemiştir.

Sektörün bilanço büyüklüğü son bir aylık dönemde %2,5 artarken, mevduat hacminin neredeyse aynı kalması mevduatın fon kaynakları içindeki payını %63,1'den %61,9'a gerilemesine neden olmuştur. 2005 yılı sonu itibariyle bu oran %61,2 olarak gerçekleşmişti. Mevduatın para cinsi kompozisyonuna bakıldığında son altı aylık dönemde TP lehine dönüşümün devam ettiği görülmektedir. Son bir aylık dönemde ise, dalgalanmanın etkisiyle Mayıs ayında başlayan YP mevduatlarındaki artışın, az da olsa tekrar gerilemeye başladığı görülmüştür. Mayıs ayında %37 olan YP mevduatın toplam mevduat içindeki payı, Haziran ayı itibariyle %36,9'a gerilemiştir. 2005 yılı sonunda bu oran %36,4 olarak gerçekleşmiş ve Nisan ayında %34,4'e kadar düşmüştü. Son bir aylık dönemde mevduatın kısa vadede yoğunlaşma oranı artarak, vadesiz, 1 ay ve 1-3 ay arası mevduatın toplam mevduat içindeki payı %85,6'dan %86,7'ye çıkmıştır. 2005 yılı sonunda %61,7 olan mevduatın krediye dönüşüm oranı Haziran ayı itibariyle %69,3'e yükselmiştir. Kredi hacmi artarken mevduat artış oranının kredi hacmi artış oranının gerisinde kalması, mevduatın krediye dönüşüm oranının artmasına neden olan faktörlerden birisidir.

Sektörün mevduat dışı kaynakları son altı aylık dönemde bankalara borçlar kalemindeki %29,8'lik artışın etkisiyle sektörün en çok artan fon kaynağı olmuştur. Son bir aylık dönemde ise bankalara borçlar kalemindeki %6,4'lük artışın ve repo işlemlerinden sağlanan fonlar kalemindeki artışın etkisiyle %9,7 oranında artmıştır. Sektörün yabancı fon kaynakları içinde mevduattan sonra en büyük pay olan bankalara borçlar kaleminin payı son bir aylık dönemde yaşanan artışa bağlı olarak %14,9'dan %15,4'e çıkmıştır. 2005 yılı sonunda bu oran %13,7 olarak gerçekleşmişti.

Yurt Dışı Bankalara Borçlar (Milyon) YTL	Değişim %				
	Ara.05 (1)	May.06 (2)	Haz.06 (3)	(3)-(1)	(3)-(2)
Sektör	42.061	59.467	62.426	48,4	5,0
Kamu Sermayeli Bankalar	3.866	6.941	7.954	105,7	14,6
Özel Sermayeli Bankalar	32.280	41.184	45.267	40,2	9,9
Yabancı Sermayeli Bankalar	2.924	6.801	5.034	72,2	-26,0
Kalkınma ve Yatırım Bankaları	2.991	4.541	4.171	39,5	-8,1

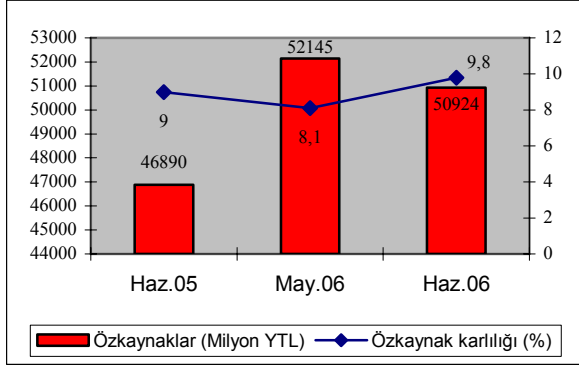
Kaynak: BDDK

Bankalar uygun vade yapısı ve faiz oranları nedeniyle yurt dışından borçlanmaya devam etmektedirler. Haziran ayı itibariyle bankalara borçlar kaleminin %88,6'sını yurt dışı bankalara olan borçlar oluşturmaktadır. Son bir aylık dönemde yabancı bankalara borçlar kalemindeki en büyük artış %14,6 ile kamu sermayeli bankalarda yaşanırken bunu %9,9 ile özel sermayeli bankalar takip etmiştir. Yabancı sermayeli bankalar ile kalkınma ve yatırım bankalarında ise gerileme yaşanmıştır.

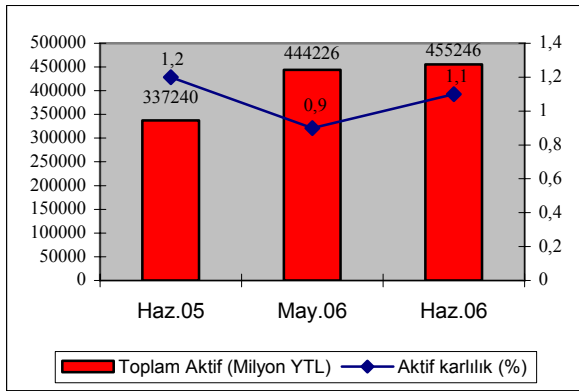
Sektör özkaynakları net dönem karında gerçekleşen %18,9'luk artışa rağmen Haziran ayında da gerilemeye devam etmiştir. Bu gerilemede dalgalanma sonrası yükselen faizler neticesinde menkul değerler portföyünde oluşan zararlar ve kambiyo zararları etkili olmuştur. Bu gerilemeye bağlı olarak özkaynakların fon kaynakları içindeki payı %11,7'den %11,1'e düşmüştür.

Sektörün net dönem karı Haziran ayında geçen yılın aynı dönemine göre %18,6, bir önceki aya göre ise %18,9 oranında artarak 4.204 milyon YTL'den 4.998 milyon YTL'ye çıkmıştır. Son bir aylık dönemde net dönem karındaki artışta kredi hacminin genişlemesine paralel olarak kredilerden alınan faizlerin %21 ve menkul

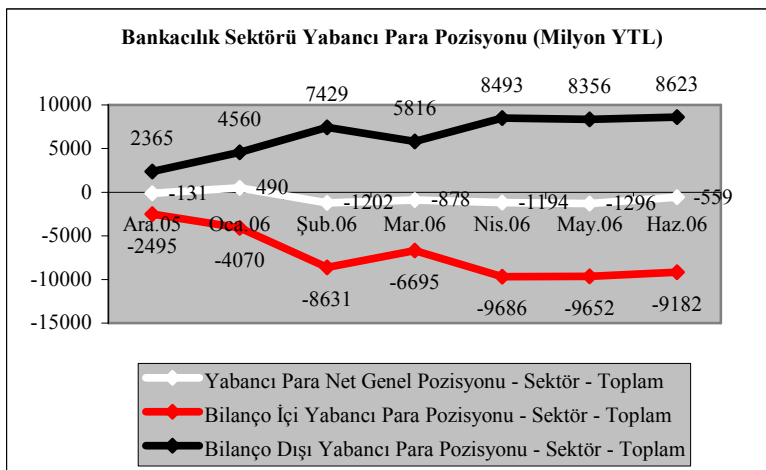
değerlerden alınan faizlerin ise %22 oranında artması etkili olmuştur. Ancak yükselen döviz kurları sonucu oluşan kambiyo zararları ve menkul değerler portföyünde oluşan zararlar sektörün net dönem karını sınırlandıran faktörler olmuştur. Toplam faiz gelirleri bir önceki aya göre %21,6 artarken faiz giderleri %21,9 oranında artmıştır. Faiz giderlerinde ise en büyük artış yine %24 ile bankalara verilen faizlerde meydana gelmiştir. Bunu %21'lik artışla mevduata verilen faizler izlemiştir. Sektörün faiz dışı gelirlerinden, kredilerden alınan ücret ve komisyonlar ve bankacılık hizmet gelirleri bir önceki aya göre %24,5 oranında artmıştır. Sektörün faiz dışı giderlerinde ise bir önceki aya göre %23,9 artış yaşanmıştır.



2006 yılı Haziran ayı itibariyle özkaynak karlılığı net dönem karı artarken özkaynakların gerilemesine bağlı olarak %8,1'den %9,8'e yükselmiştir.



2006 yılı Haziran ayı itibariyle son bir aylık dönemde sektör aktif karlılığı ise karlılıktaki artışa bağlı olarak %0,9'dan %1,1'e yükselirken, 2005 yılı Haziran ayının gerisinde kalmıştır.



Bankacılık sektörü net açık pozisyonu 2005 yılı sonunda -131 milyon YTL iken, 2006 yılı başından itibaren değerli YTL nedeniyle sürekli olarak artmıştır. Ancak Mayıs ayında yaşanan dalgalanma neticesinde sektör, açık pozisyonlarını Haziran ayı itibariyle yeniden azaltma eğilimine girmiştir. Mayıs ayında -1.296 milyon YTL olan sektör yabancı para net genel pozisyonu, Haziran ayı itibariyle -559 milyon YTL'ye gerilemiştir. Bu gerilemede sektör döviz varlıkları %5,8 artarken, döviz

yükümlülüklerinin %3,1'lik artışla döviz varlıklarındaki artış oranının gerisinde kalması ve vadeli döviz sözleşmelerinde yaşanan %3,2'lik artış etkili olmuştur. Bu azalışla birlikte, Sektör Yabancı Para Net Genel Pozisyonu / Özkaynak standart rasyosu -%2,5'ten -%1,1'e gerileyerek yasal sınırlar olan (+) (-) %20 olan aralığın içinde temkinli bir net döviz varlık pozisyonu taşımaktadır.

ULUSLARARASI GELİŞMELER

► Ağustos Ayında Dünyada ve Türkiye’de Yaşanan Ekonomik Gelişmeler

Fitch Türkiye'nin tavanını BB-'den BB'ye yükseltti

Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşu Fitch, metodolojik değişiklik nedeniyle Türkiye'nin de arasında yer aldığı 40 ülkenin ülke tavanını yükseltmiştir. Böylelikle Türkiye'nin ülke tavanı “BB-“ iken “BB” olarak belirlenmiştir. Bu değişikliğin ardından, bazı Türk banka ve finans kuruluşlarının döviz cinsinden kısa vadeli notları da “BB-“den “BB” yükseltilmiştir. Ülke tavanı, o ülke içindeki bir kuruluşun yabancı para cinsinden alabileceği en yüksek dereceyi ifade etmektedir.

