

# EKONOMİK GÖRÜNÜM

Haziran 2007

- ✓ **Para Politikası Kurulu 14 Mayıs tarihli toplantısında politika faizini %17.50'de sabit tutma kararı almıştır**  
Para Politikası Kurulu'nun (PPK) 14 Mayıs tarihinde yaptığı toplantıda, beklentilerle uyumlu olarak, temel politika aracı olan kısa vadeli faiz oranlarının son 9 PPK toplantısında olduğu gibi değiştirilmemesine karar verilmiştir.
- ✓ **Mayıs ayında enflasyon TÜFE'de %0.50, ÜFE'de %0.39 artış gösterirken, yıllık artışlar TÜFE'de %9.23'e, ÜFE'de %7.14'e gerilemiştir**  
Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) verilerine göre, Mayıs ayında Tüketici Fiyatları Endeksi (TÜFE) %0.50, Üretici Fiyatları Endeksi (ÜFE) %0.39 artış göstermiştir. Geçen yıl Mayıs ayının yüksek baz etkisi nedeniyle, yıllık enflasyon TÜFE'de %9.23; ÜFE'de %7.14 olarak gerçekleşmiştir.
- ✓ **Cari işlemler açığı gerilemeye devam ediyor**  
Temel olarak dış ticaret açığından kaynaklanan cari işlemler açığındaki düzelme, Mart ayında da devam etmiştir.
- ✓ **İhracat güçlü seyrini devam ettiriyor**  
Yükselen ihracat performansı dış ticaret açığı ile ilgili endişeleri azaltırken, petrol fiyatlarındaki olası bir artış, dış ticaret açığını yükseltebilecek bir tehdit olarak görülmektedir.
- ✓ **Analiz: İhracatın artış nedenleri**
- ✓ **Yılın ilk üç ayında 3.3 milyar YTL olan bütçe açığı, yılın ilk dört ayı itibariyle 5.4 milyar YTL'ye yükselmiştir**  
Merkezi Yönetim Bütçesi Nisan ayında, sermaye giderlerindeki %91.4'lük ve mal ve hizmet alımlarındaki %37.1'lik artışın etkisiyle 2 milyar YTL açık vermiştir. Böylece, yılın ilk üç ayında 3.3 milyar YTL olan açık, yılın ilk dört ayı itibariyle 5.4 milyar YTL'ye ulaşmıştır.
- ✓ **Hazine, IMF ile yürütülmekte olan stand-by düzenlemesinin 6. gözden geçirmesine ilişkin Niyet Mektubu'nu açıkladı**
- ✓ **Son açıklanan veriler üretim ve talep koşullarında önemli bir değişiklik olmadığını gösteriyor. 2006 yılının son çeyreğinde belirginleşen ve 2007 yılının ilk çeyreğinde devam eden eğilim sürüyor**
- ✓ **Analiz: Bankacılık sektöründe, 2007 yılının ilk çeyreği itibariyle özkaynaklar büyümeye devam etmiştir**
- ✓ **ABD ekonomisinin yılın geri kalanında daha iyi bir büyüme performansı göstermesi beklenirken, enflasyonist risklerin devam etmesi, FED'in 2007 yılında faiz indirimine gitmeyebileceği beklentisinin ağırlıkta olmasına neden olmakta**  
ABD ekonomisinin görünümüyle ilgili değerlendirmelerin olumluya dönmesi, FED'in faiz indirimine gideceği beklentisini azaltırken, ABD tahvillerinin getirileri bir hayli yükselmiş, borsalardan çıkışlar yaşanmış ve ABD doları değer kazanmıştır.
- ✓ **Analiz: Çin borsasındaki gelişmelerin dünya piyasalarına etkisi**  
Global anlamda enflasyon oranlarının kontrol edilmesinde kritik rol oynayan Çin ekonomisinde varlık piyasasında ortaya çıkan aşırı değer artışları dikkat çekmektedir.
- ✓ **Gelişmekte olan ülke tahvilleri, Çin borsalarının yarattığı tedirginlik ve gelişmiş ülke merkez bankalarının faiz artırımına devam edecekleri yönündeki kaygılarla gerilemiştir**  
Global faiz artırımlarının devam edeceği kaygısı gelişmekte olan ülke piyasalarından çıkışlar yaşanmasına neden olmuştur.

## Para Politikası Kurulu, 14 Mayıs tarihli toplantısında politika faizini %17.50'de sabit tutma kararı almıştır

TCMB O/N Faiz Oranları		
	Borç Alma	Borç Verme
02.01.2006	13.50	16.50*
28.04.2006	13.25	16.25
08.06.2006	15.00	18.00
26.06.2006	17.25	20.25
28.06.2006	17.25	22.25*
<b>21.07.2006</b>	<b>17.50</b>	<b>22.50</b>

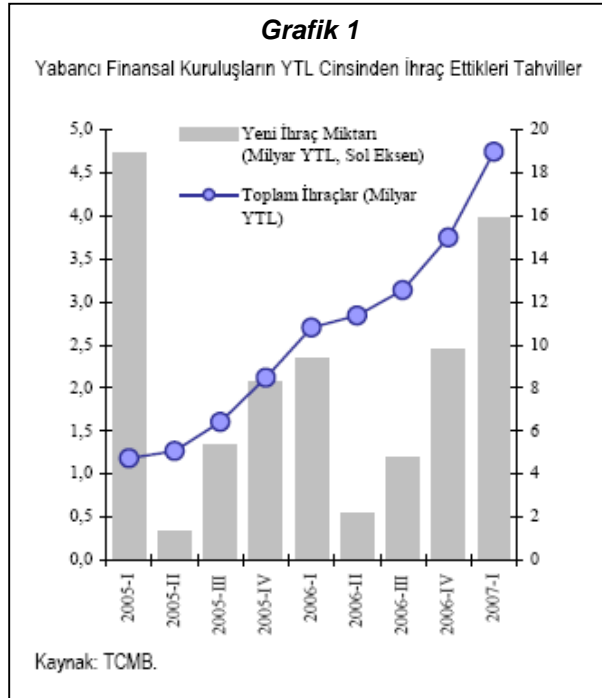
\*Teknik Düzenleme  
Kaynak: TCMB

Para Politikası Kurulu'nun (PPK) 14 Mayıs tarihinde yaptığı toplantıda, beklentilerle uyumlu olarak, temel politika aracı olan kısa vadeli faiz oranlarının son 9 PPK toplantısında olduğu gibi değiştirilmemesine karar verilmiştir. Bu kararla, Merkez Bankası gecelik borçlanma faizi %17.50; borç verme faizi ise %22.50 düzeyinde sabit tutulmuştur.

PPK, toplantının ardından yaptığı açıklamada, mevcut verilerin Nisan Enflasyon Raporu'nda sunulan görünümü desteklemekte olduğu değerlendirilmiştir. Nisan Ayı Para Politikası Raporu'yla paralel açıklamalar yapan Kurul, Nisan Ayı Tüketici Fiyatları artışında, dayanıklı tüketim malları ve hizmet fiyatlarının artış hızlarındaki yavaşlamaya rağmen, giyim fiyatlarındaki yüksek artışların etkili olduğunu belirtmiştir.

Kurul ayrıca, enflasyonun aşağı inme konusunda beklenenden daha güçlü bir direnç göstermesini önemli bir risk unsuru olarak görürken, orta vadeli enflasyon beklentilerinin henüz hedeflerle uyumlu hale gelmemesinden dolayı, para politikasında sıkı duruşun devam edeceği açıklamasını yinelemiştir.

Kurul, son dönemde gerçekleşen ekonomik gelişmeler doğrultusunda, enflasyonda yılın ikinci çeyreğinden itibaren beklenen düşüşün ilk işaretlerinin Nisan ayında alındığını ve önümüzdeki dönemde bu düşüşün belirginleşeceğini, fakat buna rağmen, enflasyonun hedefe yaklaşma hızını etkileyebilecek risklerin var olduğunu belirtmiştir. Ayrıca, seçim dönemindeki hükümet harcamalarıyla ilgili belirsizliklere dikkat çekilerek, faiz dışı bütçe harcamalarında gözlenen artışların devam etme olasılığının risk unsuru olabileceği, gelirler politikasındaki ayarlamaların ve kamu kesimi faiz dışı harcamalarının dikkatle takip edildiği vurgulanmıştır. Buna ek olarak, son dönemde uluslararası likidite koşulları ve risk iştahının gelişmekte olan ülkeler lehine olmasına rağmen, küresel ekonomiye ilişkin belirsizliklerin devam etmesi nedeniyle, Merkez Bankası'nın, orta vadeli enflasyon görünümünü tehdit edebilecek şoklara karşı gerekli politika tepkisini vereceği açıklaması yapılmıştır.



Kurul'un yaptığı değerlendirmede, yabancı finansal kuruluşların net YTL tahvil ihraçlarının devam etmesi ve özelleştirme gelirlerinin güçlü seyretmesi nedeniyle, finansal sistemdeki krediye dönüştürülebilir fon arzının genişlemekte olduğu ve bu gelişmelerin kredi faizleri üzerinde aşağı yönlü bir baskı oluşturmakta olduğu belirtilmiştir. Ancak para politikasının mevcut sıkı duruşunu koruması ve süregelen belirsizlik algılamalarının kredi talebini sınırlamaya devam etmekte olduğu açıklaması yapılmıştır. Bu doğrultuda önümüzdeki dönemde tüketici kredilerinde yeni bir ivmelenme beklenmediği bildirilmiştir. Kurul'un bu değerlendirmelerinin Nisan ayı Enflasyon Raporu'na paralel olduğu görülmektedir. Kurul, Nisan ayı Enflasyon Raporu'nda, yabancı finansal kuruluşların YTL tahvil ihraçlarının olumlu seyretmesinin, bankaların yurt dışından YTL cinsi borçlanma imkanlarına katkıda bulunduğu açıklamasını yapmıştı. (Grafik 1) Raporda ayrıca, son dönemde iç piyasada likiditenin artış eğiliminde olmasının ve dış borçlanma imkanlarının olumlu seyrinin, kredi arz koşullarını olumlu etkilediği belirtilmiştir.

Kurul, iç talepteki yavaşlamanın sürmekte olduğunu, fakat dış talebin gücünü koruduğunu ifade etmiştir. Son dönemde ham petrol ve emtia fiyatlarındaki yükselişlerin, ithal girdi maliyetleri kanalıyla enflasyona baskı oluşturduğuna da değinen Kurul, söz konusu fiyat hareketlerinin enflasyon görünümü açısından yakından takip edildiğini belirtmiştir.

## TÜFE Mayıs ayında %0.50 artış gösterirken, yıllık artış %9.23'e gerilemiştir

% Değişim (2003=100)	TÜFE Mayıs.2007	ÜFE Mayıs.2007
Bir önceki aya göre	0.50	0.39
Bir önceki yılın Aralık ayına göre	4.12	3.09
Bir önceki yılın aynı ayına göre	9.23	7.14
On iki aylık ortalamalara göre	10.24	10.95
Kaynak:TÜİK		

Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) verilerine göre, Mayıs ayında Tüketici Fiyatları Endeksi (TÜFE) %0.50, Üretici Fiyatları Endeksi (ÜFE) %0.39 artış göstermiştir. Geçen yılın aynı ayında finansal piyasalarda yaşanan çalkantıların ve kurlardaki yükselişin etkisiyle oldukça yüksek gerçekleşen enflasyon verilerinin yerini bu yıl daha düşük enflasyon verilerinin alması, yıllık

bazda enflasyonun önceki aylara kıyasla daha düşük gerçekleşmesine neden olmuştur. Böylelikle, yıllık bazda TÜFE, geçen yılın Mayıs ayına göre %10.72'den %9.23'e; ÜFE ise %9.68'den %7.14'e gerilemiştir. Yıllık enflasyondaki iyileşmeye rağmen, %4 olan yıl sonu hedefi Mayıs ayı itibariyle aşılarak, beş aylık enflasyon TÜFE'de %4.12, ÜFE'de ise %3.09 olarak gerçekleşmiştir.

Mayıs 2007'de Ana Harcama Gruplarının Enflasyona Yaklaşık Katkıları	Aylık Değişime	Yıllık Değişime
Gıda ve alkolsüz içecekler	-0.47	3.03
Alkollü içecekler ve tütün	0.00	0.51
Giyim ve ayakkabı	0.89	0.52
Konut	0.06	2.13
Ev eşyası	0.13	0.90
Sağlık	0.00	0.13
Ulaştırma	0.01	0.94
Haberleşme	-0.01	0.01
Eğlence ve kültür	-0.06	0.13
Eğitim	0.01	0.17
Lokanta ve oteller	0.05	0.70
Çeşitli mal ve hizmetler	-0.03	0.12
Kaynak: TÜİK verileri kullanılarak hesaplanmıştır		

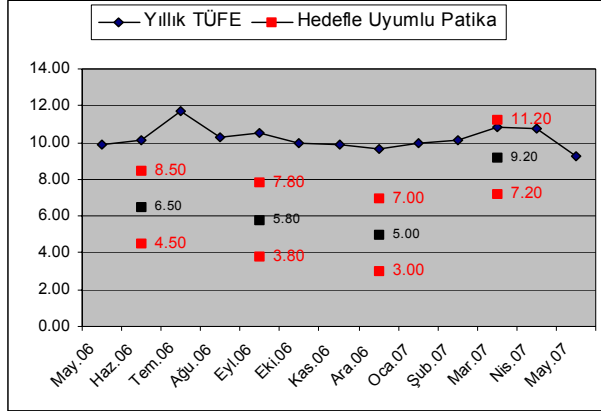
Ana harcama grupları itibariyle enflasyon gelişmeleri incelendiğinde, en yüksek artışın, bir önceki aya göre %11.35 fiyat artışının görüldüğü giyim ve ayakkabı grubunda gerçekleştiği görülmektedir. Söz konusu artış, aylık TÜFE'ye 0.89 puanlık katkı yapmıştır. Bu gruptaki yıllık fiyat artışı 2005 yılının Haziran ayından bu yana görülen en yüksek artıştır. Ev eşyası ana harcama grubunda görülen %1.85'lik aylık artış TÜFE'ye 0.13 puanla ikinci en yüksek katkıyı yapmıştır. Enflasyonun Mayıs ayında görece olarak düşük gerçekleşmesinde, TCMB Mayıs Ayı Fiyat Gelişmeleri'nde belirtildiği gibi gıda ve alkolsüz içecekler ana harcama grubunda gerçekleşen düşüş etkili olmuştur. Gıda ve alkolsüz içecekler grubunda Mayıs ayında bir önceki aya göre %1.66'lık düşüş, TÜFE'ye 0.47 puanlık negatif katkı yapmıştır. Gıda fiyatları dışında, Mayıs ayında TÜFE'nin beklentilerin altında kalmasında etkili olan bir diğer ana harcama grubu, %1.78'lik fiyat düşüşünün kaydedildiği eğlence ve kültür grubu olmuştur. Mayıs ayında kurlardaki

gerileme nedeniyle paket tur fiyatlarında %3.3'lük bir azalma gözlenmiştir. Bu azalma, geçmiş yıllarda Mayıs ayında mevsimsel olarak paket tur fiyatlarındaki yüksek artışı frenlemiş; böylelikle eğlence ve kültür ana harcama grubunda geçmiş senelerde görülen yüksek enflasyonu engellemiştir. Diğer düşüş gösteren ana harcama grupları ise, haberleşme, eğitim ve çeşitli mal ve hizmetler olmuştur. Gıda ve alkolsüz içecekler ana harcama grubunda geçen yılın aynı dönemine göre görülen olumlu performans, giyim ve ayakkabı ana harcama grubunda görülen olumsuz verilerin enflasyon üzerindeki etkisini sınırlamıştır. Son dönem Para Politikası Kurulu raporlarında enflasyonla mücadele çerçevesinde en önemli risklerden biri olarak hizmet fiyatlarındaki katılık gösteriliyordu. Hizmet sektöründe fiyat düşüşüne en çok direnen grup lokanta ve oteller grubu olmasına rağmen, bu grubun Mayıs ayında yıllık fiyat artışının gerilemesi, olumlu bir nokta olarak dikkat çekmektedir.