OECD’ye göre G7 ekonomileri yavaşlarken, Rus ve Çin ekonomileri büyüyor

Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü (OECD), G-7 ülkelerinin gelişme ve ekonomik büyüme göstergesinin (CLI) Mayıs ayında 105,2 iken Haziran ayında 104,9 olarak gerçekleştiğini, bunun da dünyanın en güçlü yedi ekonomisinin (Kanada, Fransa, İngiltere, Almanya, İtalya, Japonya ve ABD) performanslarında bir yavaşlamaya işaret ettiğini açıklamıştır. OECD Çin, Rusya, Hindistan gibi üye olmayan ülkelerin ise gelişme ve kalkınma döneminde bulunduğunu belirtmiştir. Rusya ve Hindistan’ın göstergelerinde 0,9 artış görülürken, Mayıs ayında 220,8 olan Çin’in göstergesi Haziran ayında 224,3’e yükselmiştir.

Körfez Bölgesi’ndeki petrodollarlarda artış bekleniyor

Uluslararası Finans Enstitüsü’nün (IIF) tahminlerine göre, Suudi Arabistan ve Körfez İşbirliği Konseyi’nin diğer beş üye (Bahreyn, Kuveyt, Umman, Katar ve Birleşik Arap Emirlikleri) ülkesinin bu yıl 450 milyar dolarlık bir sermayeyi dış piyasalara kanallandırmaları sonucunda, küresel finans sisteminde ‘petrodolar’ akışı artacaktır. Bu sermaye ihracı petrol zengini bölgenin yüksek cari fazlasını da ortaya koymaktadır. Kurum tarafından yayımlanan raporda bu fazlanın 2006 yılında %37 artarak 277 milyar dolar olacağı tahmin edilmiştir. Bu durumda Körfez İşbirliği Konseyi üyelerinin yabancı varlıklarındaki birikimin Çin’in birikimleriyle aynı seviyeye ulaşması beklenmektedir.

IMF’de oy dengesi değişecek

Uluslararası Para Fonu (IMF), Türkiye, Çin, Güney Kore ve Meksika’nın Fon’daki kota paylarını 1,8 puan artırma kararı almıştır. İlgili ülkelerin oy haklarının artırılmasına ilişkin karar, 15-22 Eylül tarihlerinde Singapur’da yapılacak olan IMF ve Dünya Bankası ortak toplantısı sırasında onaylanacaktır.

Ağustos ayında bazı ülkelerin merkez bankaları enflasyonist kaygılarla faiz oranlarını yükseltti

Bazı Merkez Bankalarının Gösterge Faiz Oranları		
Merkez Bankaları	Faiz Artırım Oranı	Son Faiz Oranı
Çek Cum.Merkez Bankası (CNB)	25	2,25
İsveç	25	2,50
Güney Kore	25	4,50
Rusya	50	2,50
İzlanda	50	13,50

Kaynak: Reuters

► Türkiye- Avrupa Birliği İlişkileri

AB ile geçen yıl Ekim ayında başlayan müzakere sürecinde Eylül ve Ekim aylarının Kıbrıs konusu nedeniyle zorlu geçmesi beklenirken, AB Türkiye’yi reformların yavaşladığı konusunda eleştirmektedir. AB Komisyonu Ekim ayında İlerleme Raporu’nu açıklamadan önce, TBMM’nde reform paketinde eksik kalan düzenlemelerin tamamlanması konusunda çalışma yapılması beklenmektedir. Türkiye’nin Gümrük Birliği kapsamında liman ve havaalanlarını Güney Kıbrıs Rum Kesimi gemi ve uçaklarına açması konusu, İlerleme Raporu’nda değerlendirilecek konuların başında gelmektedir. Bu raporun temel özelliği ve diğerlerinden önemli farkı, müzakere sürecinin hukuken ve fiilen başlamasından sonra yayınlanacak ilk İlerleme Raporu olması olup, bu nedenle raporun daha eleştirel olması beklenmektedir. Nitekim bunun sinyalleri Avrupa Parlamentosu Dışişleri Komisyonu tarafından 4 Eylül tarihinde oylanarak kabul edilen Türkiye Raporu ile verilmiştir. Türkiye aleyhine sert unsurların eklendiği rapor ay sonunda Strasbourg’da düzenlenecek genel kurul toplantılarında tartışılarak

son kez oylamaya sunulacaktır. Rapor tavsiye niteliğinde olmasına rağmen Avrupa Komisyonu'nun Ekim ayında yayımlayacağı İlerleme Raporu'nu etkileyebilme özelliği taşımaktadır. Raporda kabul edilen bir değişiklik önerisiyle, Türkiye'nin Ermeni soykırımı iddialarını AB'ye tam üyelik öncesinde tanınması istenirken, reform beklentileri yinelenmekte ve Güney Kıbrıs'ın tanınmasının müzakere sürecinin bir parçası olduğu ifade edilmektedir. Türk tarafında tepkiyle karşılanan rapor bazı AB yetkilileri tarafından da eleştirilmiştir. AB Komisyonu, Avrupa Parlamentosu Dışişleri Komisyonunda kabul edilen Türkiye Raporunu, Avrupa Parlamentosu tarafından onaylanmış haliyle dikkate alacağını bildirmiştir.

IMF heyetinin stand-by anlaşması çerçevesinde yapılacak beşinci gözden geçirme kapsamında Ekim ayı başlarında Türkiye'ye gelmesi beklenmektedir. Türkiye'nin 10 milyar dolarlık stand-by programının öncelikleri arasında cari işlemler açığını azaltacak para politikalarının sürdürülmesi, vergi reformunda ilerleme ve kamu bankalarının özelleştirilmesi yer almaktadır.

► Gelişmiş Ülkeler

▪ ABD

Temmuz ayında yavaşlayan büyümeye karşılık artan enflasyon ve yatay bir seyir izleyen işsizlik verilerinin oluşturduğu bir hayli karmaşık bir ekonomik veri tablosunun ortaya çıkmasıyla, Haziran 2004'ten beri aralıksız olarak 17 kez faiz artırmış olan ABD Merkez Bankası (Fed) faiz artırımına ara vererek ekonomik verilerin daha net bir yön kazanmasını beklemeyi tercih etmiştir. ABD ekonomisinin stagfasyona mı girmekte olduğu sorusunun daha yoğun bir şekilde tartışıldığı bu ortamda, ekonomik veri takviminde yer alan her veriden Fed'in 20 Eylül'de yapılacak FOMC (Federal Açık Piyasa Komitesi) toplantısında ne yönde bir karar alacağına dair ipuçları elde edilmeye çalışılmıştır. Ancak, Ağustos ayı boyunca yayınlanan ekonomik veriler genel olarak çelişkili bir görünüm arz etmemiş, böylece Fed'in Eylül ayında da faiz artırmayacağı beklentisi ağırlık kazanmıştır.

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

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

Ağustos ayında yayınlanan veriler içinde en çok dikkati enflasyon verileri çekmiştir. Buna göre Üretici Fiyatları Endeksi (ÜFE) bir önceki aya göre Temmuz ayında %0,4 artmış, çekirdek ÜFE ise önceki ay %0,2 artmışken %0,3 düşmüştür. Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) %0,4 artarken, gıda ve enerji fiyatlarını içermeyen çekirdek TÜFE'deki artış beklentiler doğrultusunda %0,2 olarak gerçekleşmiştir. Böylece önceki ay endişe verici bir tablo çizen enflasyon verileri, düşüş eğilimi sergilemiştir. Öte yandan Fed'in enflasyon göstergesi olarak yakından izlediği çekirdek PCE (Kişisel Tüketim Harcamaları) endeksi de bir önceki aya göre %0,1 artarak beklentilerin altında kalmıştır.

Geçtiğimiz ay yayınlanan ve %2,5 olarak açıklanarak bir hayli endişe yaratan 2006 yılı ikinci çeyreğine ilişkin GSYİH artışının revize edilerek %2,9'a çekilmesi ekonomik görünümün az da olsa olumlu bir hal almasını sağlamıştır. Yavaşlaması sürpriz olmayan ancak aşırı hızlı bir yavaşlama sürecine girmesi istenmeyen büyümenin düşmekte olduğuna işaret eden bir diğer veri de sanayi üretimi olmuştur. Sanayi üretimi Temmuz ayında beklentilerin altında %0,4 oranında artmış, kapasite kullanım oranı ise %82,3'ten %82,4'e çıkmıştır.

Ağustos ayı istihdam raporu da şaşırtıcı ve olumsuz bir görünüm arz etmemiştir. Rapora göre, tarım dışı istihdam Ağustos ayında 128.000 artarak 120.000 olan beklenti seviyesine paralel bir artış göstermiştir. Temmuz ayında %4,8 olan işsizlik oranı ise Ağustos ayı için %4,7 olarak açıklanmıştır.

ABD ekonomik büyümesinde itici güç olan ve yavaşlama eğilimi sergileyerek büyümeye ilgili endişe kaynağı oluşturan emlak sektöründeki veriler ise, yine yavaşlama eğilimi sergilemekle birlikte sektörde henüz ciddi bir sorunun mevcut olmadığı izlenimini vermiştir. Sektöre ilişkin Temmuz ayı verilerinden yeni inşa edilen ev sayısı %2,5 düşüş kaydederken, yeni inşa edilmiş ev satışları %4,3, daha önceden inşa edilmiş ev satışları ise %4,1

oranında, inşaat harcamaları ise %1,2 oranında düşmüştür. Satışlarda oran olarak düşüş yaşanırken, ev fiyatlarında bir düşüş meydana gelmemesi enflasyon açısından olumsuz bir gelişme olarak yorumlanmaktadır.

Ağustos ayındaki trendi yukarıda özetlenen belli başlı ekonomik verilerin hepsi de Fed'in Eylül ayındaki toplantısında faiz artırmayacağına işaret eder yönde gerçekleşmiştir. Nitekim 8 Ağustos'ta yapılan FOMC toplantısı tutanaklarında yer alan ifadeler de Fed yetkililerinin ekonomideki yavaşlamadan endişe ettiklerini ve yıl sonuna kadar yeni bir faiz artırımına gitmeyebilecekleri izlenimini uyandırmıştır. Yüksek petrol fiyatları ve şimdiye kadar yapılan faiz artırımlarının gecikmeli etkisiyle 2006'nın ikinci yarısından 2007 sonuna kadar ekonomik büyümenin yavaşlayacağına düşünüldüğü, bu nedenle Fed'in faizleri daha fazla artırmakta acele etmediği ifade edilmiştir. Öte yandan Fed yetkililerinin enflasyon konusunda hala tedirgin oldukları, enflasyonun Fed'in tercih ettiği seviye olan %2'nin üzerinde bulunmasının endişe uyandırdığı da belirtilmiştir. Bu gelişmeler ışığında Fed'in faiz artırımına gitmeyeceği neredeyse kesinleşirken, ekonominin resesyona girmesi ihtimali nedeniyle faiz indiriminin ne zaman başlayacağı tartışılmaya başlanmıştır.

▪ Euro Bölgesi

Büyümenin arttığı, enflasyonun ise düşüş göstermesine rağmen Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB) hedeflediği seviye olan %2'nin altına inmediği Ağustos ayında, ay başında faiz oranını 25 puan artırarak %3'e çıkaran ECB'nin Ağustos ayı sonundaki toplantısında bir faiz kararı almayacağı beklentisi korunmuş, 5 Ekim'de yapılacak toplantıda ise faiz artırım kararı alınacağı beklentisi ağırlık kazanmıştır.

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

Kaynak: ECB, Eurostat, Reuters

Avrupa Birliği'nin resmi istatistik kurumu olan Eurostat verilerine göre Euro Bölgesi tüketici fiyat enflasyonu Temmuz ayında yıllık bazda %2,4 artmıştır. Haziran ayındaki %2,5'lik artışın altında kalan enflasyon artışı beklentilerin altında kalmasına rağmen, artan petrol fiyatlarının

ve kredi hacminin etkilerini kontrol altında tutmak isteyen ECB'nin faiz artırımına devam edeceği beklentisini desteklemiştir. Öte yandan çekirdek enflasyon Haziran ayındaki gibi %1,4'lük bir artış göstermiştir.

Faiz artırımını beklentisini artıran bir diğer gelişme Euro Bölgesi büyüme oranının 2006'nın ikinci çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre %0,9 artmasıdır. 2005'in son çeyreğinde %0,3, 2006'nın ilk çeyreğinde ise %0,6 olarak açıklanmış olan büyüme oranının 2006'nın ikinci çeyreğinde %0,7 olması beklenmekteydi. 2000 yılının ikinci çeyreğinden beri en yüksek düzeye ulaşan büyüme oranı yıllık bazda ise %2,4'e çıkmıştır. Verinin açıklanmasının ardından Avrupa Komisyonu tarafından üçüncü çeyrek büyüme oranı tahmini %0,3-0,7 aralığından %0,5-0,9 aralığına çekilmiştir. İkinci çeyrek büyüme oranının bu kadar yüksek çıkması, Euro Bölgesi'nin en güçlü ekonomileri olan Almanya ve Fransa'da büyümenin ivme göstermesinden kaynaklanmıştır. Büyüme oranı Almanya'da %0,9, Fransa'da ise %1,1 olarak gerçekleşmiştir.

Euro Bölgesi'nde açıklanan ve dikkat çeken ekonomik verilerden bir diğeri ise Almanya'da finans dünyasının ekonomik beklentisini yansıtan ZEW endeksidir. Endeks Ağustos'ta, Temmuz ayındaki 15,1 seviyesinden – 5,6'ya gerileyerek son beş yılın en düşük seviyesine inmiştir. Almanya'da iş dünyasının ekonomiye güvenini yansıtan IFO endeksi ise 104,8'e düşmesi beklenirken, Temmuz ayındaki 105,6 seviyesinden 105'e inmiştir.

Bu ay biri 8 Ağustos'ta diğeri 31 Ağustos'ta olmak üzere iki ECB toplantısı gerçekleşmiş, ilkinde faiz artırım kararı alan ECB ikinci toplantıda faiz kararı almamış, fakat Ekim ayında yapılacak toplantıda faiz kararı alınabileceğine dair sinyaller vermiştir. ECB 14 Eylül'de bir toplantı daha yapacak olup, bu toplantıda faiz oranı ile ilgili bir karar alınmayacağı resmi olarak bildirilmiş bulunmaktadır. Bu nedenle, Ekim ayındaki toplantıya odaklanan piyasalarda, açıklanan ekonomik verilerin yanısıra ECB yetkililerinin açıklamaları da dikkatle takip edilmektedir. Buna göre ECB yetkilileri açıklamalarında büyümenin devam etmesiyle birlikte fiyat istikrarına yönelik risklerin de artmakta olması sebebiyle faiz oranını artırmaya devam edeceklerini, para politikasını sıkılaştırmakta yavaş davranmadıklarını ifade etmektedirler. Piyasaların dikkatini en çok çeken açıklamalar ise ECB Başkanı Jean Claude Trichet'den gelmiştir. Trichet, 31 Ağustos toplantısı sonrasında yaptığı açıklamada para politikasının halen gevşek olduğunu, enflasyon konusundaki öngörülerini çerçevesinde para politikasını

sıkılaştırmaya devam edeceklerini, enflasyonist baskılar konusunda çok dikkatli olacaklarını belirtmiştir. Bu açıklamalar doğrultusunda Ekim ayında ECB'nin faiz artırımına gideceği beklentisi büyük ölçüde artmıştır.

▪ Japonya

Mart ayında genişletici para politikası uygulamasına son veren Japon Merkez Bankası'nın (BoJ), beklendiği gibi Temmuz ayında sıfır faiz politikasına son vererek faiz oranını %0,25'e çıkarmasının ardından faiz oranını bundan sonra ne ölçüde artıracığı ve bunun zamanlamasıyla ilgili tartışmalar Ağustos ayı boyunca devam etmiş ve özellikle para piyasalarını etkisi altına almıştır. Ağustos ayının ikinci haftasında yapılan para politikası toplantısı sonrasında yapılan açıklamalar ve birkaç gün sonra yayınlanan toplantı tutanakları BoJ yetkililerinin faiz artırımını konusunda acele edilmemesi gerektiği görüşünde olduklarını göstermiştir. Piyasalarda, ABD Merkez Bankası'nın (Fed) uyguladığı gibi süreklilik arzeden bir tutum sergileneceği yönünde bir izlenim yaratılmaması gerektiği de vurgulanmıştır. BoJ başkanı da benzer yönde açıklama yaparak enflasyonist baskılar ortaya çıkmadıkça para politikasını gevşek tutacaklarını ifade etmiştir.

Özellikle para politikasının yönlendirilmesinde etkili olan ekonomik verilerden birkaçına bakıldığında ise Ağustos ayında şu yönde gelişikleri görülmektedir: Yıllık bazda %2,2 artan GSYİH büyüme oranı, ikinci çeyrekte bir önceki yılın aynı çeyreğine göre %0,8 artış göstererek BoJ'un "potansiyel" olarak tanımladığı %1,5-2 aralığının dışında kalmıştır. Stokların ve ihracatın azalmasının yanısıra kamu sektörü yatırımlarındaki daralma büyümenin pek de olumlu olmayan performansında etkili olmuştur. Ancak özel kesim talebinin ve yatırım harcamalarının artmaya devam ederek büyümenin itici gücü olması olumlu bir gelişme olarak değerlendirilmektedir.

Deflasyonist bir süreçten yeni çıkan Japonya'da belki de en yakından takip edilen veri olan enflasyon ise Temmuz ayında beklenenin altında yükselmiştir. Ulusal bazda Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) bir önceki aya göre %0,3 düşmüştür. TÜFE'deki düşüşün başlıca kaynakları gıda ve giyim harcamalarıdır. Temmuz ayı çekirdek TÜFE'deki artış ise %0,2 olarak açıklanmış ve %0,5 olan beklenti düzeyinin altında kalmıştır. Bu veriler ışığında çekirdek enflasyonun BoJ'un 2006 yılı tahmini olan %0,6'nın altında kaldığı görülmekte ve Japon ekonomisinin ABD ekonomisindeki yavaşlamadan ne ölçüde etkileneceği sorusu akla gelmektedir.

İstihdam piyasasına bakıldığında ise Japonya'da işsizlik oranının Haziran ayındaki %4,2 seviyesinden Temmuz'da %4,1'e inerek pek fazla değişmediği görülmektedir. İç talepteki ve özel sektör yatırım harcamalarındaki artış devam ettiği sürece ekonomide bir daralma meydana gelmeyeceği, bu çerçevede işsizlik oranında ciddi bir değişme olmayacağı beklenmektedir.

► *Gelişmekte olan ülkeler*

▪ Çin

Bu ay Çin'de yaşanan en önemli gelişme Çin Merkez Bankası'nın kredi ve yatırımlardaki hızlı büyümeyi kontrol altına almak amacıyla son dört ayda ikinci kez faiz oranlarını artırması olmuştur. 27 baz puanlık artırım sonrası 1 yıl vadeli mevduat faizi %2,52, kredi faizi ise %6,12 seviyesine çıkmıştır. Faiz artırım kararı ile ilgili olarak yatırım ve kredilerdeki artış ile ticaret fazlasının ekonomi üzerinde baskı oluşturmaya başladığını belirten Merkez Bankası aynı gerekçelerle daha önce de bankaların rezervlerinde bulundurmaları gereken mevduat oranını yükseltmişti.

Sanayi üretiminde yavaşlama, sermaye yatırımlarında ise azalma olmasına karşın faiz artırım kararı alınması beklenmedik bir gelişme olarak yorumlanmıştır. Çin Ulusal İstatistik Bürosu tarafından yapılan açıklamalara göre, Temmuz ayında %19,2 artması beklenen sanayi üretimi geçen yıla göre beklentilerin altında %16,7 artış kaydederken, doğrudan yabancı yatırımlar yılın ilk 7 ayında geçen yılın aynı dönemine göre %1,2 azalarak 32,71 milyar dolar olmuştur.

Uluslararası piyasalarda Çin Merkez Bankası'nın faiz artırım kararının Çin ekonomisi ve küresel ekonomiye olası etkileri tartışılırken, uluslararası kredi derecelendirme kuruluşu Standard&Poor's, Merkez Bankası'nın faiz artırım kararının Çin ekonomisine yönelik risklerin azaltılmasına ve hızlı büyümenin daha sürdürülebilir bir seyre dönüştürülmesine yardımcı olacağını belirtmiş, alınan kararın Çin hükümetinin ülkede makroekonomik istikrarı başarılı bir şekilde sürdüreceği beklentisini desteklediğini ifade etmiştir.

Yuanın reelüsyonu konusunda baskıların arttığı bir ortamda gerçekleşen faiz artışı Çin para birimi yuanın güçlenmesine neden olmuştur. Bilindiği gibi Yuanın değer artışının ihracat ve sermaye yatırımlarına dayalı büyüyen Çin ekonomisinin yeniden yapılanmasına yardımcı olması beklenmektedir.

İkinci çeyrekte %11,3 büyüyen ve bu yılın tamamında %10,5 büyümesi beklenen Çin'de hükümet, ihracat ve yatırıma dayalı büyüyen ekonominin iç tüketimden destek alarak daha dengeli büyümesini hedeflemekte olup, bu nedenle asgari ücret ve sosyal yardım ödeneklerini artırmıştır. Gelir düzeyinin artması tüketime yansımış ve perakende satışlar Temmuz ayında geçen yılın aynı ayına göre %3,5 artış kaydetmiştir. Çin'de gelirlerin artmasına paralel olarak perakende satışlardaki yükselişin sürmesi beklenmektedir.