Yıllık bazda TÜFE'nin en çok arttığı ana harcama grubu, Merkez Bankası'nın yakından takip ettiği %12.83 artış gösteren konut grubu olmuştur. Konut ısınmasında kullanılan yakıtlardaki mevsimsel fiyat gerilemesi, bu gruptaki fiyat artışlarını sınırlamaktadır. Ancak, bu gruptaki katılığın temel gerekçesi olan kiralarda olumlu sinyal veren bir hareket görülmemektedir. Konut grubunun yıllık enflasyona katkısı 2.13 puan olurken, ev eşyası grubu %12.42 artışla 0.9 puan, lokanta ve oteller grubu %10.92 artışla 0.7 puan katkı yapmıştır.

Özel kapsamlı çekirdek göstergelere bakıldığında, yıllık rakamlardaki gerilemenin baz yılı kaynaklı olduğu anlaşılmaktadır. Merkez Bankası tarafından takip edilen işlenmemiş gıda, enerji, alkollü içkiler, tütün ürünleri ile altın hariç hesaplanan özel kapsamlı TÜFE göstergesi olan "H" endeksi, Mayıs ayında aylık bazda %1.51'le kuvvetli bir artış sergilemiştir.

Fiyat artışının tahminlerin altında kalması ve yıllık enflasyonun Mayıs ayı itibariyle tek haneye inmesi, Türkiye'nin ödediği reel faizin iyice arttığını gösteriyor. Ayrıca, enflasyonun beklentilerin altında gelmesinin Merkez Bankası'nın tahmin ettiği gibi gıdadan kaynaklanması, para otoritesinin kredibilitesi açısından önemlidir.



Son üç yılın en düşük Mayıs ayı enflasyonu olması ve beklentilerin altında kalmış olması nedeniyle yıllık TÜFE artışı Mayıs ayı için hedefle uyumlu patikanın orta sınırı olan %9.20'lik değer biraz üstünde kalmıştır. Geçen yıl Haziran ayında aylık TÜFE artışının %0.34 olması nedeniyle, Nisan ve Mayıs aylarında karşılaştığımız yüksek baz etkisinin tam tersi bir durum karşımıza çıkacaktır. Merkez Bankası Mayıs Ayı Fiyat Gelişmeleri Raporu'nda da dile getirildiği gibi, gıda fiyatlarında Mayıs ayında görülen yüksek oranlı gerileme eğilimi, mevsimsel olarak fiyatların gerileme eğilimi gösterdiği yaz aylarındaki fiyat artışlarının daha sınırlı gerçekleşmesine neden olabilecektir. Buna

ek olarak, mevsim normallerinden farklılık gösteren hava sıcaklıkları ve su kaynaklarının azalması nedeniyle çeşitli ürünlerde üretim kaybına bağlı olarak fiyat artışı görülebilecektir. Buna rağmen, bazı gıda maddelerinde yapılan KDV indirimleri, önümüzdeki dönemde fiyatlar üzerindeki baskıyı hafifletecek bir etken olabilecektir. Fakat, yıl sonu hedefi olan %4'e ulaşmak ve hatta üst band limiti olan %6'nın altında kalmak oldukça zor görünmektedir. Yüksek faizlerin etkisiyle, 2006 yılının ikinci yarısından itibaren toplam talepte düşüş yaşanmaktadır. Hedefin oldukça üzerinde seyreden TÜFE ve yıl sonu beklentileri nedeniyle, Merkez Bankası'nın sıkı duruşunu devam ettireceği ve faiz oranlarını sabit tutacağı düşünüldüğünden, iç talepte bir canlanma olma ihtimali azalmaktadır. Ancak, seçim öncesinde yapılamayan zamların seçim sonrasında birikmiş halde ortaya çıkması sonraki aylardaki enflasyonu yükseltebilecek riskler arasında yer almaktadır. Mayıs ayı sonunda yürürlüğe giren yaş sebze ve meyve ticaretinin düzenlenmesine ilişkin Yeni Hal Kanunu hakkındaki belirsizlikler de önümüzdeki ayların enflasyonu için risk oluşturmaktadır.

## ÜFE Mayıs Ayında %0.38 artış gösterirken, yıllık artış %7.14'e gerilemiştir

Nisan Ayı'nda ÜFE'deki % değişim			
Sektörler	Sektör ağırlıkları	Bir önceki aya göre değişim	Yıllık değişim
<b>GENEL</b>	<b>100</b>	<b>0.39</b>	<b>7.14</b>
Tarım	18.17	2.90	2.95
Sanayi	81.83	-0.17	8.19
Madencilik	1.49	0.88	10.12
İmalat	74.49	0.14	7.65
Elektrik, gaz ve su	5.85	-4.31	14.95

Kaynak: TÜİK

Türkiye İstatistik Kurumu verilerine göre, ÜFE, bir önceki aya göre %0.39, bir önceki yılın aynı ayna göre %7.14; 12 aylık ortalamalara göre %0.95 oranında artış göstermiştir. Tarım sektörü fiyatlarının %2.9 artması ÜFE'ye 0.53 puanlık artış olarak yansırken, sanayi sektöründeki %0.17'lik azalış ÜFE'ye 0.14 puanlık azalış olarak yansımıştır.

Madencilik sektörü alt kalemlerinden metal cevheri madenciliği, geçen ay görülen düşüşün

aksine bu ay en yüksek oranlı fiyat artışı olan %5.50 artış göstermesine rağmen ÜFE üzerinde belirleyici olan 0.47 puanlık katkı yapan tarım sektörü alt kalemlerinden tarım, avcılık olmuştur. Elektrik, gaz ve su sektörünün alt kalemlerinden olan elektrik, gaz üretim ve dağıtım sektörü ise %5.06 azalma göstererek tarım, avcılık sektörünün olumsuz gidişatını sınırlamıştır. Böylece, enerji fiyatlarındaki gerileme, ÜFE'nin beklentilerin altında kalmasına neden olmuştur.

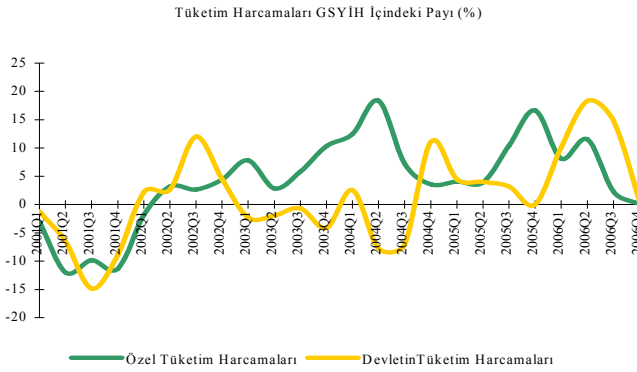
VakıfBank Hazine Başkanlığı Ekonomik Araştırmalar Servisi olarak, 2007 yılı TÜFE artış oranı tahminimiz %7'dir.

## Cari işlemler açığı gerilemeye devam ediyor

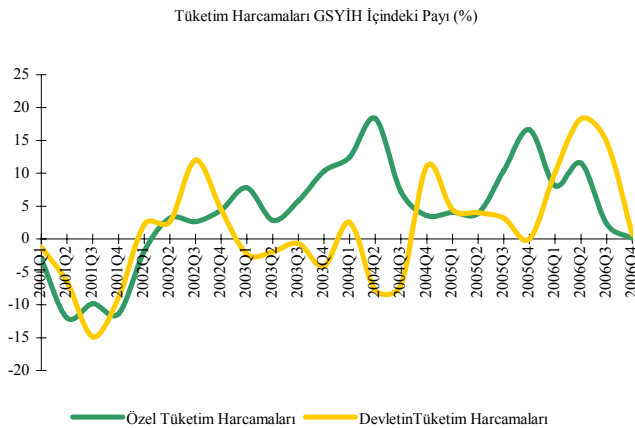
Ödemeler Dengesi (Milyon dolar)	Mart			Ocak-Mart		
	2006	2007	Değ. (%)	2006	2007	Değ. (%)
<b>Cari İşlemler Hesabı</b>	<b>-3,175</b>	<b>-2,944</b>	<b>-7.3</b>	<b>-8,710</b>	<b>-9,054</b>	<b>3.9</b>
Dış Ticaret Dengesi	-3,314	-2,978	-10.1	-8,695	-8,659	-0.4
Hizmetler Dengesi	491	535	9.0	1,167	1,185	1.5
Gelir Dengesi	-459	-610	32.9	-1,498	-1,885	25.8
Cari Transferler	107	109	1.9	316	305	-3.5
<b>Finans Hesabı</b>	<b>3,201</b>	<b>4,846</b>	<b>51.4</b>	<b>18,393</b>	<b>16,173</b>	<b>-12.1</b>
Doğrudan Yatırımlar	289	1,126	289.6	958	7,946	729.4
Portföy Yatırımları	298	-1,900	-737.6	3,578	4,231	18.3
Diğer Yatırımlar	2,614	5,620	115.0	13,497	3,996	-70.4

Kaynak: TCMB

Temel olarak dış ticaret açığından kaynaklanan cari işlemler açığındaki düzelme, Mart ayında da devam etmiştir. Cari işlemler açığı Mart ayında 2006 yılının aynı ayına göre %7.3 gerileyerek 2.9 milyar dolar seviyesinde gerçekleşmiştir. Yılın ilk çeyreğinde ise cari işlemler açığı bir önceki yılın aynı dönemine göre %3.9'luk sınırlı bir artış göstermiştir.



Mart ayı sonu itibariyle 32.1 milyar dolara ulaşan yıllık cari işlemler açığının artış hızındaki yavaşlama dikkat çekmektedir. 2006 yılında yıllıklandırılmış cari işlemler açığının artış oranı ortalama %53.6 iken, söz konusu oran, 2007 yılının ilk çeyreğinde %32.7 olarak gerçekleşmiştir.



Son yıllarda görülen kamu kesimi tüketim harcamalarındaki düşüş eğilimine, 2006 yılının ikinci yarısından itibaren özel sektörün tüketim harcamalarındaki düşüşün de eklenmesi, cari işlemler açığındaki daralmanın önemli bir nedeni olarak görülmektedir.

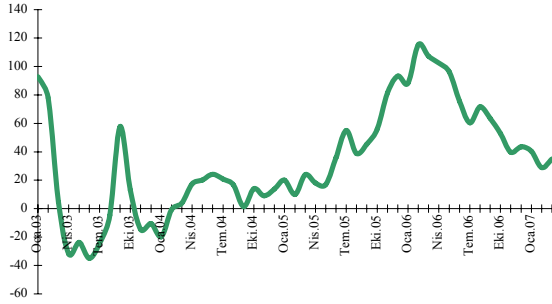
Cari işlemler açığındaki daralmada, kamu ve özel sektörün tüketim harcamalarındaki düşüşe ek olarak, petrol fiyatlarındaki gerilemenin de payı vardır. Yılın ilk üç ayı itibariyle, 2006 yılının aynı dönemine göre yaklaşık %10 daha düşük seyreden petrol fiyatları, enerji ithalatı kısarak, cari işlemler açığına olumlu katkı bulunmaktadır.

Mart ayındaki yüksek döviz girişinin de etkisiyle, 2007 yılının ilk çeyreğinde sermaye hesaplarında yüksek sermaye girişi yaşanmıştır. Söz konusu dönemdeki 16.2 milyar dolarlık döviz girişinin, 7.9 milyar doları doğrudan yatırımlar, 4.2 milyar doları portföy yatırımları ve 4 milyar doları da diğer yatırımlar yoluyla gerçekleşmiştir. 2006 yılında toplam sermaye girişinin %42.1'ini doğrudan yatırımlar oluştururken, bu oran

2007 yılının ilk çeyreğinde %49.1'e yükselmiştir. Söz konusu oran, cari işlemler açığının finansman kalitesinin arttığını göstermektedir.

Mart ayında, firmalar kesiminin yurtdışı piyasalardan kullandığı 5.7 milyar dolarlık uzun vadeli krediler, sermaye girişindeki artışta önemli rol oynamıştır. Ancak, yılın ilk iki ayında gerek kamunun, gerekse firmaların net dış borç geri ödeyicisi olmaları, yılın ilk çeyreğinde diğer yatırımlar yoluyla döviz girişinin bir önceki yılın aynı dönemine göre %70.4 oranında gerilemesine neden olmuştur.

Sermaye Girişinin Cari Açığı Aşan Bölümü (%)



Sermaye girişinin cari işlemler açığını aşan kısmında bir miktar gerileme yaşanmasına karşın, sermaye girişindeki güçlü seyir devam etmektedir. Mart ayı sonu itibariyle 43.3 milyar dolara ulaşan yıllık sermaye girişi, aynı dönemdeki cari işlemler açığının %35 üzerinde gerçekleşmiştir. Büyük ölçüde doğrudan yatırımlardaki ve yabancı yatırımcıların portföy yatırımlarındaki artıştan kaynaklanan bu durum, Merkez Bankası'nın rezervlerinin artışına katkı sağlamıştır. 2007 yılı Mart ayı sonu itibariyle 97.2 milyar dolara ulaşan Merkez Bankası net uluslararası rezervleri, 2006 yılının aynı ayına göre 21.4 milyar dolar artış göstermiştir.

İhracatın güçlü performansı ile dış ticaret açığında görülen daralmanın, cari işlemler açığına olumlu etkilerinin önümüzdeki aylarda da devam etmesi beklenmektedir. Ayrıca, turizm sektöründeki toparlanma ile birlikte hizmetler fazlasındaki artış da cari işlemler açığını daraltıcı etki yapmaktadır. Sonuç olarak, cari işlemler açığının 2007 yılında, 2006 yılındaki seviyesinin bir miktar altında gerçekleşeceğine yönelik beklentimiz devam etmektedir. Mart ayında firmalar kesiminin yurtdışı piyasalardan sağladığı kredilerin etkisiyle yüksek gerçekleşen sermaye girişinin yıl boyunca devam etmesini ve cari işlemler açığının finansmanında bir sorun yaşanmamasını beklemekteyiz.

*Vakıfbank Hazine Başkanlığı Ekonomik Araştırmalar Servisi olarak 2007 yılı cari işlemler açığı tahminimiz 31.6 milyar dolardır.*

## İhracat güçlü seyrini devam ettiriyor

Dış Ticaret	Nisan			Ocak -Nisan		
	2006	2007	Değ. (%)	2006	2007	Değ. (%)
Milyon dolar						
İhracat	6,444	8,267	28.3	25,041	31,367	25.3
İthalat	11,580	12,812	10.6	41,123	47,643	15.9
<b>Dış Ticaret Dengesi</b>	<b>-5,136</b>	<b>-4,545</b>	<b>-11.5</b>	<b>-16,082</b>	<b>-16,276</b>	<b>1.2</b>
Karşılama Oranı (%)	55.6	64.5		60.9	65.8	

*Kaynak: TÜİK*

Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) verilerine göre, dış ticaret açığındaki gerileme Nisan ayında da devam etmiş ve dış ticaret açığı, bir önceki yılın aynı ayına göre %11.5 gerileyerek 4.5 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Böylece, yılın ilk dört ayında dış ticaret açığındaki artış %1.2 ile sınırlı bir düzeyde kalmıştır.