Bu ay açıklanan bir diğer önemli veri olan dış ticaret fazlası Temmuz ayında piyasa beklentilerinin altında 14,6 milyar dolar olarak gerçekleşmiş, Ocak-Temmuz döneminde ise 76 milyar dolara ulaşmıştır.

Çin Merkez Bankası tarafından yayımlanan 2. çeyrek Para Politikası Raporu'nda vurgulanan önemli noktalar şunlar olmuştur. Raporla hızlı ekonomik büyüme beklentisi vurgulanırken bir yandan da ekonominin aşırı ısınmasının risklerine dikkat çekilmiştir. Merkez Bankası'nın kredi kontrolü yoluyla ekonominin aşırı ısınmasına yönelik çalışmalarını sürdüreceği, uluslararası ödemelerdeki dengesizliğin giderilmesi konusunda da döviz kuru politikasını bir enstrüman olarak kullanmayı hedeflediği vurgulanmıştır. Raporla belirtilen bir diğer nokta ise hükümetin iç pazarda tüketim ve ithalatın artırılması, yabancı yatırıma ilişkin hedeflenen düzenlemelerin gerçekleştirilmesi ile ilgili çalışmalarına devam edeceği olmuştur.

▪ Rusya

OPEC ülkeleri dışında en büyük petrol üreticisi olan Rusya enerji hammadde fiyatları artışından destek alarak sağladığı hızlı büyümesini sürdürmektedir. Temmuz ayında bir yıl öncesine göre %7,4 büyüyen Rus ekonomisinin Sovyetler Birliği'nin dağılmasından sonra yakaladığı en uzun büyüme trendini sürdürerek bu yıl %6,6 büyümesi beklenmektedir.

Rusya'da tüketici fiyatları Temmuz ayında bir önceki aya göre %0,7, yılbaşından bu yana ise %6,9 artış kaydetmiştir. Rusya Merkez Bankası yıl sonunda enflasyonun %8,5 olmasını hedeflemektedir.

Rusya Merkez Bankası enflasyonu dizginlemek için rublenin 2007 yılında %10 değer kazanmasına izin verebileceğini açıklamıştır. Ruble'nin reelüsyonu, rekor seviyelere ulaşan gaz ve petrol ihracatının tetiklediği enflasyonla mücadele için en etkili silah konumundadır. Fiyatların yılbaşından bu yana %6,9 artış kaydetmesi yıl sonu enflasyon hedefinin tutturulmasına engel teşkil etmektedir. Ancak diğer taraftan rubledeki değer artışı, beklentilerin altında artan sanayi üretiminin önünde bir engel olarak görülmektedir. Rusya Ekonomi Bakanlığı verilerine göre, Temmuz ayında sanayi üretimi Haziran ayına göre %0,4 azalmıştır. Rublenin daha fazla değerlenmesinin petrol ihracatçısı olan Rusya açısından ciddi bir tehlike oluşturacağı, Rus sanayisini daha az rekabetçi ve ithal ürünlere karşı daha kırılgan hale getireceğinden endişelenilmektedir. Nitekim Rusya Maliye Bakanı Alexei Kudrin ay içinde yaptığı açıklamada, Rus hükümetinin Ruble'nin daha fazla değer kazanmaması için gerekli ekonomik tedbirleri alacağını ve Ruble'nin reel değer artışını bu yıl için yüzde %9,0 seviyesinde tutacağını söylemiştir.

Ay içinde açıklanan bir diğer önemli veri olan dış ticaret fazlası bu yılın ilk yedi ayında 88,3 milyar dolara yükselmiştir. Paris Kulübü'ne eski Sovyetler Birliği döneminden kalan 22,5 milyar dolarlık borcunun tamamını ödemesiyle yatırımcılar için daha cazip hale gelen Rusya'da yabancı doğrudan yatırımlar, yılın ilk 6 ayında geçen yılın aynı dönemine göre %41,9 artarak 23,4 milyar dolar olmuştur. Haziran sonu itibarıyla Rusya'daki yabancı sermaye tutarın geçen yıla göre %40,9 artarak 128 milyar dolara ulaşmıştır.

Bu ay yaşanan önemli gelişmelerden bir diğeri Rusya Merkez Bankası'nın, Euro bölgesi ve İngiltere'de yapılan faiz artırımlarının ardından kısa vadeli mevduat faiz oranını 50 baz puan artırarak vadesiz mevduat oranını %2'ye, bir haftalık mevduat oranını %2,5'a yükseltmesi olmuştur. Faiz artışının temel nedeni, enflasyonist para arzı artışının engellenmesi olarak açıklanmıştır. Ancak, Merkez Bankası'nın dolar alışının para arzındaki artışı tetiklemesine bağlı olarak faiz artırımını bankacılık sistemindeki likiditeyi azaltamamış, bu nedenle Rusya Merkez Bankası ikinci önlem olarak döviz mevduatları için zorunlu karşılık oranını %2'den %3,5'e yükseltmiştir.

▪ Brezilya

Bu ay Brezilya tarafından açıklanan ekonomik veriler, Eylül ayından beri süregelen faiz indirimlerine karşın büyümenin yavaşlamaya başladığı kaygıları doğurmuştur. Sanayi üretimi Haziran ayında bir önceki aya göre %14,7 düşmüş, diğer taraftan perakende satışlar Haziran ayında dört aydır ilk kez bir önceki aya göre %0,38 düşüş kaydetmiştir. İmalat sanayi ise aynı dönemde %0,6 gerilemiştir.

Öte yandan uzun yıllar cari açık verdikten sonra son üç yıldır artan şekilde cari fazla veren Brezilya'nın Temmuz ayı cari işlemler fazlası beklentilerin oldukça üzerinde 3,2 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Temmuz ayında yaşanan rekor artışın temel sebebi ihracatın artması olmuştur. Bu arada Haziran ayında 1,06 milyar dolar olan doğrudan yabancı yatırımlar Temmuz ayında 1,5 milyar dolara yükselmiştir. Bu ay açıklanan bir diğer olumlu ekonomik veri olan dış ticaret fazlası Temmuz ayında 5 milyar dolar olarak gerçekleşmiş, yılbaşından bu yana ise 25 milyar dolara yükselmiştir.

Brezilya'da enflasyon için gösterge kabul edilen IPCA tüketici fiyat endeksi Temmuz ayında bir önceki aya göre %0,19 artmıştır. Brezilya İstatistik Bürosu IBGE, tüketici fiyatlarındaki artışın arkasında yatan neden olarak yakıt ve ulaşım maliyetlerindeki artışı göstermiştir. Enflasyonun artışa rağmen kontrol altında olduğu ve çekirdek fiyatların halen düşük olduğu ifade edilmiştir. 15 Ağustos itibarıyla 12 aylık enflasyon ise %3,82 olmuştur. Böylelikle 1999 yılından beri en düşük enflasyon oranı gerçekleşmiştir. Enflasyon oranı Brezilya Merkez Bankası'nın yıl sonunda enflasyonun hedefi olan %4,5'in oldukça altındadır.

Brezilya Merkez Bankası enflasyonun yedi yılın en düşük seviyesinde seyretmesiyle birlikte ekonomik faaliyetleri artırmak için, gösterge konumundaki Selic faiz oranını beklentilerden daha fazla düşürerek %14,75'ten %14,25'e çekmiştir. Bu arada bu ay açıklanan son veri olan ikinci çeyrek büyüme rakamı beklentiler doğrultusunda düşük gelmiştir. Brezilya İstatistik Bürosu IBGE ekonominin ikinci çeyrekte geçen yılın aynı dönemine %1,2, bir önceki çeyreğe göre ise %0,5 büyüdüğünü açıklamıştır. Brezilya ekonomisinin ikinci çeyrekte bir önceki çeyreğe göre %0,8 büyümesi bekleniyordu.

▪ Ortadoğu

Ortadoğu'da Birleşmiş Milletler Güvenlik Konseyi'nin Lübnan'da ateşkes sağlanması kararı almasının ardından İsrail'in Lübnan'a yönelik beş haftadır süren saldırıları son bulmuştur. Ancak, sağlanan ateşkes hala kırılgan olup, İsrail ile Lübnan arasında yaşanan anlaşmazlık henüz çözülmemiştir. Öte yandan İsrail'le imzalanan ateşkes sonucunda BM'in, Güney Lübnan'da, ne Hizbullah'ın ne de İsrail askerlerinin giremeyeceği bir tampon bölge oluşturması, bu bölgenin 15.000 BM askeri ile aynı sayıda Lübnan askeri tarafından denetlenmesi planlanmaktadır. Lübnan'a gönderilecek yeni Birleşmiş Milletler Görev Gücü'ne Avrupa ülkelerinin katkısı konusunda ise diplomatik temaslar sürmektedir. AB ülkeleri arasında Fransa, İtalya, İspanya, Finlandiya, Danimarka, Litvanya, Almanya, Belçika, Yunanistan ve Portekiz Lübnan'a asker ve teçhizat göndermeyi kabul ederken, BM, başta İtalya ile Fransa olmak üzere AB ülkelerinden daha somut girişimler istemektedir. BM Görev Gücüne, TBMM'nde kabul edilen tezkere ile Türkiye'nin de asker göndermesine karar verilmiştir.

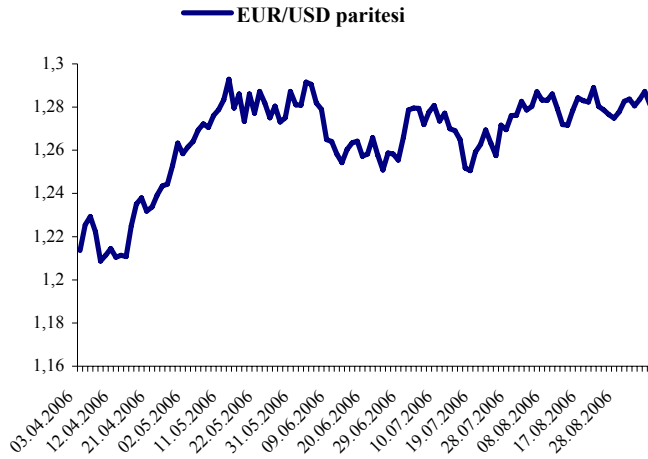
Ortadoğu'da yaşanan bu olumlu gelişmelere karşılık İran'ın nükleer çalışmaları bölge güvenliğini tehdit eden önemli bir faktör olmaya devam etmektedir. İran BM Güvenlik Konseyi'nin, uranyum zenginleştirme faaliyetlerini durdurulması için son gün olan 31 Ağustos'ta nükleer faaliyetleri askıya almayacağını bildirmiştir. Aynı gün açıklanan Uluslararası Atom Enerjisi Kurumu raporunda da İran'ın uranyum zenginleştirmeye devam ettiği belirtilmiştir. Raporun ardından, BM Güvenlik Konseyi'nin İran'a yönelik daha önce belirlediği bir dizi yaptırımın uygulanmaya konması beklenmektedir. ABD İran'a bir an önce ağır ekonomik yaptırımlar uygulanması yönünde tavır alırken, İran'la yakın ekonomik ilişkiler içinde olan Çin ve Rusya yaptırım kararı konusunda çekimser davranmaktadır. Konsey'in daimi üyeleri olan ABD, Rusya, Çin, İngiltere ve Fransa ile Almanya arasındaki görüşmelerin yakın zamanda başlaması beklenmektedir.