Nisan ayında %28.3 oranında artarak 8.3 milyar dolara ulaşan ihracat, yılın ilk dört ayında %25.3 artarak 31.4 milyar dolar seviyesinde gerçekleşmiştir. 2007 yılının önceki aylarında olduğu gibi kara taşıtları, makineler ve demir-çelik sektörleri Nisan ayında da toplam ihracat artışına kaynaklık eden sektörler olmuştur. Buna ek olarak, tekstil sektöründeki düzelme Nisan ayında da devam etmiştir. (İhracat artışının sürmesinin nedenleri bir sonraki bölümde değerlendirilmiştir.)

TİM Mart Ayı İhracat Verileri						
Milyon dolar	Mayıs			Ocak –Mayıs		
	2006	2007	Değ. (%)	2006	2007	Değ. (%)
Tarım	722	788	9.1	3,714	4,154	11.9
Sanayi	6,331	8,147	28.7	27,735	35,394	27.6
Madencilik	201	224	11.7	719	922	28.3
<b>Toplam</b>	<b>7,255</b>	<b>9,161</b>	<b>26.2</b>	<b>32,169</b>	<b>40,472</b>	<b>25.8</b>

*Kaynak: TÜİK*

Türkiye İhracatçılar Meclisi (TİM)'nin açıkladığı verilerden, ihracatın güçlü seyrini Mayıs ayında da sürdürdüğü görülmüştür. TİM verilerine göre, Mayıs ayında ihracat, %26.2 oranında artarak 9.2 milyar dolara ulaşmış ve aylık bazda en yüksek seviyeye yükselmiştir. Böylece, 2007 yılı Ocak-Mayıs döneminde ihracat, 2006 yılının aynı dönemine göre %25.8 artarak 40.5 milyar dolara yükselmiştir.

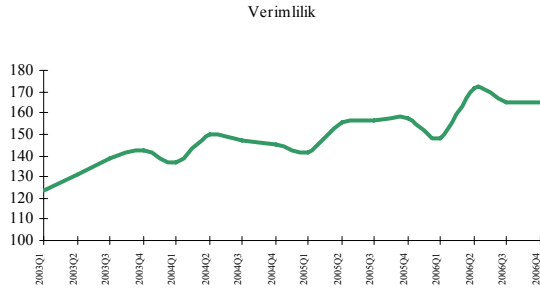
Nisan ayında bir önceki yılın aynı ayına göre %10.6 artarak 12.8 milyar dolara olarak gerçekleşen ithalatta, 2006 yılının ikinci yarısında başlayan eğilimlerin devam ettiği görülmektedir. İç talepteki yavaşlamaya paralel olarak tüketim malları ithalatındaki gerileme devam ederken, yatırım malları ithalatı düşük oranlarda artmaktadır. İhracattaki güçlü seyrin desteklediği ara malları ithalatındaki artış eğilimi ise sürmektedir. Tüketim malları ithalatındaki gerileme, binek otomobilleri ithalatındaki düşüşten kaynaklanırken, diğer tüketim malları ithalatında yüksek oranlı artışlar yaşanmıştır. 2007 yılının ilk çeyreğinde petrol fiyatlarının bir önceki yılki düzeyinin altında olması ara malı ithalatı artışını sınırlandırırken, petrol fiyatlarındaki son dönemde görülen artış eğiliminin devam etmesi, ara malları ithalatının artış hızını bir miktar arttıracaktır.

Yükselen ihracat performansı dış ticaret açığı ile ilgili endişeleri azaltırken, petrol fiyatlarındaki olası bir artış, dış ticaret açığını yükseltebilecek bir tehdit olarak görülmektedir. Bununla birlikte, ihracat artışının beraberinde ithalat artışını da getirmesi dış ticaret açığında kalıcı bir düzelmeyi engellemektedir. Sonuç olarak, Nisan ayı verileri dış ticaret açığının seyrinde önemli bir değişime işaret etmemektedir. Dış ticaret açığındaki kısmi düzelme cari açık açısından olumlu görülürken, yıl sonu için 53.2 milyar dolarlık açık tahminimizde bir değişiklik olmamıştır.

*Vakıfbank Hazine Başkanlığı Ekonomik Araştırmalar Servisi olarak 2007 yılı ihracat tahminimiz 96.8 milyar dolar, ithalat tahminimiz ise 150 milyar dolardır.*

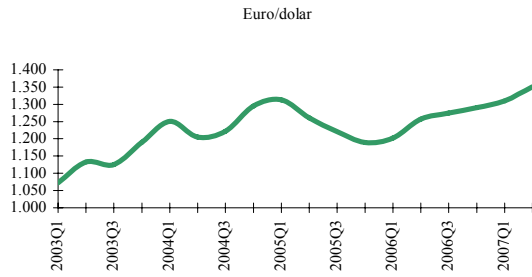
## Analiz: İhracatın artış nedenleri

### 1. Verimlilik Artışı:



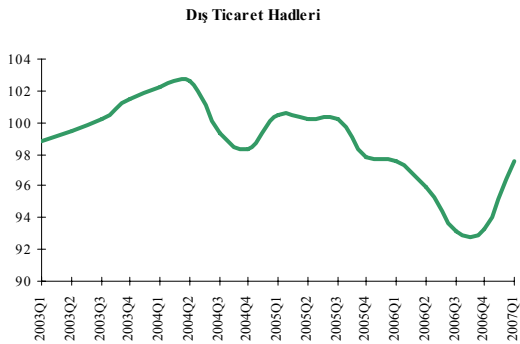
Son yıllarda verimlilik artışının ihracat artışı üzerinde önemli etkilerinin olduğu görülmektedir. Toplam ihracatın %90'ından fazlasını oluşturan imalat sanayiinde 2003 yılından bu yana %33.1'lik bir verimlilik artışı yaşanmıştır. 2006 yılının ikinci yarısında hızla yükselen verimlilik endeksi, bir miktar gerilemesine karşın yüksek seviyesini korumaktadır. Dolayısıyla, verimlilik artışının ihracata yaptığı katkı devam etmektedir.

### 2. Doların Değer Kaybı:



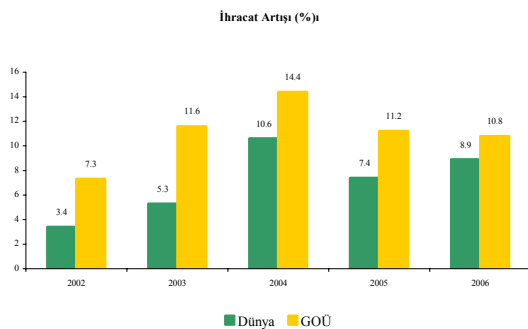
Toplam ihracatımızın %51'lik bölümünü euro cinsinden gerçekleştirmemiz; dış ticaret verilerinin dolar bazında açıklanması ve doların euro karşısında değer kaybetmesi, ihracat artışına katkı sağlamaktadır. 2003 yılının ilk çeyreğinde ortalama olarak, 1.072 seviyesinde bulunan euro dolar paritesi, 2007 yılının Mayıs ayı sonu itibariyle %25.9 artarak 1.3503 seviyesine ulaşmıştır. Doların değer kaybı YTL'nin değerli oluşunun ihracat üzerinde yarattığı olumsuz etkiyi azaltarak ihracat artışına katkı sağlamaktadır.

### 3. Dış Ticaret Hadleri:



İhracat birim değer endeksinin ithalat birim değer endeksinde oranı olarak ifade edilen dış ticaret hadleri, dış ticaret açığının seyrine yönelik önemli bilgiler vermektedir. 2004 yılının başından itibaren enerji fiyatlarındaki artışın etkisiyle ithalat fiyat endeksinin ihracat fiyat endeksinin üzerinde artmasıyla dış ticaret hadleri aleyhimize gelişmiştir. Ancak, 2006 yılının üçüncü çeyreğinden itibaren petrol fiyatlarındaki gerileme, ithal malların fiyatlarındaki artışı sınırlamıştır. İhraç ettiğimiz malların fiyatlarındaki artış ise dış ticaret hadlerinin lehimize dönmesini sağlamıştır. Sonuç olarak, ihraç ettiğimiz malların fiyatlarındaki artışlar ihracat artışına önemli katkılar sağlamıştır.

### 4. Dünya Ticaret hacmindeki artış:



2004 yılından itibaren dünya ticaret hacmindeki canlılık da Türkiye'nin ihracat potansiyelini artırmıştır. 2004-2006 döneminde dünyada toplam ihracat ortalama %9 oranında artarken, söz konusu dönemde gelişmekte olan ülkelerdeki ihracat artışı ortalama %12.1 olarak gerçekleşmiştir. İhracat artışının belirginleştiği 2004-2006 döneminde Türkiye'nin ortalama ihracat artışı %22.1 olmuştur. Dünya ticaret hacmindeki canlılığın önümüzdeki dönemde de devam etmesi, Türkiye'nin ihracat artışına katkı sağlayacaktır.



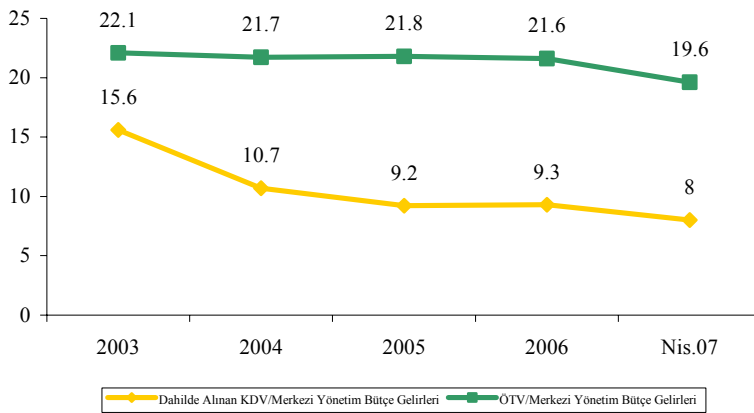
**Yılın ilk üç ayında 3.3 milyar YTL olan bütçe açığı, yılın ilk dört ayı itibariyle 5.4 milyar YTL'ye yükselmiştir**

Milyon YTL	Nisan			Ocak-Nisan			Hedef	Ger. Oranı
	2006	2007	Reel Değ. (%)	2006	2007	Reel Değ. (%)		
<b>Bütçe Harcamaları</b>	<b>15,142</b>	<b>16,363</b>	<b>-2.4</b>	<b>54,517</b>	<b>65,805</b>	<b>9.0</b>	<b>204,989</b>	<b>32.1</b>
Faiz Dışı Harc.	11,031	13,282	8.7	39,124	46,757	7.9	152,043	30.8
Personel ve SGKDP	3,632	4,061	1.0	13,787	16,659	9.1	53,772	31.0
Mal ve Hizmet Al.	1,240	1,882	37.1	3,878	5,343	24.4	15,587	34.3
Cari Trans.	4,820	5,752	7.8	17,959	20,609	3.6	60,863	33.9
Sermaye Giderleri	508	1,076	91.4	1,506	2,334	39.9	12,104	19.3
Faiz Harcamaları	4,111	3,080	-32.3	15,393	19,047	11.8	52,946	36.0
<b>Bütçe Gelirleri</b>	<b>12,164</b>	<b>14,315</b>	<b>6.3</b>	<b>50,490</b>	<b>60,424</b>	<b>8.1</b>	<b>188,159</b>	<b>32.1</b>
Vergi Gelirleri	9,592	9,859	-7.2	40,843	43,800	-3.1	158,153	27.7
Diğer Gelirler	2,573	4,456	56.4	9,647	16,624	55.6	25,307	65.7
<b>Bütçe Dengesi</b>	<b>-2,978</b>	<b>-2,048</b>	<b>-37.9</b>	<b>-4,027</b>	<b>-5,380</b>	<b>20.7</b>	<b>-16,830</b>	<b>32.0</b>
<b>Faiz Dışı Denge</b>	<b>1,133</b>	<b>1,032</b>	<b>-17.7</b>	<b>11,366</b>	<b>13,667</b>	<b>8.6</b>	<b>36,116</b>	<b>37.8</b>

Kaynak Maliye Bakanlığı

Merkezi Yönetim Bütçesi Nisan ayında, sermaye giderlerindeki %91.4'lük ve mal ve hizmet alımlarındaki %37.1'lik artışın etkisiyle 2 milyar YTL açık vermiştir. Böylece, yılın ilk üç ayında 3.3 milyar YTL olan açık, yılın ilk dört ayı itibariyle 5.4 milyar YTL'ye ulaşmıştır. 2006 yılının ilk dört ayında 11.4 milyar YTL olan faiz dışı fazla, 2007 yılının aynı döneminde 13.7 milyar YTL'ye yükselerek, yıl sonu hedefinin %37.8'ine ulaşırken, bir defaya mahsus elde edilen geçici gelirlerin hesaplarda yer almadığı program tanımlı faiz dışı fazla ise, yılın ilk dört ayında 5.7 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir. 2006 yılının aynı döneminde program tanımlı faiz dışı fazla 8.7 milyar YTL olarak gerçekleşmişti.

Nisan ayında bütçe gelirlerinde bir önceki yılın aynı dönemine göre reel olarak %6.3'lük bir artış yaşanmasına karşın ithalden alınan KDV ve özel tüketim vergisindeki azalmaların etkisiyle, vergi gelirlerindeki zayıf performansın devam ettiği görülmektedir. Nisan ayında Bütçe gelirlerindeki artışta, kamu bankalarından sağlanan 921 milyon YTL'lik temettü gelirleri ve vergi dışı gelirlerde gerçekleşen %56.4'lük artış etkili olmuştur. Vergi dışı gelirlerde, en büyük artış %109 ile teşebbüs ve mülkiyet gelirlerinde gerçekleşmiştir. Bu yüksek oranlı artışta, 21 Mart'ta ihalesi yapılan ve Zorlu Holding'e 800 milyon dolar karşılığı satılan İETT arazisinin satış bedelinin peşin ödenmesi etkili olmuştur.



Yılın ilk dört ayında vergi gelirleri bir önceki yılın aynı dönemine göre %3.1'lik reel gerileme göstermiştir. Yılın ilk dört ayı itibariyle KDV gelirleri reel olarak %12.5, ÖTV gelirleri %10.6 oranında gerilemiştir. Merkezi yönetim bütçe gelirleri içindeki payları 2003 yılından itibaren düşen KDV ve ÖTV gelirleri 2006 sonu ve Nisan 2007 arasında belirgin bir şekilde gerilemiştir. 2006 yılı sonunda %9.3 olan KDV gelirlerinin merkezi yönetim bütçe gelirleri içindeki payı, 2007 yılı Nisan ayında %8'e kadar

gerilerken, ÖTV gelirlerinin payı %21.6'dan %19.6'ya düşmüştür. KDV ve ÖTV'deki diğer aylara göre yüksek oranlı azalışlar, iç talepteki gerilemenin belirginleştiğini gösterirken, vergi iadesinin kaldırılmasının KDV tahsilatı üzerinde olumsuz etkisinin olması da muhtemeldir.

Nisan ayında faiz dışı harcamalar bir önceki yılın aynı ayına göre reel olarak %8.7 oranında artarak 13.3 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir. Faiz dışı harcamalarda, sermaye giderleri ile mal ve hizmet alımlarındaki artış belirleyici olmuştur. Ancak, söz konusu ayda faiz harcamalarındaki %32.3'lük reel gerileme, bütçe harcamalarının reel anlamda %2.4 gerilemesini sağlamıştır.

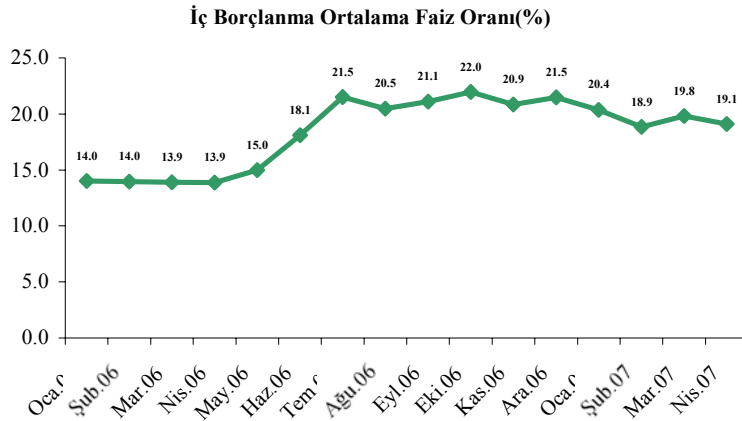
Mart ayında yükselen faiz harcamaları, Nisan ayında tekrar düşerek, bir önceki yılın aynı ayına göre reel olarak %32.3 azalmıştır. 2006 yılının Ocak-Nisan döneminde yıllık harcamaların %31.3'lük bölümü yapılırken, 2007 yılının aynı döneminde yıl sonu hedefinin %32.1'ine ulaşılmıştır. Yılın ilk dört ayında 19 milyar YTL'ye ulaşan faiz harcamalarında ise yıl sonu hedefinin %36'sına ulaşılmıştır.

*Sonuç olarak, yılın ilk dört ayında bütçe harcamaları, borç ödemelerinin ilk iki ayda yoğunlaşması nedeniyle reel olarak %9 artarken, bütçe gelirleri %8.1 artmıştır. 2007 yılında, vergi gelirlerindeki azalışlar ve 2007 yılının seçim yılı olması, mali disiplinin sağlanmasını zorlaştıracak gibi gözükmektedir.*

### Merkezi yönetim borç stoku Nisan ayında net borç ödemesi nedeniyle 5.5 milyar YTL azalarak 352.1 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir

Hazine Müsteşarlığı Mayıs ayında düzenlediği dört ihale ile 9.4 milyar YTL net iç borçlanma gerçekleştirmiştir. 15 milyar YTL'lik iç borç itfası yapılan Mayıs ayında, iç borç çevirme oranı %75.8'den %62.7'ye düşmüştür.

İç borçlanmanın vade yapısı, 2006 yılında ortalama olarak tahvilde 31.5 ay, bonoda ise 6.4 ay olarak gerçekleşmişken, 2007 yılında vade yapısı, tahvilde 40.5 aya yükselmiş, bonoda ise 5.1 aya gerilemiştir.



Hazine'nin aylık ortalama iç borçlanma faizi 2006 yılı Mayıs ayında uluslararası piyasalarda yaşanan dalgalanma sonrası %14'lerden %22'ye kadar yükselmiş, 2006 yıl sonundan itibaren ise yeniden düşüş trendine girmiştir. Mart ayında %19.8 olan aylık ortalama iç borçlanma faizi, Nisan ayında global piyasalardaki olumlu görünümün de etkisiyle %19.1'e gerilemiştir.

#### Haziran Ayı Finansman Programı (Milyar YTL)

Ödemeler	14.7
İç Borç	13.5
Dış Borç	1.2
Finansman	14.7
Piyasadan İhale Yoluyla İç Borçlanma	8.8
Diğer finansman	5.9
Faiz Dışı Denge	0.3
Özelleştirme	0.0
Kamuya Satışlar	0.6
Dış Borçlanma	0.0
Kasa-Banka	5.0

Hazine Müsteşarlığı, Haziran 2007 döneminde iç piyasalara yapılacak 12.9 milyar YTL'lik itfaya karşılık iç piyasalardan 8.8 milyar YTL'lik borçlanma yapmayı öngörmektedir. Aynı dönemde, 13.5 milyar YTL'lik iç borç servisine karşılık toplam 9.4 milyar YTL'lik iç borçlanma yapmayı planlamaktadır. Haziran ayında ihale tarihi 12 Haziran ve 26 Haziran olmak üzere dört tahvil ihracı gerçekleştirecek olan Hazine, 5.9 milyar YTL borçlanma dışı finansman sağlamayı amaçlamaktadır. Bunun 300 milyon YTL'si faiz dışı fazla, 600 milyon YTL'si kamuya satışlar ve 5 milyar YTL'si kasa-banka kullanımlarıdır.

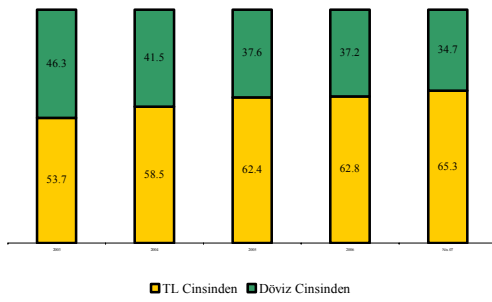
## Merkezi Yönetim Borç Stoku Nisan sonunda 352.1 milyar YTL

Milyar YTL	Ara.06	Mar.07	Nis.07
<b>Toplam Borç Stoku</b>	<b>345.0</b>	<b>357.7</b>	<b>352.1</b>
İç Borç Stoku	251.5	263.7	262.3
Dış Borç Stoku	93.6	94.0	89.8
<b>Kaynak: Hazine</b>			

Hazine tarafından açıklanan Merkezi Yönetim Borç Stoku, net borç ödemesi nedeniyle Nisan ayı sonunda bir önceki aya göre 5.5 milyar YTL azalarak 352.1 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu azalışın 1.4 milyar YTL'si iç borç stokundaki azalıştan, 4.2 milyar YTL'si de dış borç stokundaki azalıştan kaynaklanmıştır. Nisan sonu itibarıyla

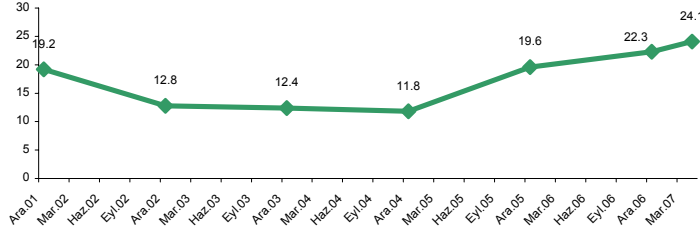
toplam borç stokunun %53.5'i piyasaya iç borçlardan oluşurken, dış borçların ağırlığı %25.5 olarak gerçekleşmiştir.

Döviz ve TL Cinsinden Borçlanmanın Dağılımı(%)



2003 yılından beri azalma eğiliminde olan döviz cinsinden borçlanmanın toplam merkezi yönetim borç stoku içindeki payı, Nisan ayında da bir önceki aya göre azalarak %37.2'den %34.7'ye gerilemiş, YTL cinsinden borçlanmanın payı ise %62.8'den %65.3'e yükselmiştir.

İç Borç Stokunun Vade Yapısı (Ay)



İç borç stokunun vadeye kalan süresinin, yıllar itibarıyla arttığı görülmektedir. Sağlanan siyasi istikrar ve makro ekonomik iyileşme iç borç stokunun vadeye kalan süresinin uzamasını sağlamıştır. 2004 yılından itibaren yükselme eğiliminde olan iç borç stokunun vadeye kalan süresi, Mart ayında 23.9 aydan Nisan ayında 24.1 aya uzamıştır.

## **Hazine, IMF ile yürütülmekte olan stand-by düzenlemesinin 6. gözden geçirmesine ilişkin Niyet Mektubu'nu açıkladı**

Hazine Müsteşarlığı, Uluslararası Para Fonu (IMF) ile yürütülmekte olan stand-by düzenlemesinin Altıncı Gözden Geçirmesine ilişkin olarak, IMF İcra Direktörleri Kurulu'nda görüşülerek onaylanan Niyet Mektubu'nu açıkladı. Hazine açıklamasında, 6. Gözden Geçirme'nin tamamlanmasıyla birlikte, 749,5 milyon SDR (yaklaşık 1,135.3 milyon dolar) tutarındaki kredi diliminin de serbest bırakıldığı bildirildi.

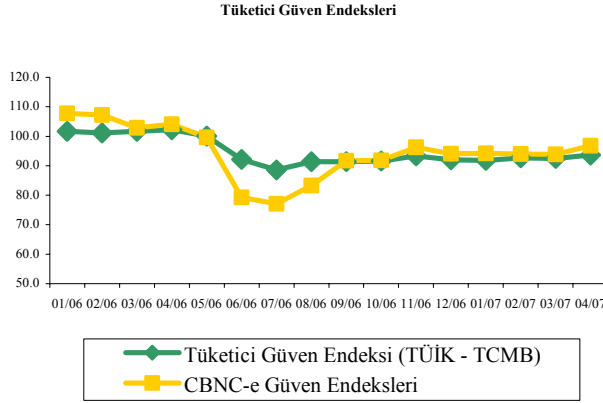
26 maddeden oluşan Niyet Mektubu'nda, siyasi belirsizliklerin finansal piyasalarda dalgalanma riskini artırmasına rağmen, güçlü politikaların sürdürülmesi konusundaki taahhüdün muhafaza edilmekte olduğu belirtilirken, Nisan 2007 sonuna ilişkin ayarlanmış faiz dışı fazla, harcama ve sosyal güvenlik dengesine ilişkin hedeflerin temel itibarıyla beklenenin altındaki gelirler ve öne alınan bazı harcamalar nedeniyle tutturulamamış olduğunun tahmin edildiği ifade edildi. Ayrıca, ihtiyaç duyulması halinde kamu maliyesine ilişkin hedeflerin tutturulabilmesi amacıyla, ilave tedbirlerin alınacağı belirtildi. Alınacak tedbirlerle, yılın kalan dönemindeki harcamaların, program hedeflerinin altında kalmasının beklendiği ve 2007 yılında faiz dışı fazlanın Gayri Safi Milli Hasıla'nın (GSMH) %6.7'sine ulaşmasının mümkün olabileceği ifade edildi. Geçen yıl GSMH'ye oranı %8 olan cari işlemler açığının bu yıl %7.25'e gerilemesinin beklendiği ve yıllık enflasyon oranlarının yılın ikinci çeyreğinden itibaren hissedilebilir derecede gerileyerek, 2007 yılı boyunca hedefe tedricen yakınsamasının beklendiği belirtildi. Ayrıca, istikrarlı ekonomik koşullar, tedricen düşen enflasyon ve ihracatın daha güçlü katkısıyla büyümenin %5 oranında gerçekleşmesinin beklendiği ifade edilirken, yatırımların artırılması ve Türkiye'nin daha yüksek bir uzun vadeli büyüme patikasına sokulması için gerekli olan, deregülasyon, idari engellerin azaltılması, hukuki süreçlerin etkinliğinin artırılması ve kurumsal yönetimin geliştirilmesi hususlarındaki kararlılığın sürmekte olduğu belirtildi. Bu doğrultuda, düşük istihdam oranlarına ve büyük bir kayıt dışı sektöre sebep olan ve nihai olarak büyümenin düşmesine yol açan iş gücü piyasası katılıklarının ve istihdam üzerindeki mali yüklerin azaltılmasına yönelik reformların hayata geçirilmesinin amaçlandığı da belirtildi.

Yürütülen programın temel taşı olan disiplinli kamu maliyesi politikası sonucu borç oranlarında düşüş sağlanabildiği, enflasyonla mücadelenin kolaylaştırıldığı ve reel faizlerin gerilediği belirtilirken, son dönemde faiz dışı harcamaların planlananın üzerinde gerçekleşen yatırım ve beklenenden daha hızlı artış gösteren sağlık harcamaları gibi etkenler nedeniyle, harcamaların programlanan seviyenin üzerinde gerçekleştiği, ancak, ileriye yönelik olarak ihtiyatlı bütçe politikalarının yürütülmesi konusundaki kararlılığın sürmekte olduğu ifade edildi. Bu amaca yönelik olarak; düşük öncelikli cari ve yatırım harcamaları ile transferlere GSMH'nin %0.6'sı oranında blokaj konulduğu, KİT'lerin yatırım harcamalarında GSMH'nin %0.1'i oranında kesintiye gidildiği, merkezi yönetimin bazı harcamalarına blokaj yapıldığı ve sağlık harcamalarındaki gelişmelerin, bu yılın bütçe hedeflerine erişilmesi açısından bir sorun teşkil etmemesi için çeşitli önlemlerin yürürlüğe konulduğu belirtildi.

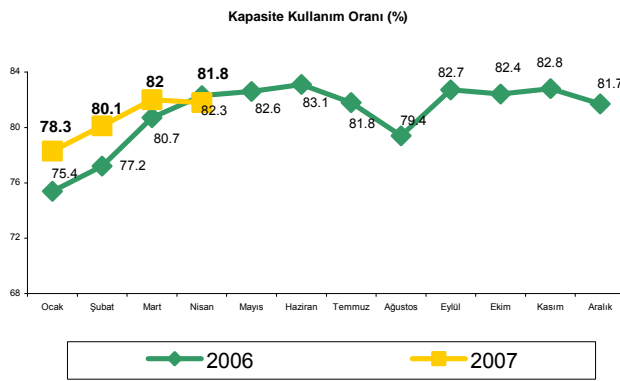
Hükümetin Sosyal Güvenlik Reformu'nu 2008 yılı başından itibaren uygulamaya koymayı planlamasına karşın, IMF'ye Niyet Mektubu'nda, değişiklikleri içeren yasa tasarısının, yeni yasama döneminin başlamasından hemen sonra TBMM'ye sunulması ve sunulduktan sonra altı ay içerisinde uygulamaya geçirilmesinin amaçlandığı belirtildi.

Mali sektör reformuna ilişkin kararlılığın devam ettiği belirtilirken, kamu bankalarının özelleştirilmesinde de aynı kararlılığın sürdürüldüğü ifade edildi. Finansal piyasalar için bir dönüm noktası olan Konut Finansmanı Kanunu'nun Şubat 2007'de kabul edildiği ve TMSF'nin, devralınan bankalardan kalan varlıklarını planlandığı gibi 2007 sonunda elinden çıkarmış olacağı ve böylece TMSF'nin mevduat sigorta kuruluşu olarak sadece mevduat sigortasına odaklanmasına imkan tanınacağı da ifade edildi.

**Son açıklanan veriler üretim ve talep koşullarında önemli bir değişiklik olmadığını gösteriyor. 2006 yılının son çeyreğinde belirginleşen ve 2007 yılının ilk çeyreğinde devam eden eğilim sürüyor**



civarında gerçekleşmesinin mümkün olacağı düşünülmektedir.



2006 yılı Mart ayında %7.8 artan sanayi üretim endeksi, Mart 2007'de geçen yılın aynı ayına göre %2.6 oranında artarak 145.4 düzeyinde gerçekleşmiştir. Ocak ve Şubat aylarında geçen yılın aynı aylarında endeksin düşük seviyelerde kalmasının yarattığı baz etkisi, Mart ayında ortadan kalktığından, sanayi üretim endeksi Mart ayında %2.6 oranında sınırlı bir artış kaydetmiştir. Mart ayında endeks artışı görece olarak düşük gerçekleşse de, 2007 yılının ilk çeyreğinde sanayi üretimi artışı %7.8 ile geçen yılın aynı döneminde gerçekleşen %3.3'ün üzerindedir. Bu sonuç ile, 2 Temmuz'da açıklanacak ilk çeyrek büyüme oranının %5

Nisan ayında Üretim değeri ağırlıklı kapasite kullanım oranı, bir önceki aya ve 2006'nın aynı ayına göre biraz gerilese de, %80'in üzerinde görece olarak yüksek sayılabilecek bir seviyede %81.8 olarak gerçekleşmiştir. 2006 Nisan ayında kapasite kullanım oranı %82.3 düzeyindeydi. Kapasite kullanım oranının görece yüksek seviyesi, imalat sanayiinde üretim artışının Nisan ayında, yüksek oranda olmasa da süreceğine işaret etmektedir.