Küresel ekonomi açısından bakıldığında, İran'ın nükleer çalışmalarıyla ilgili belirsizliğin genel olarak risk algılamasını artırdığı görülmektedir. ABD'nin ekonomik yaptırım uygulanması konundaki baskısını artıracığı ve İran'ın da buna petrol ihracatına kısıtlama getirerek yanıt vereceği endişesi petrol arzı konusunda belirsizlik yaratmaktadır. Bu durum da son dönemde yüksek seyreden petrol fiyatları üzerinde yukarı yönlü bir baskı oluşturmaktadır.

► **Uluslararası Piyasalar**

▪ **Euro/Dolar Paritesi**

Ağustos ayında en düşük 1,2712, en yüksek 1,2927 seviyelerini gören EUR/USD paritesi genel olarak ABD’de açıklanan ekonomik verilerin Fed’in faiz artırımına devam edip etmeyeceği beklentisine etkileri ölçüsünde değişmiştir. Pariteyi etkileyen Euro Bölgesi kaynaklı başlıca gelişme ise ECB’nin Ekim ayındaki toplantısında faiz artırımına devam edeceği yönündeki beklentinin, gerek açıklanan ekonomik veriler gerekse ECB yetkililerinin açıklamaları çerçevesinde artmasıdır. Ay boyunca genel olarak yatay seyreden parite, Ağustos ayının ilk haftalarında açıklanan ABD perakende satışlar verisinin artış göstermesinin Fed’in faiz artırımına devam edeceği beklentisini artırmasıyla kısa bir süre düşüş eğilimi sergilemiştir. Daha sonra Fed’in önümüzdeki aylarda izleyeceği faiz politikası açısından çok büyük önem taşıyan ve en yakından izlenen veri olan enflasyonun düşüş göstermesi, gelecek ay yapılacak olan toplantıda faiz artırımına gidilmeyeceği beklentisinin ağırlık kazanmasına neden olarak, 1,2720’lere kadar inmiş olan pariteyi 1,2850’lere kadar çıkarmıştır. Ardından, AMB yetkililerinin Eylül ayında faiz artırımına gidileceği şeklinde yorumlanan açıklamalarının verdiği destekle parite 1,2920’leri test etmiştir.



Kaynak: Reuters

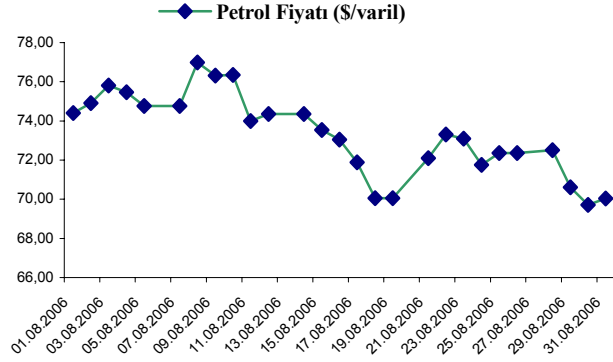
Ay sonlarına doğru Almanya’da reel sektörün ekonomiye güvenini yansıtan ZEW endeksinin son beş yılın en düşük seviyesine inmesi ve Euro Bölgesi’ne dahil ülkelerin ekonomik verilerinin zayıflamaya başladığı yönünde işaretler alınması, AMB’nin faiz artırmayabileceği kuşkusuna neden olmuş, parite 1,2790’lara inmiştir. Genel olarak ABD ve Euro Bölgesi arasındaki faiz farkının azalacağı düşüncesinin etkisiyle fazla düşüş göstermeyen parite, 1,2750-1,2920 bandının üzerine çıkacak gücü bulamamıştır. EUR/USD paritesi geçen ay %2,5 olarak açıklanan ABD büyüme oranının %2,9’a revize edilmesinin ardından Fed’in faiz artırmayacağı beklentisinin devam etmesiyle 1,2815-1,2858 aralığında tutunmuştur. Ay sonunda yayınlanan FOMC toplantısı tutanaklarında Fed’in faiz

oranını değiştirmeme eğilimi içinde olduğu yönünde ifadeler bulunması, mevcut beklentilerde bir değişiklik yapmadığı için paritede önemli bir hareket meydana gelmemiştir. Daha sonra açıklanan çekirdek Kişisel Tüketim Harcamaları (PCE) endeksinde beklentilerin altında bir artış meydana gelmesi ve Ağustos ayı ABD istihdam raporunda istihdamın beklentiler doğrultusunda arttığı görülmesi, kar realizasyonu fırsatı olarak değerlendirilmiş, ardından parite tekrar 1,2830-1,2860 bandına yerleşmiştir.

► **Emtia Piyasası**

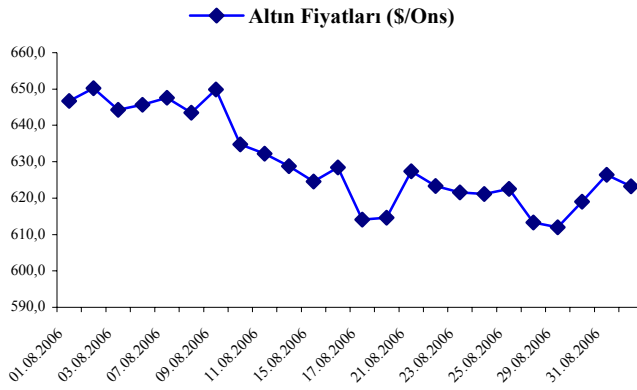
▪ **Petrol**

Petrol fiyatları bir yandan jeopolitik riskler bir yandan da arz tarafında yaşanan sıkıntılar nedeniyle bu ay dalgalı bir seyir izlemiştir. Lübnan’da yaşanan çatışmalar ve Nijerya kaynaklı jeopolitik risklerin devam etmesine bağlı olarak, fiyatlar ay içinde 78 dolar/varil seviyesine kadar yükselmiştir. Petrol üreticisi BP şirketinin Alaska’daki tesislerinde üretim kısıntısına gitme kararı alması fiyatlardaki yükselişi destekleyen bir başka gelişme olmuştur. Ay ortasına doğru İsrail-Lübnan arasında sağlanan ateşkes ile düşmeye başlayan petrol fiyatları ABD petrol stoklarının beklenenden yüksek açıklanması ile 70-71 dolar/varil seviyesine kadar gerilemiştir. Buna ek olarak, Çin’in faiz artırımına gitmesinin Çin’in ekonomik büyümesini dizginleyerek petrol talebinin eskisine oranla azalacağı beklentisini kuvvetlendirmesi, öte yandan ABD ekonomisinin yavaşlayacağı, bunun da belli başlı ekonomilerin yavaşlamasına yol açacağı beklentileri fiyatların düşüşünde etkili olmuştur. Ay sonlarına doğru ABD’nin en büyük petrol rafinerilerinin bulunduğu Meksika Körfezi’ne kasırga yaklaştığı haberleri, petrol fiyatlarını 73 dolar/varil seviyesine taşımıştır. Daha sonra yılın ilk kasırgası olarak tanımlanan Ernesto’nun, şiddetini yitirerek tropikal fırtına seviyesine indiği ve Meksika Körfezi’nden uzaklaştığı yönündeki haberlerin fiyatlar üzerinde aşağı yönlü baskı oluşturmasıyla fiyatlar 70 dolar/varil seviyesinin altına inmiştir. Petrol



Kaynak: Reuters

▪ Altın



Kaynak: Reuters

enerji programı konusunun yeniden gündeme gelmesi ve doların değer kaybetmesi ise altın fiyatlarını 635 dolar/ons seviyesine taşımıştır. Petrol fiyatlarının gerilemesiyle 606,8 ons/dolar seviyesine inen fiyatlar, Amerikan Merkez Bankası'nın (Fed) toplantı tutanaklarında faiz artırımı için aceleci davranılmayacağını belirtilmesiyle 617,3 dolar/ons seviyesine çıkmış, ayın son gününde İran'ın BM talebine karşın nükleer çalışmalarını durdurmadığını açıklaması ile birlikte yeniden artarak 626,2 dolar/ons olmuştur. Önümüzdeki dönem altın fiyatlarını etkileyebilecek başlıca gelişmelerin; doların seyri ve İran-Batı ülkeleri arasında yaşanacak gelişmeler olması beklenmektedir. Ortadoğu kaynaklı risklerin artması veya petrol arzında azalma olması durumunda petrol fiyatlarında yaşanabilecek olası bir yükselişin, altın fiyatlarını da tetikleyeceği tahmin edilmektedir.

Diğer kıymetli madenlerdeki ay içinde yaşanan gelişmeler incelendiğinde; küresel büyümeye yönelik endişeler nedeniyle gümüş ve diğer madenlerin fiyatları düşerken, inşaat sektöründe önemli bir girdi olan bakırın fiyatı Şili'de bulunan dünyanın en büyük bakır madeninde yaşanan grev nedeniyle yükselmiştir.