Aylık İmalat Sanayi Eğilim Anketi sonuçlarına göre, 2007 Nisan ayında 2006 yılının aynı ayına göre tam kapasite ile çalışmama nedenleri arasında iç pazarda talep yetersizliğinin etkisinin bir miktar azaldığı görülmektedir, ancak bir önceki aya göre 2.6 puan artmıştır.

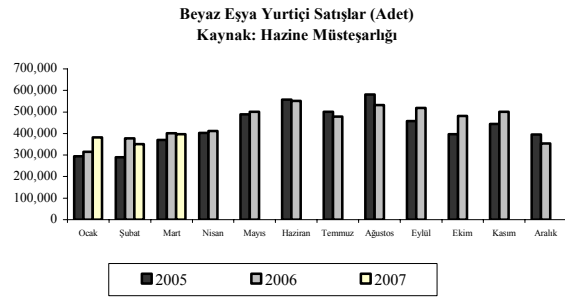
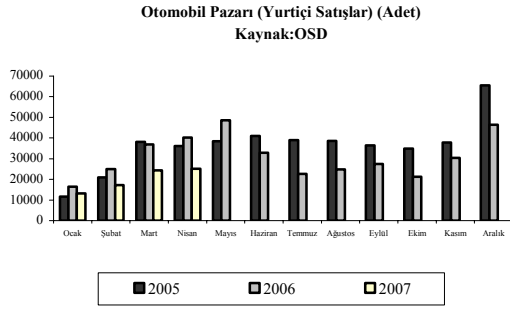
"İmalat Sanayiinde Eğilimler Anketi"ne katılan işyerleri tarafından Nisan ayında bir önceki aya göre üretim miktarının %0.3 oranında azaldığı; yurt içi satışların %4 oranında arttığı belirtilmiştir. Mayıs ayında ise üretim miktarının %7.2; yurtiçi satışların %4.3 artması beklenmektedir. 2006 Nisan ayında endeksin Mart ayında olduğu kadar yüksek olmaması ve Nisan ayında da yüksek gerçekleşen ihracat artışıyla, üretim miktarında azalış olduğu belirtilmesine rağmen, sanayi üretim endeksi artışının sınırlı oranda da olsa devam etmesi mümkün görünüyor. Ancak, sonraki birkaç ayda, yüksek baz etkisiyle, artış hızında önemli oranda gerileme görülmesi ihtimalinin yüksek olduğu düşünülmektedir. Son birkaç aydır olduğu gibi, seçim sürecine kadar olan dönemde de sanayi üretim endeksinin seyrini ihracat artışı belirleyecektir.

Kapasite kullanım oranı görece olarak yüksek bir düzeyde olmasına karşın, imalat sanayiinde üretim artışının düşük gerçekleşmesi, tevsi yatırımlarının geciktirildiğine işaret etmekte olup, bu durumun enflasyonist baskıyı artırabileceği düşünülmektedir.

İhracatın üretim sürecine verdiği destek sürmektedir. 2007 yılının Şubat ve Mart aylarında olduğu gibi Nisan ayında da ithalatın üzerinde ihracat artışı gerçekleşmiştir. TÜİK verilerine göre, Mart ayında 2006 yılının aynı ayına göre %20; Nisan ayında %28.3 oranında artan ihracat, TİM verilerine göre Mayıs ayında da yükselişini sürdürerek %26.2 oranında artmıştır. İhracat artışıyla ara malı ithalatında artış sürmektedir. 2006 yılının aynı ayına göre Mart ayında %17.6 oranında artan ara malı ithalatı, Nisan ayında ise %15.6 oranında artmıştır.

Yatırımlarla ilgili öncü sayılabilecek veriler, yatırım sürecinde durgunluk olduğuna işaret etmektedir. Hazine Müsteşarlığı tarafından yayımlanan yatırım teşvik istatistiklerinde geçen yılın aynı dönemine gerileme görülmektedir. Mart ve Nisan aylarında kurulan şirket ve kooperatif sayısı sırasıyla %4.9 ve %2.9 oranında azalmıştır. Son iki ayda görülen gerilemeyle birlikte, 2007 yılının ilk dört ayında kurulan şirket ve kooperatif sayısı %3.5 gibi sınırlı bir oranda artmıştır. 2006 yılının aynı döneminde söz konusu artış oranı %17.2 idi. Makine-teçhizat sektöründe üretim artış oranının yılın ilk iki ayına göre önemli oranda gerilemekte birlikte, Mart ayında da sürdüğü görülmektedir. 2007 Ocak ve Şubat aylarında 2006 yılının aynı aylarında söz konusu sektördeki düşük üretimin yarattığı baz etkisi ve ihracatın katkısıyla %44.1 ve %23.2 oranında güçlü artışlar kaydeden sektör üretimi, Mart ayında %10.2 oranında artmıştır. Sermaye malı ithalatında geçen yılın aynı aylarına göre Mart ve Nisan aylarında sırasıyla %1.1 ve %2.2'lik düşük oranlı artışlar gerçekleşmiştir.

Nisan ayında reel kesim güven endeksinde bir önceki aya göre %5.1 oranında artış gerçekleşmiştir. Ancak, Nisan ayının sonlarından itibaren yurtiçi siyasi gelişmeler sonucunda Mayıs ayında reel kesim güven endeksi bir önceki aya göre %8 oranında gerileme kaydetmiştir. Mayıs ayı sonucu reel kesim güveninde Nisan ayında gerçekleşen yükselişin kalıcı olmadığını ve genel seçim süreci sonuçlanıp, belirsizlik ortamı sona erene kadar endekste artış eğiliminin oluşamayacağına yönelik bir işaret olarak algılanmıştır.

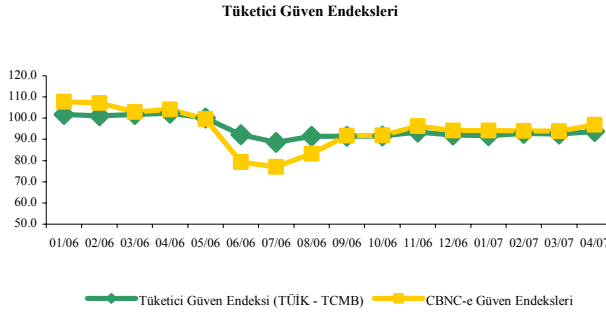


Son açıklanan veriler, tüketicilerin dayanıklı tüketim malı ve otomobil taleplerinde de önemli bir değişiklik olmadığını ortaya koymaktadır. Parasal sıkılaştırma, hane halkının borçluluk düzeyinin yükselmesi ve geleceğe yönelik beklentilerdeki görece bozulma nedeniyle, otomobil ve beyaz eşya satışları geçen yılın aynı dönemine göre gerilemeye devam etmektedir. Mart ayında %34.2 azalan otomobil satışları, Nisan ayında %37.3 oranında azalmıştır. Beyaz eşya satışları ise, Şubat ayında yıllık bazda %7.2; Mart ayında %1.2 oranında gerilemiştir. Özellikle otomobil satışlarında süregelen yüksek oranlı gerileme, özel kesim talebinde yavaşlamanın yılın ikinci çeyreğinde de devam edebileceği olasılığına işaret etmektedir. Ancak, ihracat artışları sayesinde söz konusu sektörlerde üretim, yıllık bazda artmaya devam etmektedir.

Tüketicilerin yurtiçi tüketim mallarına olduğu gibi yurtdışında üretilen tüketim mallarına olan talepleri de gerilemeye devam etmektedir. Mart ayında 2006 yılının aynı ayına göre %3.9 oranında gerileyen tüketim malları ithalatı, Nisan ayında %6.9 oranında gerilemiştir.

Yılın ilk iki ayında aylık bazda %1 civarında artış kaydeden tüketici kredilerinde Mart ayından itibaren aylık bazda artış oranı %3 seviyesine çıkmıştır. Nisan ayında %3.2 oranında artan tüketici kredileri, Mayıs ayında %2.8 oranında artış kaydetmiştir. Taşıt kredilerinin artış oranı aylık bazda gerilerken, konut ile ihtiyaç ve diğer kredilerdeki artış oranının görece olarak yükselmesinin, tüketici kredilerindeki artışa kaynaklık ettiği görülmektedir. Kredi faizlerinin son zamanlarda sınırlı oranda düşmesine karşın önceki yıla kıyasla yüksek seviyede olmasının, tüketici kredilerinde genişlemeyi sınırlandırması mümkündür.

Talepteki gerilemeyle birlikte KDV ve ÖTV gelirlerinin toplam bütçe gelirleri içerisindeki payı gerilemektedir.



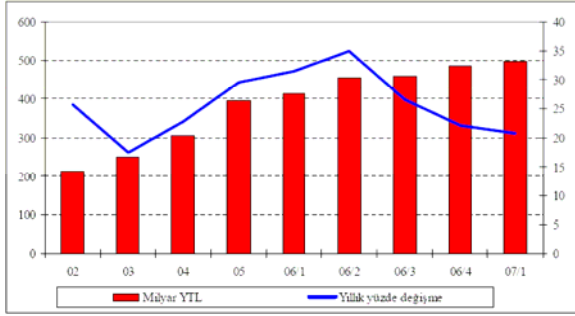
Tüketici güven endekslerinde belirgin bir değişiklik görülmemektedir. Nisan ayında tüketici güven endeksleri 2006 yılının aynı ayına göre düşük gerçekleşmiştir. Her iki endekste de bir önceki aya göre sınırlı bir yükseliş olduğu dikkat çekmekle birlikte, bu yükselişin, trend başlangıcı olduğu düşünülmektedir. Nisan ayı sonundan itibaren iç siyasette yaşanan gerginliğin, güven endekslerindeki yükselişi sınırlaması mümkün görünmektedir. Ancak, genel seçimlerin öne alınması ve her iki endekste de geleceğe ilişkin beklentilerdeki iyileşmenin, siyasi ve jeopolitik istikrarla

birlikte iç talepte artış sağlayabileceği ihtimalini belirtmek gerekmektedir.

Sonuç olarak, büyüme süreciyle ilgili 2006 yılının ikinci yarısında başlayan ve son çeyrekte belirginleşen trendin, yılın ilk üç ayında da devam ettiği görülmektedir. Yani, iç talep daralırken, ihracat artışının devamıyla, yeni yatırımlar yapılmasa da, üretim süreci devam etmektedir. Ancak, cumhurbaşkanlığı seçimi sürecinde ortaya çıkan gelişmelerin yarattığı belirsizlik ve 2006 yılının ikinci çeyreğindeki güçlü baz etkisi nedeniyle 2007 yılının ikinci çeyreğinde büyüme performansında yavaşlamanın belirginleşmesi beklenmektedir.

*Vakıfbank Hazine Başkanlığı Ekonomik Araştırmalar Birimi olarak 2007 yılı büyüme oranı tahminimiz %4.8'dir.*

## 2007 yılının ilk çeyreği itibariyle özkaynaklar büyümeye devam etmiştir

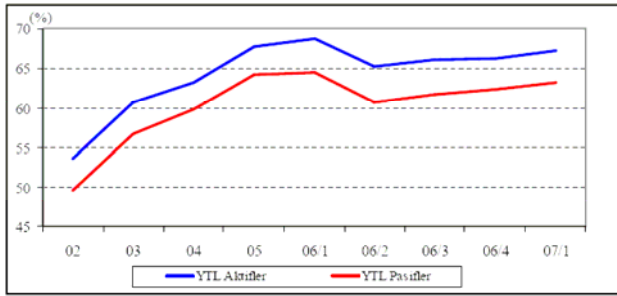


Türk bankacılık sisteminin toplam aktifleri geçen yılın ilk çeyreğine göre %21, 2006 yıl sonuna göre ise %3 oranında artarak 499 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir. Aralık 2006 itibariyle %85 olan toplam aktiflerin GSMH'ye oranının ise Mart 2007 itibariyle %84'e gerilediği tahmin edilmektedir. Bankacılık sektörünün toplam bilançosu, 2007 yılının ilk çeyreğinde 14 milyar YTL artış kaydetmiştir. Bu artışın %60'ı (8.4 milyar YTL) mevduattan; %33'ü (4.6 milyar YTL) özkaynaklardan, %7'si (1 milyar YTL) diğer pasiflerden gelmiştir. Sağlanan kaynakların %75'i (10.4 milyar

YTL) kredilere, %25'i (3.6 milyar YTL) finansal varlıklara ayrılmıştır. 2007 yılının ilk üç ayında sektörün kredi hacmi %4.8 artarak 228.5 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir. Likit aktiflerin payı ise, 2006 yılı Mayıs dalgalanmasından sonra ekonomide istikrar ortamının yeniden oluşmasıyla gerilemiştir. Bankalar, varlıklarını, para piyasalarında ve kredi plasmanlarıyla değerlendirmiştir.

Banka grupları itibariyle durum değerlendirildiğinde, 2007'nin ilk çeyreğinde aktif toplamının, kamu bankaları ve özel bankalarda %3 arttığı, yabancı sermayeli bankalarda değişmediği, kalkınma ve yatırım bankalarında ise %6 oranında arttığı görülmektedir.

Sektörün yoğunlaşma düzeyinde son birkaç yıldır önemli bir değişiklik olmamış; ilk beş bankanın sektör aktif payı %63 olarak gerçekleşirken, ilk on bankanın aktif payı %86 olmuştur.



Sektör bilançosunda, Aralık 2006'ya göre, YTL aktifler %4.5 büyürken, YP aktiflerin YTL karşılığı ise %0.3 oranında küçülmüştür. Buna karşın YTL pasifler %4.2, YP pasiflerin YTL karşılığı %0.6 oranında artmıştır. Bilanço içinde YTL aktiflerin payı %66'dan %67'ye çıkarken, YTL pasiflerin payı da bir puan artarak %63'e çıkmıştır.

Sektörün fon kaynakları incelendiğinde, 2006 yıl sonuna göre en yüksek artışın %7.9 ile özkaynaklarda gerçekleştiği görülürken, bunu %2.7 ile mevduat ve %0.8 ile mevduat dışı kaynaklardaki artış izlemiştir. Özkaynaklardaki yüksek oranlı artışta, ödenmiş sermaye ve sermaye yedeklerindeki artış etkili olmuştur. Mevduat dışı kaynaklarda 2007 yılının ilk çeyreğinde bankaların uluslararası piyasalardan borçlanmalarının durması nedeniyle sınırlı bir artış gerçekleşmiştir. Toplam mevduatta ise, 2006 yıl sonuna göre YP mevduat %2.6, TP mevduat ise %2.8 artmıştır. 2006 yıl sonunda %38.4 olan YP mevduatın toplam mevduat içindeki payı 2007'nin ilk çeyreğinde %38.3'e gerilemiştir. Ancak kısa vadede, dalgalanma öncesi 2006 yılı Nisan ayındaki %34.4 olan seviyeye dönmesi pek muhtemel görünmemektedir.

Sektör net dönem karı, 2007 yılının Mart ayında geçen yılın aynı dönemine göre %24 oranında artarak 3.3 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir. Karlılıktaki artışta, net faiz marjının daralmasına ve diğer faaliyet giderlerindeki artışa rağmen, ücret ve komisyon gelirleri ile faiz gelirlerinin artışı etkili olmuştur. 2007 yılı Mart ayı itibariyle son bir yıllık dönemde, net faiz gelirleri %28, net ücret ve komisyon gelirleri ise %19 oranında artmıştır. İlk üç aylık dönemde, sektörün aktif karlılığı %0.7, özkaynak karlılığı ise %5.3 olarak gerçekleşmiştir. Yılın ilk çeyreğinde özkaynaklarda yaşanan hızlı artış, sermaye yeterliliğini olumlu etkilemiştir. 2006 yıl sonu itibariyle %22 olan mevduat bankalarının sermaye yeterliliği rasyosu, Mart 2007'de %22.5 seviyesine yükselmiştir.

(Kaynak: TBB)



**ABD ekonomisinin yılın geri kalanında daha iyi bir büyüme performansı göstermesi beklenirken, enflasyonist risklerin devam etmesi, FED'in 2007 yılında faiz indirimine gitmeyebileceği beklentisinin ağırlıkta olmasına neden olmakta**

ABD Temel Ekonomik Göstergeleri						
(%) Değişim	2002	2003	2004	2005	2006	En Son
Büyüme	1.6	2.5	3.9	3.2	3.3	0.6 (2007 I. ç.)
İşsizlik	5.8	6	5.5	5.07	4.6	4.5 (Mayıs 07)
Enflasyon (CPI)	1.6	2.3	2.7	3.4	2.6	2.6 (Nisan 07)
Fed Faiz Oranı	1.25	1	2.25	4.25	5.25	5.25 (Haziran 06)

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

Mayıs ayı boyunca yayınlanan veriler, ABD ekonomisinin nispeten daha olumlu bir görünüm kazanmasına yol açmıştır. Her ne kadar, 2007 yılı birinci çeyrek büyüme oranı %1.3'ten %0.6'ya revize edilmiş olsa da, Nisan ve Mayıs aylarına ilişkin ekonomik aktivite verileri, büyümenin yılın ikinci çeyreğinden itibaren canlanacağını göstermektedir.

2005 yılından beri ciddi bir enflasyon tehlikesiyle karşı karşıya olan ABD'nin Nisan ayı enflasyon verilerinde önemli bir değişiklik gözlenmemiştir. Nisan ayında, Üretici Fiyat Endeksi (ÜFE), genel bazda bir önceki aya göre %0.7 artmış, çekirdek bazda ise değişmemiştir. Genel olarak değerlendirildiğinde üretici fiyatları artışı beklentilerin çok fazla dışına çıkmamıştır. Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) ise bir önceki aya göre beklentilerin biraz altında, %0.4 oranında artarken, çekirdek TÜFE beklentiler doğrultusunda %0.2 artmıştır. Enflasyon yıllık bazda ÜFE'de %3.2, çekirdek ÜFE'de %1.5, TÜFE'de %2.6 ve çekirdek TÜFE'de %2.3 artmıştır. Öte yandan, FED'in en yakından takip ettiği enflasyon göstergesi olan ve %2'nin altına inmesini amaçladığı çekirdek Kişisel Tüketim Harcamaları (PCE) Endeksi, Nisan ayında aylık bazda %0.2 artması beklenirken %0.1 artmıştır. Çekirdek PCE'nin yıllık bazda artışı ise %2 olmuştur. Böylece, enflasyon Nisan ayında geçen aylara göre daha ılımlı bir görünüm arzemiş, fakat yine de ABD Merkez Bankası'nın (FED) özellikle çekirdek tüketici fiyatlarında gerçekleşmesini beklediği düşüş, Nisan ayında da yaşanmamıştır. Bu durum, FED'in 2007 yılında faiz indirimine gitmesi olasılığını azaltmıştır.

Enflasyon verilerinin, fiyatlar genel düzeyinin makul ölçüde arttığını göstermesine rağmen, FED yetkilileri enflasyon riskine ilişkin kaygılarını dile getirmeye devam etmektedir. 9 Mayıs'ta yapılan FED toplantısında, büyümeye ilişkin risklerin azaldığı ve enflasyonist baskıların varlığını koruduğu gerekçesiyle %5.25 olan faiz oranı değiştirilmemiştir. Toplantının daha sonra yayınlanan tutanaklarından FED'in, büyümedeki yavaşlamanın 2007 yılının geri kalanında azalmasını beklediği görülmüştür. Ancak, FED'in de dile getirdiği gibi, sıkı bir istihdam piyasasının mevcut olması ve yüksek kapasite kullanım oranlarının yanısıra enerji fiyatlarının yükselmesi riski, başlıca enflasyonist baskı unsurları olmaya devam etmektedir. Mayıs ayında yayınlanan tüketici güven endekslerinin beklentilerin üzerinde artması da, gelecek dönemde enflasyonda düşüş yaşanması olasılığını bir miktar azaltmıştır.

ABD istihdam verileri ise Mayıs ayında, istihdam piyasasında herhangi bir gevşeme olmadığını göstermektedir. Nisan ayında, beklentilerin altında artan (88,000 kişi), tarım dışı istihdam, Mayıs ayında 130,000 olan beklenti seviyesinin bir hayli üzerinde, 157,000 kişi artmıştır. İşsizlik oranı ise %4.5'te kalmıştır.

FED'in halen %5.25 olan ve birkaç ay öncesine kadar yılın ikinci veya üçüncü çeyreğinden itibaren düşürülmesi beklenen faiz oranının bir süre daha değiştirilmeyeceği beklentisi, ekonomik aktiviteye ilişkin verilerle de desteklenmektedir. Sanayi üretimi ve kapasite kullanım oranları Nisan ayında beklentilerin üzerinde artarken, FED'in eyalet şubelerince yapılan anketlere göre oluşturulan bölgesel üretim endekslerinden New York ve Philadelphia FED endeksleri yükseliş trendi çizmişlerdir. Chicago Satın Alma Yöneticileri (PMI) endeksi, ISM imalat sanayi ve hizmetler endeksleri de beklentilerin üzerine çıkarak 2007'nin ikinci çeyreğinde büyüme performansının artacağına işaret etmiştir.

Sonuç olarak, enflasyon artışını önlemek amacıyla ön planda tutan FED'in, faiz indirimine gitmesi olasılığı bu ay azalmış görünmekle birlikte, bu olasılığın tam olarak ortadan kalktığını söylemek yanlış olacaktır. Zira, Fed'in 2007 sonuna kadar beş toplantı daha yapması beklenmekte ve büyümenin yılın geri kalanında yavaşlamayacağı yönünde kesin bulgular bulunmamaktadır.

## Euro Bölgesi'nin güçlü büyüme performansının yanında, ECB'nin enflasyonist baskılar konusundaki endişesi devam etmekte

Euro Bölgesi Temel Ekonomik Göstergeleri						
(%) Değişim	2002	2003	2004	2005	2006	En Son
Büyüme	0.9	0.8	2.1	1.3	2.8	3.0 (2007 I. ç.)
İşsizlik	8.5	8.9	8.8	8.3	7.7	7.1 (Nisan 07)
Enflasyon (HICP)	2.28	1.97	2.36	2.22	1.9	1.9 (Nisan 07)
ECB Faiz Oranı	2.75	2	2	2.25	3.75	4.0 (Haz. 07)
M3 Para Arzı Artışı	6.9	7.1	6.6	7.4	9.7	10.4 (Nisan 07)

Kaynak: ECB, Eurostat, Reuters

Haziran'da yaptığı toplantıda faiz oranını %3.75'ten %4'e çıkarma kararı almıştır. ECB Başkanı Trichet toplantıdan sonra yaptığı açıklamada, faiz artırımı kararına gerekçe olarak likidite genişlemesi, istihdam piyasasındaki sıkılaşma ve ücret artışlarının yaratabileceği baskıyı göstermiştir. ECB, enflasyonun önümüzdeki birkaç ay içinde yavaşlayacağını ancak, yıl sonuna doğru tekrar artacağını öngörmekte, büyümeye yönelik risklerin ise kısa vadede geri planda olduğunu ifade etmektedir. Trichet, enflasyona karşı gereken tedbirlerin alınacağını belirtmekle birlikte, gelecek aylarda faiz artırımına gidilip gidilmeyeceği konusunda net bir ipucu vermemiştir.

Euro Bölgesi'nde yayınlanan verilere baktığımızda, verilerin ECB'nin öngörülerıyla tutarlı bir görünüm arzettiği görülmektedir. 2007'nin ilk çeyreğine ilişkin büyüme oranı %0.6 olarak teyit edilirken, 2006'nın son çeyreğinde %3.3 olarak gerçekleşen yıllık bazda büyüme oranı %3 olarak açıklanmıştır. Yatırım harcamalarının artış hızının istikrarlı olduğu görülürken, tüketimde bir miktar gerileme söz konusudur. 2007 I. çeyrek büyüme oranlarının bir önceki çeyrekteki artışların altında kalmasına rağmen, bu durumun ciddi bir risk oluşturmayıp, büyüme performansında belirgin bir gerileme beklenmemektedir. Nitekim, Nisan ayı sanayi üretimi verilerindeki artış da büyümenin yılın ikinci çeyreğinde canlılığını koruyacağına işaret etmektedir. Buna göre, Euro Bölgesi sanayi üretimi, Nisan ayında %0.3 artması beklenirken, bir önceki aya göre %0.4 artmıştır.

Euro Bölgesi enflasyonu Nisan ayı verilerine göre yıl başında yapılan tahminlerin altında kalmıştır. Harmonize Tüketici Fiyat Endeksi (HICP) Nisan ayında, Mart ayında olduğu gibi yıllık bazda %1.9 artmıştır. Enflasyon artışı geçtiğimiz yıl Nisan ayında %2.5 olarak gerçekleşmişti. Enflasyon artışına en çok etki eden kalemler, eğitim ve giyim olurken, talep koşullarında bozulma beklentisi bir hayli düşüktür.

Enflasyonist baskıları artırabilecek olması açısından yakından izlenen M3 para arzı Nisan ayında, Mart ayındaki %10.9 olan rekor seviyesinin altına inerek %10.4 artmıştır. M3 para arzı, aylık verilere göre değerlendirildiğinde gerilemiş olmasına rağmen, üç aylık ortalamalara bakıldığında, likidite genişlemesinin devam ettiğini göstermektedir.

İstihdam koşullarına bakıldığında ise, Mart ayında %7.2 olan işsizlik oranının Nisan'da %7.1'e gerilemesi, istihdam koşullarındaki sıkılaşmanın devam ettiğini göstermiştir.

Bu arada, ECB'nin yıl sonu enflasyon, işsizlik ve büyüme tahminleri revize edilmiştir. ECB'nin enflasyon tahmini %1.8'den %2'ye ve işsizlik oranı tahmini %7.5'ten %7.2'ye çekilirken, büyüme tahmini %2.5'ten %2.6'ya revize edilmiştir.

## Japonya'da enflasyonun düşeceği endişesi, Nisan ayı enflasyon verilerinin beklentiler doğrultusunda olması nedeniyle hafiflerken, büyüme verileri hayal kırıklığı yaratmıştır

Japonya Temel Ekonomik Göstergeleri						
(%) Değişim	2002	2003	2004	2005	2006	En Son
Büyüme	0.1	1.8	2.3	2.6	2.2	2.4 (2007 I. ç.)
İşsizlik	5.4	5.3	4.7	4.4	4.1	3.8 (Nisan 07)
Enflasyon (CPI)	-0.9	-0.3	0.0	-0.6	0.3	0.0 (Nisan 07)

Kaynak: IMF, OECD, Reuters

Japonya'nın büyüme oranı 2007'nin ilk çeyreğinde %0.7 olan beklentilerin biraz altında, %0.6 artarak, son 9 çeyrekte büyümeye devam eden Japon ekonomisinin, ticari yatırımlardaki düşüşe bağlı olarak bir miktar yavaşladığını göstermiştir. Japon ekonomisi Ekim-Aralık döneminde %1.2 büyümüştü. Büyüme oranı yıllık bazda %2.7 olması beklenirken %2.4 olarak gerçekleşmiştir. Büyüme oranının beklentilerin altında kalması, 2007'nin üçüncü çeyreğinde faiz artırımına gitmesi beklenen Japonya Merkez

Bankası'nın (BoJ), bu kararını bir müddet daha ertelemesi beklentisini bir miktar artırsa da, tüketici fiyatlarının Nisan ayında beklenenin üzerinde artması, Temmuz'da yapılacak olan parlamento seçimlerinin ardından faiz artırımına gidileceği beklentisinin devam etmesine neden olmuştur.

BoJ, bu ayki toplantısında Şubat ayında %0.50'ye çıkardığı faiz oranını değiştirmemiştir. BoJ yetkilileri yaptıkları açıklamalarda, enflasyonun uzun vadedeki görünümünün faiz kararları açısından daha önemli olduğunu belirtmişlerdir. Büyümenin önümüzdeki dönemde yavaşlaması ve enflasyonun düşüş eğilimi sergilemesi halinde, BoJ'un faiz artırımını ertelemesi mümkündür. Fakat, ABD ekonomisinin yılın ikinci çeyreğinden itibaren beklendiği gibi canlanması halinde, Japon ekonomisinin de bundan olumlu etkilenmesi beklenebilir.

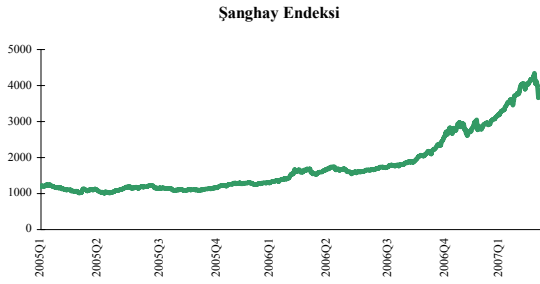
Geçen yıl sonundan beri gerileme eğilimi sergileyen Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE), Nisan ayında da gerilemeye devam etmiştir. Ancak, TÜFE'nin %0.1 olan beklenti düzeyi doğrultusunda gerçekleşmesi, enflasyon görünümü açısından olumlu algılanarak, BoJ'un yılın üçüncü çeyreğinde faiz oranını %0.75'e çıkaracağı beklentisini artırmıştır. Bu ayın önemli gelişmelerinden biri de Mart ayında %4 olan işsizlik oranının Nisan ayında beklenmedik bir şekilde en %3.8'e inmesi olmuştur. İşsizlik oranındaki gerileme, ekonominin canlılığının devam ettiğini göstermesinin yanında, hanehalkı harcamalarında ve dolayısıyla enflasyonda bir düşüş yaşanması ihtimalini azaltması açısından olumlu olarak algılanmıştır.

## Analiz:Çin borsasındaki gelişmelerin dünya piyasalarına etkisi

Ülkeler arasındaki finansal bağların güçlendiği son yıllarda, herhangi bir ülkede meydana gelen gelişmenin etkileri hızla diğer ülkelere de yayılmaktadır. Bu bağlamda, Çin'in uluslararası finansal piyasalara entegrasyonunun giderek artması da Çin piyasasının yatırımcılar tarafından yakından izlenmesini gerekli kılmaktadır. Yatırımcılar özellikle Çin'in hisse senedi piyasası, Çin Merkez Bankası'nın para politikası uygulamaları ve Çin'deki enflasyon gelişmeleri üzerine yoğunlaşmaktadırlar.

Çin borsasında Mayıs ayında görülen düşüşler, global bir düzeltme hareketini tetikleyebileceği endişesiyle, tedirginlik yaratmıştır. Özellikle, eski Fed Başkanı Alan Greenspan'ın 2007 yılının ilk beş ayında yatırımcı sayısı ve işlem hacmi önemli ölçüde artan Çin borsasının aşırı şiştiğini ve borsada hızlı bir düzeltmenin görülebileceğini belirttiği açıklamasının piyasalar üzerindeki olumsuz etkisinin ardından, Çin borsasında meydana gelen şişkinliğin giderilebilmesi amacıyla borsa işlemlerine uygulanan stopaj oranının %0.1'den %0.3'e çıkarılması, uluslararası piyasalar üzerinde de etkili olmuştur. Daha sonra, Çin hükümetinin borsada işlem gören yatırımlardan %20 oranında sermaye geliri vergisi alacağı söylentileri, Çin borsasının %8.3 değer kaybetmesine neden olmuştur. Mayıs ayındaki bu gelişmeler, Çin borsası üzerindeki tartışmaları artırmıştır.