► Uluslararası Menkul Kıymet Piyasaları

	28.07.2006	01.09.2006	Fark
EMBI+	196	195	-1
Brezilya	222	223	1
Arjantin	343	319	-24
Meksika	120	112	-8
Rusya	112	108	-4
Venezüella	197	210	13
Türkiye	246	234	-12

Kaynak: SPK

ABD 10 yıllık Hazine tahvilinin getirisi Ağustos ayı başında inmiş olduğu %4,984 seviyesinden aşağı yönlü seyrine devam etmiş, Eylül ayı başında %4,724'e kadar düşmüştür. Ay ortasında Fed'in faiz artırımına devam edeceği beklentisinin gündeme gelmesiyle %4,999'a kadar çıkan getiri oranı, daha sonra açıklanan ABD enflasyon verilerinin Fed'in Eylül ayında faiz oranını değiştirmeyeceği beklentisini artırmasıyla tekrar düşüş trendine girmiştir. Yaz tatili nedeniyle izinlerin en yoğun olduğu Ağustos ayında işlem hacminin önceki aylara nispeten düşük olduğu

hissedilmiştir. ABD Hazine tahvillerinin getirileri Fed yetkililerinin enflasyonla ilgili kaygılarını dile getirdikleri açıklamalarıyla zaman zaman yükselişe geçmiştir. Getirileri yükselten diğer bir gelişme ise ev satışları verilerinin beklentilerin altında çıkarak ABD ekonomisiyle ilgili kaygıları tetiklemesi olmuştur. Ay sonunda revize edilen 2006 yılı ikinci çeyrek büyüme verisinin endişeleri bir ölçüde gidermesi, FOMC toplantı tutanakları ve istihdam verilerinin ılımlı bir tablo sergilemesi Fed'in faiz artırımına gitmeyeceği beklentisini destekleyen gelişmeler olarak ABD Hazine tahvillerinin getirilerini düşürmüştür.

Gelişmekte olan ülkelerin uluslararası tahvillerinin işlem gördüğü piyasalara bakıldığında ise Ağustos ayı başında, yatırımcıların Fed'in faiz kararını beklemeyi tercih ederek pozisyon açma konusunda isteksiz davrandıkları, böylece bu piyasalarda işlem hacminin düşük olduğu görülmüştür. 8 Ağustos'ta yapılan Fed toplantısında faiz oranının %5,25'te bırakılmasını izleyen haftalarda, Fed'in Eylül ayında da faiz oranını değiştirmeyeceği beklentisinin artması, gelişmekte olan ülke tahvilleri için olumlu bir ortam yaratmıştır. Bu dönemde gelişmekte olan ülke tahvillerinin spreadleri gerilerken, Türkiye'nin 2030 tahvillerinin fiyatı 148.0, getirisi %7,5 olmuş, Rusya'nın 2030 tahvilinin fiyatı 109.6 getirisi ise %6,2 olmuştur. Brezilya tahvillerinin spreadleri, Brezilya Devlet Başkanı'nın Ekim ayındaki seçimlerde yeniden seçileceği beklentileriyle ABD Hazine tahvillerine göre rekor seviyede daralmıştır.

Gelişmekte olan ülke tahvillerine yönelik talebin artmasının bir diğer nedeni ise İsrail ve Hizbullah arasında sağlanan ateşkesin risk algılamalarını bir miktar azaltması olmuştur. Sonuç olarak bu ay yaşanan risk algılamasındaki olumsuzluklar ve global ekonomiye yönelik büyüme endişelerinin devam etmesine karşın yatırımcıların gelişmekte olan piyasalara bakışının değiştiği görülmektedir. Ancak Ortadoğu kaynaklı gerginlik, petrol fiyatlarındaki yükseliş ve global faizlerdeki artışın likiditenin daralmasına yol açacağı endişeleri devam etmektedir. Önümüzdeki dönemde gelişmekte olan ülke piyasalarının Fed'in faiz artırımını etkileyecek tüm makroekonomik verileri yakından izleyerek yön bulması beklenmektedir.

▪ Dünya Borsaları

Ay başında yapılan Fed toplantısında iki yıldır aralıksız olarak artırılan faiz oranının değiştirilmemesi yönünde karar alınması, bütün dünyada hemen hemen bütün borsa endekslerinin yükselmesine neden olmuştur. Gelişmiş ülkelerde borsa endekslerinde zaman zaman görülen düşüslere sebep olan gelişmelerden biri küresel büyümenin yavaşlayacağı beklentisinden en çok etkilenen sanayi şirketlerinin hisselerinin değer kaybetmesi olmuştur. Bu arada Ağustos ayının ikinci haftasında İsrail'in BM aracılığıyla Lübnan'da ateşkes ilan etmesi bütün dünya borsalarında yükselişe yol açmıştır. ABD'de enflasyonun düşüş göstermesi, FOMC (Federal Açık Piyasa

	31.07.2006	04.09.2006	(%) Değişim
AVRUPA			
Cac-40 (Fransa)	5.009	5.183	+3,47
Dax (Almanya)	5.681	5.876	+3,32
FTSE-100 (İngiltere)	5.928	5.949	+0,35
AMERİKA			
Nasdaq (ABD)	2.092	2.193	+4,83
Dow Jones (ABD)	11.200	11.464	+2,36
Bovespa (Brezilya)	37.160	37.329	+0,45
Merval (Arjantin)	1.687	1.677	-0,61
IPC (Meksika)	20.023	21.192	+5,84
ASYA			
Nikkei (Japonya)	15.456	16.134	+4,38
Shanghai Comp (Çin)	1.697	1.664	+1,94

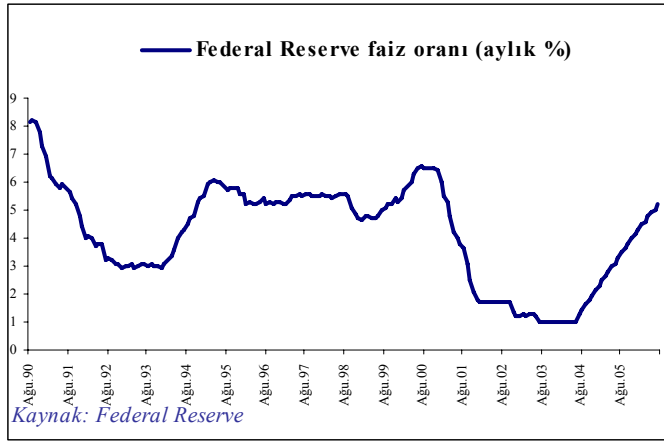
Kaynak: Financial Times, Reuters

gelişmiş ve gelişmekte olan ülke borsaları iç ve dış kaynaklı sektör haberleriyle de düşüş veya yükseliş yaşamışlardır.

Gelişmekte olan ülkeler bazında ay içinde yaşanan önemli gelişmeler incelendiğinde; Çin'de yaşanan faiz artırım kararının Çin borsasını düşürdüğü, Brezilya borsasının ABD'de yaşanabilecek bir ekonomik yavaşlamanın, gelişmekte olan piyasalara yatırımı azaltacağı yönündeki kaygılar ve Brezilya ekonomisinin ikinci çeyrekte keskin bir şekilde yavaşladığını gösteren büyüme verisinin etkisiyle gerilediği görülmektedir. Emtia fiyatlarındaki artıştan olumlu etkilenen Rusya borsası ise ay içinde Paris Kulübüne olan tüm borçlarını kapatmasından aldığı destekle enerji şirketi Gazprom'un önderliğinde yükselmiştir.

ABD Ekonomisi Resesyona mı Giriyor?

1980’li yıllardan günümüze kadar üç önemli kriz atlatan ABD ekonomisinin bu dönemde karşılaştığı ilk büyük kriz “Kara Pazartesi” olarak anılan ABD borsalarının tarihlerindeki en büyük düşüşlerden birini yaşadığı 1987’deki finans krizidir. Bu krizin ardından, o zamana kadar çeşitli parasal büyüklükleri (örneğin borç alınan rezerv oranı) hedefleyen bir para politikası izleyen ABD Merkez Bankası (Fed), krize rağmen ekonomik büyümenin devam ettiğini görmüş, böylece herhangi bir parasal büyüklüğü hedeflemekten vazgeçerek, gösterge faiz oranını hedefleyen bir politika uygulamaya başlamıştır. Fed, 1990’lardan günümüze kadar faiz oranını belirlerken enflasyonist baskıları kontrol altında tutacak şekilde hareket etmiş, bu amaçla pek çok ekonomik göstereyi dikkate alan bir politika izlemeye başlamıştır. 2000 yılının sonlarına doğru ABD borsasında, teknoloji şirketlerinin hisselerinin aşırı değerlenmesi sonucu oluşan balonun patlamasıyla girilen resesyona ve 11 Eylül saldırılarının yarattığı kısa süreli şok ile test edilen bu politikadan, günümüze kadar vazgeçilmemiştir. Bu

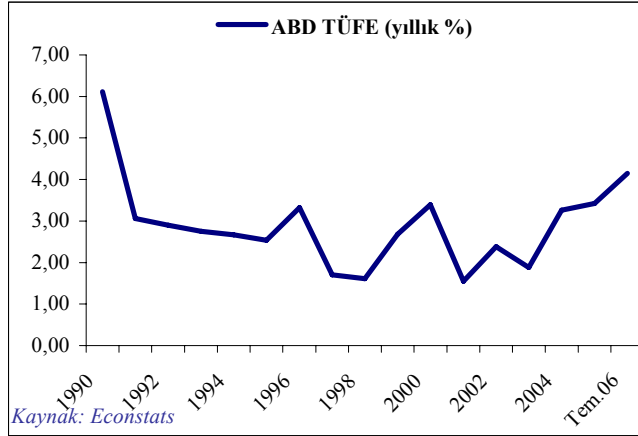


çerçevede Fed, enflasyonist baskıların arttığı dönemlerde faiz oranını yükseltirken, ekonomik durgunluk dönemlerinde faizleri düşürmektedir. Fed, 1990 yılının başında faiz oranını %8’lerden, özellikle 1991 yılında hız kazanan kademeli bir indirimle %3’lere kadar indirmesinin ardından, 1993’te verilen aradan sonra 1995 itibariyle %6’ya kadar çıkarmıştır. 1996 ve 1997 yılları arasında enflasyonist beklentilere göre faiz oranı kısa süreli olarak düşürülmüş veya artırılmıştır. 1998 yılında ise Asya Krizi’nin global etkilerinden korunmak için üç kez indirilen faiz oranı, 1999-2000 yılları arasında olumlu ekonomik koşullar ve enflasyonun artması ihtimali nedeniyle %4,75’ten %6,50’ye

kadar çıkarılmıştır.