### Çin Borsasındaki Balonun Boyutu ve Global Ekonomi Açısından Önemi



Global anlamda enflasyon oranlarının kontrol edilmesinde kritik rol oynayan Çin ekonomisinde varlık piyasasında ortaya çıkan aşırı değer artışları dikkat çekmektedir. Şanghai Bileşik Endeksi'nin, Mayıs ayında 2006'nın aynı ayına göre yaklaşık olarak %150, 2006 yılı sonuna göre ise %54 oranında yükseldiği dikkate alındığında, varlık piyasasında oluşan balon net olarak görülmektedir. Buna ek olarak, büyük ölçüde bireysel yatırımcıların yöneldiği Şanghai borsasında kişilerin borsaya ilgisi artarak devam etmektedir. 2006 yılında yaklaşık 6 milyon

hesabın açıldığı Çin borsasında, 2007 yılının ilk çeyreğinde 5.4 milyon yeni hesap açılmış, 842 şirketin işlem gördüğü Şanghai borsasının piyasa değeri, 2.3 trilyon dolara ulaşmıştır. Söz konusu veriler, Çin ekonomisinde hisse senedi piyasasına olan ilginin ne boyutlara ulaştığını açıkça göstermektedir.

### Çin'deki gelişmelerin uluslararası piyasalara olası etkisi

Çin hisse senedi piyasasındaki olası değer kayıplarının Çin ekonomisine ve uluslararası piyasalara etkileri değerlendirilirken Çin politika yapıcılarının davranışları gözden kaçırılmamalıdır. Gerek Şanghai borsasında işlem gören hisse senetlerinin yapısal özellikleri gerekse Çin hükümetinin aldığı önlemler varlık piyasalarında aşırı değer artışlarına karşı temkinli olduğunu ortaya koymaktadır. Fiyat şişkinliğinin ortaya çıktığı A tipi hisse senetlerinin birkaç önemli fon dışında yabancı yatırımcıya yasak olması ve sadece yuan kullanılarak işlem yapılması ayrıca, Çin borsasında işlem yapmak isteyen yabancı yatırımcıların alım-satımı konusunda daha esnek olan ve yabancı para kullanılarak işlem yapılan B tipi hisse senetleri üzerinde işlem yapabilmeleri, Çin borsasını yabancı yatırımcıların spekülatif akımlarından korumaktadır. Ayrıca, hükümetin borsa işlemlerine uygulanan stopajı arttırması ve alternatif yatırım araçlarını özendirilmeye yönelik çabaları konunun dikkatle izlendiğini göstermektedir. Çin borsasında herhangi bir hisse senedinin %10 değer kaybetmesi durumunda, o hisseye yönelik işlemlerin durdurulması da borsadaki aşırı oynaklığı engellemektedir.

Çin borsası ile ilgili değerlendirmeler yapılırken göz önünde bulundurulması gereken temel nokta, Çin borsasında ortaya çıkabilecek büyük bir düşüşün Çin ve dünya ekonomisine yansımalarının ne şekilde olacağıdır. 2001 yılında GSYİH'nin %52'sine ulaşan A tipi hisse senetlerinin, 2007 yılı Mayıs ayı itibariyle GSYİH'nin %72'sine yükseldiği dikkate alındığında borsaya bireysel katılımcı oranının çok yüksek olduğu görülmektedir. Bu bağlamda, Çin borsasında görülebilecek herhangi bir düşüş, hanehalkı servetinde bir azalmaya neden olacaktır. Ancak, böyle bir durumun ortaya çıkması halinde, yabancı yatırımcıların Çin borsasındaki portföylerinin sınırlı olması dolayısıyla, ekonomi yönetiminin gerekli önlemleri alacak konumda olduğu görülmektedir. Çin Merkez Bankası'nın sahip olduğu yüksek rezervler, bireysel yatırımcılara alternatif bir yatırım aracı olabilecek mevduat faizlerinin yükselmesi durumunda bankalara kaynak aktarımı olanağını vermektedir. Sonuç olarak, global piyasalar açısından Çin kaynaklı asıl risk unsurunu, Çin borsasındaki sınırlı düşüşlerden çok, Çin ekonomisindeki olası bir yavaşlamanın oluşturduğu düşünülmemektedir. Ancak, Çin borsasının hacmi dikkate alındığında global piyasaların etkilenmesi kaçınılmaz olmaktadır.

## Brezilya'nın kredi notlarının yükselmesi olumlu bir ekonomik performansa işaret etmektedir

Brezilya Temel Ekonomik Göstergeleri					
	2003	2004	2005	2006	2007 (En Son)
Büyüme	1.1	5.7	2.9	3.7	4.1*
İşsizlik	10.9	9.6	8.3	8.4	10.1 (Nisan 07)
Enflasyon	9.3	7.6	5.7	3.1	3.18 (Mayıs 07)
Faiz Oranı	16.5	17.7	18.0	13.0	12.43 (Mayıs 07)
Cari Denge (Milyar \$)	4.2	11.7	14.2	13.5	9.1*

Kaynak: Economic Intelligence Unit, Reuters, Economist  
\*: Tahmin



Brezilya'da Mayıs ayında enflasyon oranı beklentilerin bir miktar üzerinde %0.28'lik artış gösterirken, yıllık enflasyon oranı %3.18 olarak gerçekleşmiştir. Mayıs ayında enflasyondaki artış, yiyecek ve bazı tarım ürünleri fiyatlarındaki artıştan kaynaklanmıştır. 2006 yılının

ilgili döneminde aylık olarak fiyatlar genel düzeyinde artış yaşanmaması nedeniyle, Ağustos ayına kadar yıllık enflasyondaki artışın devam etmesi ancak, enflasyonun hedeften önemli bir sapma göstermemesi beklenmektedir.

Brezilya'da perakende satışlar Mart ayında bir önceki aya göre %1.1; yıllık bazda ise %11.5 yükselmiştir. Büyük ölçüde düşük faiz oranları, kredi genişlemesi ve çalışanların yüksek gelirlerinin kaynaklık ettiği perakende satışlardaki genişleme, yurtiçi talepteki düzelmeye ilişkin önemli bir gösterge olarak kabul edilmektedir.

Brezilya açısından Mayıs ayındaki en önemli gelişmeler, kredi derecelendirme kuruluşları Fitch ve Standard & Poor's'un Brezilya'nın kredi notlarında yaptığı artırımdır. Öncelikle Fitch, Brezilya'nın uzun vadeli döviz ve yerel para birimi cinsinden kredi notunu "BB"den "BB+"ya, ülkenin not tavanını da "BBB-"den "BB+"ya yükseltirken, Brezilya'nın kısa dönemli notunu ise durağan görünümü tanımlayan "B" notu ile ifade etmiştir. Kredi artırımına gerekçe olarak, Brezilya'nın dış şoklara olan dayanıklılığının artması gösterilmiştir. Mayıs ayı içinde Fitch'in ardından Standard & Poor's da Brezilya'nın ulusal para cinsinden uzun vadeli kredi notunu "BB"den "BB+"ya çıkarırken, döviz cinsi uzun vadeli kredi notunu "BB+"dan "BBB"ye yükseltmiştir. S&P, ülke görünümünü ise pozitif olarak teyit etmiştir. Ülke görünümünün pozitif olması, orta vadede yatırım ortamının iyileşeceğine yönelik bir işaret olarak algılanmıştır.

Uzun Dönem Ulusal Para Kredi Notları	
Fitch	S&P
<b>Yatırım Yapılabilir</b>	
AAA	AAA
AA+	AA+
AA	AA
AA-	AA-
A+	A+
A	A
A-	A-
BBB+	BBB+
BBB	BBB
BBB-	BBB-
<b>Spekülatif</b>	
BB+	BB+
BB	BB
BB-	BB-
B+	B+
B-	B-
CCC+	CCC+
CCC	CCC
CCC-	CCC-
CC	CC
C	C
DDD	SD
DD	D
D	

 : Brezilya  
 : Türkiye

Brezilya'nın kredi notlarındaki artışın temel olarak, devlet başkanı Lula döneminde uygulanmaya başlanan makroekonomik politikaların, ekonominin mali ve dış şoklara karşı kırılganlıklarını azaltmasıdır. Kredi notlarındaki son artışla, Brezilya'nın "yatırım yapılabilir" ülke seviyesine yükselmesi için bir aşama kalmıştır. Söz konusu durum, Brezilya'nın risk primlerinde önemli düşümlere neden olurken, yurtdışı piyasalardan düşük kredili ve uzun vadeli borçlanma olanaklarını arttıracaktır. Geçmiş yıllarda kredi notu bağlamında Türkiye ile aynı seviyede bulunan Brezilya, son artırımlarla Türkiye'nin önüne geçmiştir. Türkiye'de son dönemde siyasi belirsizliklerin arttığı göz önüne alındığında, mevcut seyrin bir süre daha devam etmesi beklenmektedir.

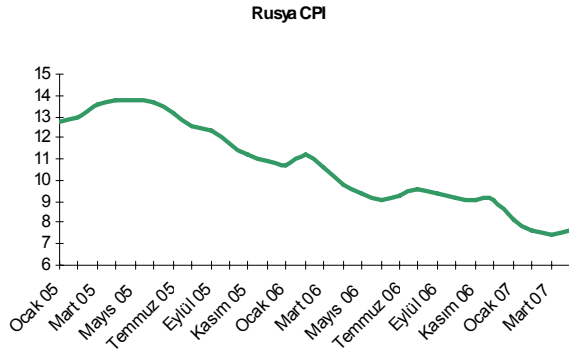
## Son açıklanan verilere göre, Rusya ekonomisinde enflasyon ve bütçe ile ilgili gelişmelerin dikkat çekici olduğu görülmektedir

Rusya Temel Ekonomik Göstergeleri					
	2003	2004	2005	2006	2007 (En Son)
Büyüme (%)	7.3	7.2	6.4	6.8	7.9 (1.Çeyrek)
İşsizlik	8.6	8.2	7.6	7.1	7.0 (Nisan 07)
Enflasyon (%)	13.7	10.9	12.7	9.0	7.8 (Nisan 07)
Cari Denge (Milyar \$)	35.4	59.9	83.3	95.6	21.8 (1.Çeyrek)

Kaynak: Economic Intelligence Unit, Reuters, Economist  
\*: Tahmin

2007 yılı ilk çeyrek verileri, Rusya ekonomisinin güçlü ekonomik performansının sürdüğünü göstermiştir. Nisan ayında ülkenin işsizlik oranı ise bir önceki aya göre 0.2 puan gerileyerek %7.0 seviyesinde gerçekleşmiştir.

Rusya'nın bütçe performansı Nisan ayında da düşük kalmıştır. 2007 yılının ilk çeyreğinde GSYİH'nın %7.1'i oranında gerçekleşen bütçe fazlası, Nisan ayı itibarıyla GSYİH'nın %2.6'sına gerilemiştir. Bütçe gelir ve harcamalarının hedeflere uyumlu bir seyir izlemesine karşın, geçmiş yıllarda, bütçe harcamalarının enflasyon üzerinde baskı yarattığı görülmüştür. Bu nedenle, bütçe performansındaki gerileme Rusya'da önümüzdeki dönemde fiyatlar üzerinde baskı yaratabileceği endişesiyle yakından takip edilmektedir.

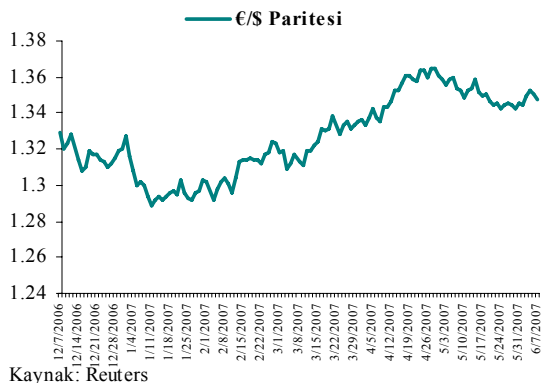


Rusya'da yılın ilk çeyreğinde düşüş eğilimine giren yıllık enflasyon oranının, Nisan ayında tekrar yükselişe geçmesinin ardından, Mayıs ayında da artmaya devam etmesi beklenmektedir. Nisan ayında %0.6 oranında artan tüketici fiyat endeksinin yıllık artış oranı %7.8 olarak gerçekleşmiştir. Tüketici fiyat endeksi Nisan ayı itibarıyla resmi hedefin altında bulunmasına karşın, artış eğiliminin devam etmesi, Rusya ekonomisi açısından önemli bir risk unsuru olarak görülmektedir. Söz konusu risk unsuru dikkate alan Rusya Merkez Bankası, 1 Temmuz 2007 tarihinden itibaren ticari bankaların mevduat münzam karşılıklarının arttırılacağını açıklamıştır. Bu gelişme, Rusya'da enflasyonun para

otoriteleri tarafından öncelikli bir risk unsuru olarak algılandığını göstermektedir. Ayrıca, enflasyonist baskılar nedeniyle rublenin önümüzdeki dönemde bir miktar değer kazanabileceği yetkililer tarafından dile getirilmiştir. Bu yüzden, 2007 yılında enflasyon oranını %8 seviyesinde tutmak için Rus hükümeti, kurları araç olarak kullanmayı planlamaktadır.

Rusya'da son üç ayda 61 milyar dolara ulaşan yabancı sermaye girişinde artış devam etmektedir. Rus yetkililer, 2007 yılında söz konusu trendin devam etmesi durumunda, yabancı sermaye girişinde 2006 yılında ulaşılan rekor seviyenin aşılabileceğini belirtmektedir. Yüksek yabancı sermaye girişleri, Rusya Merkez Bankası'nın rezervlerini, önemli ölçüde arttırmıştır. Mayıs ayının ilk haftası itibarıyla Rusya Merkez Bankası rezervleri 372.1 milyar dolara ulaşmıştır. Yabancı sermaye girişlerine karşı Merkez Bankası'nın yaptığı sterilizasyon çabaları Rusya'da kurlar üzerinde baskı yaratırken, enflasyonun yükseldiği bir ortamda dikkatle izlenmektedir.

## €/ \$ paritesi ABD ekonomisinin görünümünün olumluya dönmesiyle, daha çok dolar lehine hareket ederek, düşüş eğilimi sergilemiştir

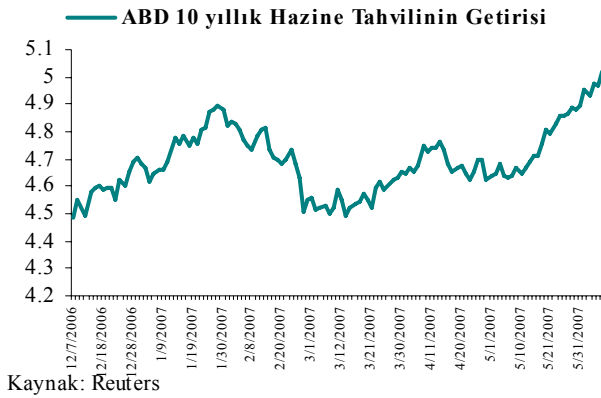


Geçtiğimiz ay ABD ekonomisinin görünümünün nispeten olumlu bir hal alması, doların değer kazanmasına ve €/ \$ paritesinin gerileyerek 1.36 seviyesinin altına inmesine yol açmıştı. Dolardaki değer artışı, bu ay yayınlanan ABD verilerinin büyümenin yılın geri kalanında toparlanacağına işaret etmesiyle, bu ay da devam etmiş, ancak çok keskin olmamakla birlikte dalgalanmalar geçtiğimiz aya göre daha fazla olmuştur. €/ \$ paritesi bu ay 1.3390-1.3590 aralığında dalgalanmış, 1.3590 seviyesi ay ortasında yayınlanan ABD TÜFE verisinin beklentilerin altında kalmasının, FED'in faiz indirimine gidebileceği

beklentisini kısa bir süreliğine artırmasıyla görülmüştür. 1.3390 seviyeleri ise, gelecek dönem için ABD ekonomisinin büyüme görünümünün ay sonuna doğru daha da pozitif bir hal alması ve enflasyonun yatay seyrediyor olmasının, FED'in yıl sonuna kadar faiz indirimine gitmeyeceği beklentisini artırmasının ardından gelinen seviyedir.