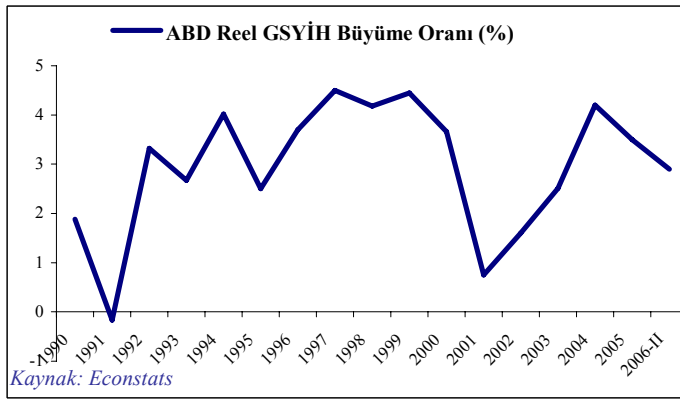
2000-2001 yıllarında yaşanan resesyona ardından Fed, ekonominin yavaşlamasını önlemek için ABD ekonomisinin belirgin bir büyüme trendine girdiği 2004 yılına kadar faiz indirim politikası uygulamış, faiz oranı %1’e kadar düşürülmüş, ardından, Fed’in Haziran 2004’ten itibaren aralıksız 17 kez faiz artırım kararı aldığı bir süreç başlamıştır. Ekonomik canlanmanın kesintisiz bir şekilde devam ettiği, fakat Fed’in enflasyon kaygısının ön planda olduğu bu dönem geçtiğimiz Temmuz ayında yapılan son FOMC (Federal Açık Piyasa Komitesi) toplantısına kadar devam etmiştir. Bu toplantıda Fed, enflasyonda artış görülmesine rağmen GSYİH verilerinin ekonominin yavaşladığına işaret etmesi ve istihdamda azalış gözlenmesi nedeniyle faiz artırmama kararı almıştır. Fed tarafından yapılan açıklamada enflasyon verilerinin henüz yeterli bilgi içermediğinin düşünüldüğü, şimdiye kadar yapılan faiz artırımlarının ve petrol fiyatlarındaki artışın enflasyon üzerindeki gecikmeli etkilerinin ve ABD ekonomisinin canlılığını korumasında önemli bir payı bulunan emlak sektöründeki yavaşlamanın etkilerinin gözlemlenebilmesi için faiz artırımına ara verildiği bildirilmiştir. Bu kararın yanısıra, ekonomik verilerin sergilediği karmaşık seyir son bir kaç aydır ekonomistler arasında tartışılmakta olan ABD ekonomisinin resesyona girmek üzere olduğu tezinin daha yoğun bir şekilde gündeme gelmesine neden olmuştur.

Ekonomik resesyona tartışılmaya başlanmasına neden olan veri tablosuna bakıldığında Temmuz ayında açıklanan büyüme, enflasyon ve işsizlik verilerinin çelişkili bir görünüm arzettiği görülmektedir. 2006’nın ilk çeyreğinde %5,6 olarak açıklanan GSYİH büyüme oranı ikinci çeyrekte %2,9 olarak gerçekleşmiş, %3-3,5 aralığında bir büyüme hedefleyen Fed’in öngörüsünün dışına çıkarak ekonominin ani ve aşırı bir şekilde soğuması olasılığını ortaya çıkarmıştır. Öte yandan gıda ve enerji dışı tüketim harcamalarına göre fiyat artışını yansıtan çekirdek PCE endeksi Temmuz ayında yıllık bazda %2,4’e çıkarak Eylül 2000’den beri en yüksek düzeyine ulaşmıştır. Fed tarafından enflasyon göstergesi olarak tercih edilen endeks olan çekirdek PCE, Fed’in hedef aralığı olan %1-2’nin üzerinde kalmıştır. İşsizlik ise artması beklenirken artmamış, istihdamda ve saatlik ücretlerde artış meydana gelmiştir. Normal koşullarda ekonomi yavaşlarken enflasyonun düşmesi, işsizliğin artması beklenirken, açıklanan veriler gerçekleşenin bu olmadığını göstermiştir. Bu durum karşısında Fed enflasyonist baskılar karşısında tetikte olduğunu sonraki aylarda açıklanacak ekonomik verilerin ne yönde hareket edeceğini çok yakından izlediğini belirtmektedir.



Fed yetkililerince verilmeye çalışılan ılımlı mesajlara karşılık ekonomistlerin ABD ekonomisinin resesyona gireceği yönündeki uyarıları devam etmektedir. Ekonominin yavaşlayacağı konusunda hemfikir olan ekonomistler, durgunluğun boyutları konusunda farklı görüşler dile getirmektedir. Bazı ekonomistler ABD ekonomisinin yumuşak bir iniş sürecinin ardından yavaşlayacağını beklerken, başta, danışmanlık şirketi Roubini Global Economics'in Başkanı ve aynı zamanda New York Üniversitesi'nde profesör olan Nouriel Roubini olmak üzere diğer bazı ekonomistlerse ABD ekonomisinde önce sert bir yavaşlamanın meydana geleceğini, ardından

da ekonominin resesyona gireceğini öne sürmektedirler. Bu görüşe göre, resesyonu tetikleyecek olan başlıca üç faktör bulunmaktadır; emlak sektöründeki yavaşlama, yüksek petrol fiyatları, yükselen faiz oranları. Bu faktörler halen yüklü bir şekilde borçlanmış bulunan ve reel ücretleri düşmüş olan ABD'li tüketicileri ciddi şekilde olumsuz etkileyecektir.



Ekonomistleri özellikle emlak sektörü dolayısıyla bir hayli endişelendiren tablonun arkasındaki gerçeklerden biri 2001 yılından beri ekonomik canlanmada en büyük etken olarak gösterilen mortgage piyasası ve emlak sektörünün, ABD'de tüketim harcamalarının finansmanında başlıca kaynak olmasıdır. Düşük faiz oranları ve uygun kredi koşulları nedeniyle ortaya çıkan servet etkisiyle tüketim gelirden daha hızlı artmış, hanehalkı tasarruf oranı negatif düzeye inmiştir. Dolayısıyla emlak sektöründe korkulduğu gibi bir çöküş meydana gelmesi halinde, 2001 yılında meydana gelen teknoloji

hisselerinin aşırı değerlendirilmesi sonucu oluşan borsa balonunun patlamasından daha büyük olumsuz sonuçlar meydana gelecektir. Örneğin, ev fiyatlarındaki düşüşün tüketim üzerinde yol açacağı negatif servet etkisi teknoloji hisselerindeki çöküşün servet etkisinden daha ciddi boyutta olacaktır. Çünkü teknoloji hisselerinin çöküşünden, toplumun daha küçük bir bölümü etkilenmişken, emlak sektöründeki muhtemel bir çöküşten bütün ev sahipleri etkilenecektir. Ayrıca, 2001 yılında atlatılmaya başlanan resesyondan sonra ekonomik canlanma sürecinde yaratılan yeni istihdamın büyük bölümü emlak sektöründe yer almış, emlak sektöründe çalışanlar toplam istihdamın %30'una kadar çıkmıştır. Bu bakımdan tüketimin yanısıra istihdam da emlak sektöründeki olası bir çöküşten büyük ölçüde etkilenecektir.

Diğer yandan dayanıklı malların tüketimi halihazırda azalmaya başlamışken, yazılım ve donanım yatırımlarındaki artışın inşaat sektörüne yapılan yatırımlarda ve tüketim harcamalarındaki azalmayı bir ölçüde takviye etmesi beklenirken, aksine bu alanlardaki yatırımların da düştüğü görülmektedir. Ayrıca tasarruf oranının düşük düzeyde olması da yatırımlar açısından olumsuz bir tablo oluşturmaktadır.

Ekonomistler Fed'in 2006 sonbaharı veya 2007 kışından itibaren faiz oranını düşürmeye başlayacağını, fakat bunun resesyonu önleyemeyeceğini ileri sürmektedirler. Bunun sebeplerinden biri olarak, tüketim harcamalarının emlak sektöründeki çöküş ilerledikçe, faiz oranına daha duyarlı hale geleceği gösterilmektedir. Ayrıca Fed'in, yüksek enflasyona karşılık ekonomik büyümenin durduğu stagflasyon ortamına girilmesi halinde alacağı önlemler için çok geç kalındığını öne süren ekonomistler, ABD ekonomisinin 2000-2001 yıllarında yaşadığı nispeten kısa süren durgunlukta uygulanan politikayı örnek göstermektedirler. Buna göre enflasyonun artmasından endişe duyarak Haziran 1999 ile Mayıs 2000 arasında toplam 175 baz puanlık faiz artırımını yapan ve böylece faiz oranını %6,5'e kadar çıkaran Fed, büyümenin ciddi ölçüde yavaşlamakta olduğunu farkettiği Ocak 2001'den itibaren faiz oranını düşürmeye başlamış, fakat ekonominin resesyona girmesine engel olamamıştır.

Benzer şekilde şu anda da Fed'in faiz artırımına ara vermesinin ve sonbaharda politika değiştirerek genişletici para politikası uygulamaya başlamasının yetersiz kalacağı öne sürülmektedir. Fed'in sonbaharda bir faiz indirimine gitmesi halinde sadece 25 veya 50 baz puanlık bir indirimle yetineceği, bunun ise hanhalklarının borç yükünü hafifletmeye yetmeyeceği belirtilmektedir.

ABD ekonomisinin resesyona girmesi durumunda dünya ekonomisinin nasıl etkileneceği konusunda da farklı görüşler mevcuttur. Bir görüşe göre ekonomileri hızla büyüyen Çin, Japonya, Avrupa Birliği ve Güney Kore gibi bir çok Asya ülkesinin, ABD ekonomisindeki yavaşlamayı hissettirmeyeceği öne sürülmektedir. Roubini'nin de yer aldığı diğer bir grup ekonomist ise, ABD ekonomisindeki resesyona başta Çin, Uzakdoğu ve Latin Amerika Ülkeleri olmak üzere ABD ile ticari bağları bulunan bütün ülkelerde büyümeyi yavaşlatarak zincirleme bir etkiyle hızla yayılacağını, risk primlerinin yükseleceğini, bu durumdan en çok yüksek cari açık veren ülkelerin etkileneceğini belirtmektedir. ABD'deki olası resesyona küresel büyümede ciddi ölçüde düşüşe yol açarak entegrasyonun ve fon akım hızının yüksek olduğu finansal piyasalarda sistematik bir krize yol açması hiç de zor görünmemektedir.

Greenspan - Bernanke farkı

Resesyon tartışmalarının artarak devam ettiği bir ortamda, görevdeki altıncı ayını dolduran yeni Fed Başkanı Bernanke'nin, 18 yıl Fed başkanlığı yapmış olan tecrübeli ve yetenekli eski Başkan Greenspan'ı aratıp aratmayacağı tartışılmaktadır. Fed'in başına gelen en başarılı Başkan olarak gösterilen Greenspan döneminde enflasyon düşük kalmış ve nispeten kolay atlatılan ılımlı iki bunalım yaşanmıştır; ki bunlardan biri ABD tarihindeki en büyük borsa balonunun patlamasıdır. 11 Eylül saldırıları ve petrol fiyatlarının üç kat artması da önemli engeller oluşturmuşlardır. Greenspan taraftarları bu bunalımların atlatılmasını Greenspan döneminde Fed'in kredibilitésinin artmış olmasına bağlarken, esnek ücret ve fiyatlar, ABD'ye göçün artmış olması, bankacılık sisteminin daha güçlü hale gelmesi ve globalleşmenin diğer etkileri nedeniyle ekonominin şoklar karşısındaki esnekliğinin artmış olması diğer bazı analistlerce gerçek neden olarak gösterilmektedir. Greenspan'ın en büyük başarısı olarak 1990'ların ikinci yarısında hızlı bir ekonomik büyüme sağlayan verimlilik artışı gösterilmektedir. Ancak ABD ekonomisinin son yıllarda güçlü bir büyüme sergilemesinin esas nedeni parasal etkenlerdir. Zira Fed yıllarca reel faiz oranlarını negatif düzeyde tutabilmiştir. Globalizasyon ve teknolojik ilerlemeler mal fiyatlarının yükselmesine engel olmuş, düşük faiz oranları enflasyon artışına yol açmamış, onun yerine önce hisse senetlerinin şimdi ise ev fiyatlarının yükselmesine neden olmuştur. Kısacası Greenspan yönetimindeki Fed varlık fiyatlarının yükselmesine izin vermiştir. Esas sorun ise varlık fiyatlarındaki artışın ekonomiye etkileridir. Hanhalkları kredi ile aldıkları evlerini ipotek ederek tekrar borçlanabilmiş, böylece gelirlerinin üzerinde bir harcama imkanına kavuşmuşlardır. Sonuç olarak GSYİH artmış, bunun bedeli ise kişisel tasarrufların negatif düzeye inmesi, hanhalkı borç yükünün artması ve büyük bir cari açık olmuştur. Greenspan politikaları, Amerikan Halkı'nın güçlü talebi ve ithalat iştahı yoluyla globalleşmeyi desteklemiştir.

Greenspan dönemine ilişkin tartışmalı bir konu da Fed'in 2000-2001 yıllarında borsa balonunun patlamasına müdahale etmemek konusunda doğru davranıp davranmadığıdır. Greenspan hızlı fiyat artışlarının zamanında tespitinin mümkün olmadığını ve faiz oranlarının kesin bir müdahale aracı olmaması nedeniyle bu tür durumlardan önce fiyatların kendi kendine ulaşabileceği en yüksek seviyeye ulaşmasına izin vermenin, ardından da ekonomiyi desteklemek için para politikasını gevşetmenin en iyi yol olduğunu savunmuştur.

Muhtemel bir resesyon mücadelesiyle karşı karşıya olduğu tartışmasız olan yeni Fed Başkanı Bernanke'nin, göreve başladığından beri Fed politikalarında nasıl bir değişiklik yapacağı tartışılmaktadır. 1980'lerde para politikasıyla ilgili bilgiler çıkarsama yoluyla elde edilmeye çalışılırken, Greenspan dönemiyle birlikte faiz kararları açıklanmaya ve Fed piyasaları yönlendirmeye başlamıştır. Dahası Greenspan, izleyen dönemde ne yönde bir politika izleneceğini de piyasaların zamanla alıştığı gizli mesajlarla bildirmeye başlamıştır. Greenspan'ın ağırlığı nedeniyle Fed yönetimi fazla kişiselleşerek neredeyse tek kişilik bir yönetim görüntüsü vermeye başlamıştır. Sonuçta, Fed takdire bağlı politika uygulamasında dünyadaki en başarılı örneği sergilemiştir. Buna karşılık Bernanke, enflasyon hedeflemesi konusunda kesin görüşleri olduğu bilinen saygın bir parasalci ekonomisttir. Ancak politika yapıcılığı konusunda fazla tecrübeli değildir. Piyasaların alıştığı tek kişilik takdire bağlı bir politika izleyeceğine dair bariz kuşku mevcuttur. Nitekim göreve geldiğinden beri Fed'in enflasyon artışı karşısındaki hassasiyetinden ödün vermez bir tavır sergilemiş, yaptığı açıklamalarla piyasaları manipüle etmekten kaçınmıştır. Bu şekilde, eski Başkan Greenspan'den farklı bir tavır sergileyen Bernanke'nin emlak sektöründeki yavaşlamanın neden olması beklenen resesyona karşısında da Greenspan'ın uygulayabileceğinden farklı ve başarılı sonuçlar veren bir tutum sergileyip sergilemeyeceği ise zaman içinde görülecektir.

MAKROEKONOMİK GÖSTERGELER					
	2004	2005	En Son Yayımlanan		2006 HEDEF
GSYİH (Cari Fiyatlarla, Milyon YTL)	430.511	487.202	107.193	(2006 I. Çeyrek)	536.259
GSYİH (Cari Fiyatlarla, Milyar Dolar)	300.6	361.5	80.4	(2006 I. Çeyrek)	364.9
Kişi Başına GSYİH (Dolar)	4.187	5.016			4.981
GSYİH Büyüme Oranı (%)	8,9	7,4	6,4	(2006 I. Çeyrek)	5,0
Sanayi Üretim Endeksi Yıllık Değişim Oranı (%)	9,9	5,3	11,4	(Haziran-2006)	
Kapasite Kullanım Oranı (%)	81,5	80,3	82,2	(Temmuz-2006)	
İşsizlik Oranı (%)	10,3	10,3	8,8	(Mayıs-2006)	10,0
Fiyat Gelişmeleri					
TÜFE (Yıllık % Değişim)	9,32	7,72	10,26	(Ağustos 2006)	5,0
ÜFE (Yıllık % Değişim)	13,84	2,66	10,32	(Ağustos 2006)	
Parasal Göstergeler (Milyon YTL)					
M1	28.793	41.759	44.726	(18.08.2006)	
M2	108.539	153.146	175.893	(18.08.2006)	
M2Y	184.404	229.587	263.970	(18.08.2006)	
Emisyon	13.465	19.612	23.188	(01.09.2006)	
TCMB Brüt Döviz Rezervleri (Milyon \$)	36.006	48.320	57.114	(25.08.2006)	
Döviz Kuru					
Dolar/YTL	1.3421	1.3430	1.4577	(04.09.2006)	
Euro/YTL	1.8268	1.5904	1.8743	(04.09.2006)	
Kur Sepeti (1\$+0.77Euro)	2.7487	2.5676	2.9009	(04.09.2006)	
Euro/Dolar	1.3612	1.1842	1.2858	(04.09.2006)	
Dolar/Yen	102.68	117.88	116.20	(04.09.2006)	
TÜFE Bazlı Reel Kur Endeksi	140.60	171.20	147.1	(Temmuz.2006)	
Faiz Oranları					
TCMB O/N (Borç Alma)	18,00	13,50	17,50		
TRILIBOR O/N	20,18	15,08	17,5056	(07.08.2006)	
Ödemeler Dengesi (Milyon \$)					
Cari İşlemler Açığı	-15.543	-22.852	-18.655	(Ocak - Haziran)	-22.000
İthalat	97.540	116.048	76.879	(Ocak - Temmuz)	124.400
İhracat	63.167	73.122	46.485	(Ocak - Temmuz)	79.000
Dış Ticaret Açığı	-34.373	-42.926	-30.394	(Ocak - Temmuz)	-45.400
Kamu Ekonomisi (Milyon YTL)					
Bütçe Gelirleri	110.720	134.819	98.950	(Ocak - Temmuz)	163.041
Bütçe Giderleri	141.020	144.562	98.495	(Ocak - Temmuz)	172.244
Bütçe Açığı	-30.300	-9.743	455	(Ocak - Temmuz)	9.203
Faiz Dışı Fazla	26.188	35.936	29.092	(Ocak - Temmuz)	37.057
Borç Stoku Göstergeleri					
Merkezi Yönetim İç Borç Stoku (milyar YTL)	224.5	244.8	249.7	(Temmuz-2006)	
Merkezi Yönetim Dış Borç Stoku (milyar YTL)	92.0	86.8	96.8	(Temmuz-2006)	
Kamu Net Borç Stoku	272.2	271.5	263.8	(2006 I. Çeyrek)	
İMKB					
İMKB-100	24.971	39.777	38.139	(04.09.2006)	

TÜRK BANKACILIK SEKTÖRÜ				
(Milyon YTL)	2004	2005	May.06	Haz.06
Toplam Aktif	306.464	396.962	444.226	455.246
Nakit Rezervler	32.867	46.751	41.059	44.785
Krediler	99.396	149.937	187.244	195.282
Menkul Değerler Portföyü	123.680	143.016	160.676	159.674
Mevduat	191.065	243.121	280.374	281.764
Mevduat Dışı Kaynaklar	70.423	100.108	111.707	122.558
Özkaynaklar	45.975	53.733	52.145	50.924
Net Dönem Karı	6.337	5.711	4.204	4.998
Seçilmiş Rasyolar %				
Kredi / Mevduat	52,0	61,7	66,7	69,3
Men.Değ.Port. / Mevduat	64,7	58,8	57,3	56,7
Özkaynak Karlılığı	13,8	11,8	8,1	9,8
Aktif Karlılık	2,0	1,4	0,9	1,1
Sermaye Yeterlilik Rasyosu	28,2	24,2	19,4	18,6

ULUSLARARASI EKONOMİK GÖSTERGELER				
	2004	2005	En Son Yayımlanan	
Uluslararası Piyasalar				
Altın (ons) \$	438,00	513,70	638,20	(05.09.2006)
Petrol (Varil) \$	40,40	58,70	69,15	(05.09.2006)
Borsa Endeksleri				
NASDAQ (ABD)	2.175	2.232	2.205	(05.09.2006)
DOW JONES (ABD)	10.783	10.888	11.469	(05.09.2006)
NİKKEİ (JAPONYA)	11.488	14.872	16.264	(05.09.2006)
DAX (ALMANYA)	4.256	5.193	5.867	(05.09.2006)
BOVESPA (BREZİLYA)	29.196	31.916	37.367	(05.09.2006)
MERVAL (ARJANTİN)	1.375	1.554	1.679	(05.09.2006)
ABD 10 Yıllık Hazine Tahvili Getirisi (%)	4,220	4,390	4,7789	(05.09.2006)
Türkiye 2030 Vadeli Eurobond Getirisi (%)	8,720	7,130	7,374	(05.09.2006)
Eurobond Spread'leri (Puan)				
Türkiye	270	214	234	(Ağustos 2006)
Arjantin	4.811	498	319	(Ağustos 2006)
Rusya	222	109	108	(Ağustos 2006)
Brezilya	421	285	223	(Ağustos 2006)
Meksika	168	123	112	(Ağustos 2006)

Ekonomik Araştırmalar Birimi

Hülya Yılmaz	Servis Yöneticisi	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.