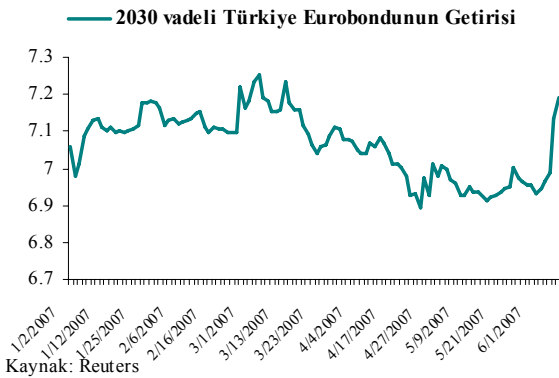
Önümüzdeki ay, finansal piyasalarda dalgalanmalara neden olabilecek başlıca faktör, Çin borsalarında yaşanabilecek ciddi bir düşüş olarak görülmektedir. Bu durumda doların değer kazanması olası görülmektedir. Ayrıca, FED'in enflasyonu ön planda tutan söyleminde bir değişiklik olması ve ECB'nin faiz artırımına devam edip etmeyeceği konusunun belirginlik kazanması da, €/§ paritesinin seyrini değiştirebilecektir.

## ABD Hazine Tahvilleri ay boyunca satış ağırlıklı işlem görürken, tahvil getirileri rekor seviyelere çıkmıştır



FED'in faiz indirimine gideceği beklentisinin giderek azalması, ABD Hazine tahvillerinin ay boyunca satış baskısı altında kalmasına neden olmuştur. Tahvil getirileri de buna paralel olarak yükseliş trendi çizmiştir. ABD Hazinesi'nin 10 yıllık tahvilinin getirisi, ay başındaki %4.64 seviyesinden, %5.15'lere kadar çıkmıştır. Tahvil getirilerinin Temmuz 2006'dan beri görülmemiş %5 seviyesinin üzerine çıkması, teknik bir düzeltme hareketi olarak görülürken, FED'in faiz indirimine gitmesi olasılığı belirgin bir şekilde artmadığı sürece, 10 yıllık tahvilin getirisinin %5'in üzerinde kalması olasıdır.

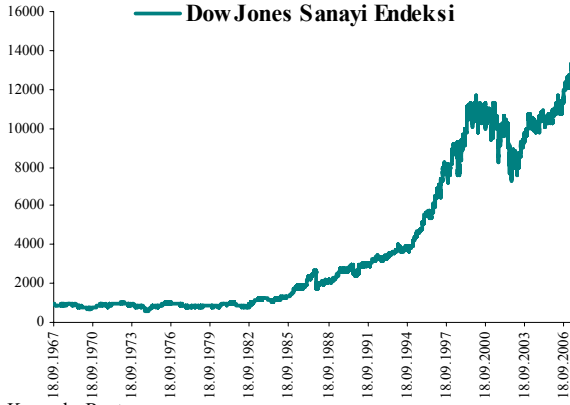
## Gelişmekte olan ülke tahvilleri, Çin borsalarının yarattığı tedirginlik ve gelişmiş ülke merkez bankalarının faiz artırımına devam edecekleri yönündeki kaygılarla gerilemiştir



FED eski Başkanı Greenspan'ın Çin borsasında son bir yıldır oluşan aşırı şişkinliğe dikkat çekmesi, ay ortasına kadar yatay bir seyir izleyen gelişmekte olan ülke tahvil piyasasından çıkışlar yaşanmasına yol açmıştır. Bu çıkışlar, ABD ekonomisinin geçen aylara göre daha olumlu bir görünüme kavuştuğu izleniminin artmasının getirdiği iyimserlik nedeniyle sınırlı olmuştur. Fakat daha sonra, ABD ekonomisiyle ilgili bu iyimser tablo, ABD faiz oranlarının gerilemeyeceği, hatta yükselmesinin ihtimal dahilinde olduğunu göstererek, gelişmekte olan ülkelere ilişkin risk algılamasını artırmıştır. Dikkatler gelişmiş ülkelerde uygulanan faiz oranlarına çevrilirken, global faiz artırımlarının devam edebileceği düşüncesi, gelişmekte olan ülke tahvillerine satış getirmiştir. 2030 vadeli Türkiye Eurobondunun 156.600'lere çıkmış olan fiyatı, bu endişelerin artması neticesinde 151.900'lere kadar inmiştir. Söz konusu tahvilin getirisi ise, ay başındaki 6.92 seviyesinden 7.20'lere çıkmıştır. Diğer gelişmekte olan ülkelerin uluslararası piyasalarda işlem gören tahvillerinde de benzer bir seyir görülmüştür. Brezilya'nın gösterge 2040 vadeli Eurobondunun getirisi, ay başında gerilediği 5.53 seviyesinden 6.22'ye kadar çıkmıştır. Gelişmekte olan ülke tahvilleri, bu ay ABD Hazine tahvillerine paralel bir seyir izlemiştir. Ancak ABD tahvillerine gelen satışlar, ABD ekonomisinin dinamiklerine bağlı olan teknik bir düzeltme hareketinden kaynaklanırken,

gelişmekte olan ülke tahvilleri risk algılamasının nispeten artması neticesinde satış görmüştür. Gelişmekte olan ülke tahvillerinin, önümüzdeki haftalarda ABD tahvillerine paralel hareket etmesi ihtimali biraz düşük olup, global faiz oranlarının artması ihtimalinden kaynaklanan tedirginliklerin kısa bir süre daha devam etmesi beklenmektedir.

## Dünya borsalarında, ay sonuna doğru Çin borsalarında oluşan balonun patlayacağına dair endişelerle, daha sonrasında ise, global faizlerin yükselebileceği beklentisiyle düşüş yaşandı



Kaynak: Reuters

	04.05.2007	07.06.2007 (%)	Değ.
<b>AVRUPA</b>			
Cac-40 (Fransa)	6,068	5,890	-2.93
Dax (Almanya)	7,476	7,618	1.90
FTSE-100 (İngiltere)	6,603	6,505	-1.48
IMKB 100	44,818	44,843	0.06
<b>AMERİKA</b>			
Nasdaq (ABD)	2,572	2,541	-1.21
Dow Jones (ABD)	13,264	13,266	0.02
Bovespa (Brezilya)	50,597	52,049	2.87
Merval (Arjantin)	2,163	2,158	-0.23
<b>ASYA</b>			
Nikkei (Japonya)	17,669	17,779	0.62
Shanghai Bileşik (Çin)	3,841	3,913	1.87

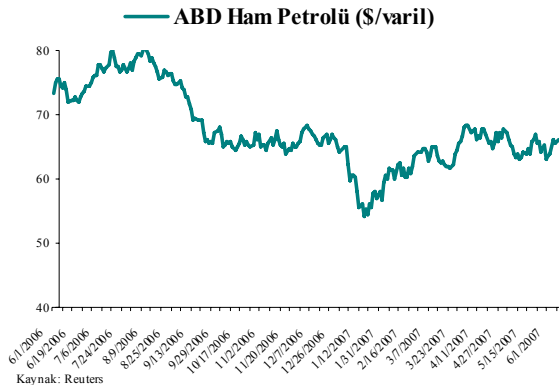
Kaynak: Financial Times, Reuters

düşüşlerden en az etkilenen Çin borsası olurken, IMKB 100 Endeksi en çok gerileyen borsalardan biri olmuştur.

Dünya borsalarında bu ay, ülke ve piyasa dinamikleri dışında hareketlilik yaşanmasına yol açan iki önemli gelişme meydana gelmiştir. Bunlardan ilki, ay ortasında FED eski Başkanı Greenspan'ın bu yılın başından beri yükseliş trendi içinde olan Çin borsalarında bir balon oluşmakta olduğu ve bu balonun patlaması olasılığının bulunduğu yönündeki açıklamaları idi. Sonraki günlerde, Çin otoritelerinin borsa işlemlerine uygulanan stopaj oranını %0.1'den %0.3'e çıkarmaları, düşüş etkisinin devam etmesine yol açmıştır. Çin kaynaklı gelişmeler, ABD ve Avrupa borsalarında da hissedilmiş ancak, en çok etkilenen borsalar, Asya başta olmak üzere gelişmekte olan ülke borsaları olmuştur.

Mayıs ayında ABD borsalarının, rekor seviyelere ulaşan yükselişi devam etmiştir. Özellikle sanayi hisselerinin ağırlıkta olduğu Dow Jones ve S&P endeksleri geçtiğimiz ay çıktıkları rekor düzeylerde seyretmiştir. Ancak, Haziran ayının ilk haftasında ABD ekonomisinin görünümündeki düzelmeye birlikte borsalarda da kar realizasyonu yaşanmıştır. ABD borsalarının uzun vadede sağlıklı olabilmesi açısından gerekli olan bu düşüşün, teknik bir düzeltme olduğu düşünülmektedir. ABD borsalarından yaşanan çıkışlarda, ABD Hazine tahvillerine gelen satışlar da, faiz oranlarının önemli ölçüde yükselmesine neden olarak, yatırım ortamı hakkında olumsuz beklentiler oluşmasına yol açmak suretiyle etkili olmuştur. Borsalarda Haziran ayının ilk haftasında yaşanan düşüşlerden en az etkilenen Çin borsası olurken, IMKB 100 Endeksi en çok gerileyen borsalardan biri olmuştur.

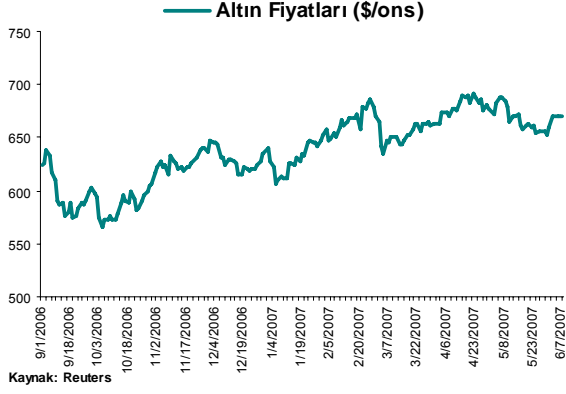
## Petrol fiyatları Mayıs ayında geçen aya göre yükselirken, altın fiyatları, ABD dolarındaki yükselişin etkisiyle gerilemiştir



Kaynak: Reuters

Ay başında 63 doların üzerinde olan ABD ham petrolünün varil başına fiyatı, Haziran ayının ilk haftasında 66 doların üzerine çıkarken, Brent petrolün varil başına fiyatı 71 doları geçmiştir. Petrol fiyatlarının yükselmesinde etkili olan başlıca faktör arz kaygılarıdır. Bu kaygılar, İran'ın atom çalışmalarında ilerleme kaydettiğini açıklaması, Umman'dan yapılan petrol sevkiyatının, meydana gelen fırtına yüzünden durması ve Ortadoğu'da mevcut istikrarsız ortamın yeni bir boyut kazanması ihtimaliyle, artmıştır. Ayrıca, OPEC'in petrol arzını artırmak yönünde bir girişimde bulunmaması da fiyatlar üzerinde baskı oluşturmuştur. ABD petrol stoklarının, yaz mevsiminde artacağı tahmin edilen talebi karşılamaya yetmeyeceği beklentisi de, ABD'de benzin fiyatlarının yükselmesinde etkili oluyor.





Altın fiyatları, ABD dolarının değer kazanmasının etkisiyle ay başındaki 680 dolar/ons civarından 655 dolar/ons'a kadar geriledikten sonra, gelen alımlarla bir miktar toparlanmıştır. Haziran ayının ilk haftasında hisse senedi ve tahvil piyasalarında yaşanan düşüşler, emtia fiyatlarına da düşüş şeklinde yansımıştır.

MAKROEKONOMİK GÖSTERGELER					
	2005	2006	En Son Yayımlanan		2007 HEDEF
<b>Reel Ekonomi</b>					
GSYİH (Cari Fiyatlarla, Milyon YTL)	487,202	576,322			
GSYİH (Cari Fiyatlarla, Milyar \$)	361.5	400.0			
GSYİH Büyüme Oranı (%)	7.4	6.1			
GSMH (Cari Fiyatlarla, Milyon YTL)	486,401	575,784			631.393
GSMH (Cari Fiyatlarla, Milyar \$)	360.9	399.7			
GSMH Büyüme Oranı (%)	7.6	6.0			5.0
Sanayi Üretim Endeksi Yıllık Değ. Oranı (%)	5.3	5.8	2.6	(Mart-2007)	
Kapasite Kullanım Oranı (%)	80.3	81.0	81.8	(Nisan-2007)	
İşsizlik Oranı (%)	10.3	9.9	11.4	(2007 Şubat)	
<b>Fiyat Gelişmeleri</b>					
TÜFE (Yıllık % Değişim)	7.72	9.65	9.23	(Mayıs 2007)	4.0
ÜFE (Yıllık % Değişim)	2.66	11.58	7.14	(Mayıs 2007)	
<b>Parasal Göstergeler (Milyon YTL)</b>					
M1	41,759	72,163	68.765	(25.05.2007)	
M2	153,146	297,481	318.899	(25.05.2007)	
M3	229,587	319,836	341.123	(25.05.2007)	
Emisyon	19,612	26,815	23.491	(01.06.2007)	
<b>TCMB Brüt Döviz Rezervleri (Milyon \$)</b>					
	48,320	60,845	66.826	(01.06.2007)	
<b>Döviz Kuru</b>					
Dolar/YTL	1.3483	1.4124	1.3451	(08.06.2007)	
Euro/YTL	1.5952	1.8604	1.7983	(08.06.2007)	
Kur Sepeti (1\$+0.77Euro)	2.5766	2.8574	2.7298	(08.06.2007)	
Euro/Dolar	1.1831	1.3172	1.3369	(08.06.2007)	
Dolar/Yen	117.49	118.94	121.35	(08.06.2007)	
TÜFE Bazlı Reel Kur Endeksi	171.20	160.20	170.02	(Nisan 2006)	
<b>Faiz Oranları</b>					
TCMB O/N (Borç Alma)	13,50	17.50	17.50	(08.06.2007)	
TRILIBOR O/N	15,08	17.98	17.50	(08.06.2007)	
<b>Ödemeler Dengesi (Milyon \$)</b>					
Cari İşlemler Açığı	-22,852	-31,316	-3,130	(Nisan)	-30.400
İthalat	116,048	137.032	47,643	(Ocak-Nisan)	149.700
İhracat	73,122	83.142	31,367	(Ocak- Nisan)	95.000
Dış Ticaret Açığı	-42,926	-51.891	-16,276	(Ocak-Nisan)	-54.700
<b>Kamu Ekonomisi (Milyon YTL)</b>					
Bütçe Gelirleri	134,819	171,309	60.424	(Ocak- Nisan)	188.159
Bütçe Giderleri	144,562	175,304	65.805	(Ocak- Nisan)	204.902
Bütçe Dengesi	-9,743	-3,995	-5.380	(Ocak- Nisan)	-16.743
Faiz Dışı Fazla	35,936	41,951	13.667	(Ocak- Nisan)	36.203
<b>Borç Stoku Göstergeleri</b>					
Merkezi Yön. İç Borç Stoku (Milyar YTL)	244.8	251.5	262.3	(Nisan – 2007)	
Merkezi Yön. Dış Borç Stoku (Milyar YTL)	86.8	93.6	89.8	(Nisan – 2007)	
Kamu Net Borç Stoku	269.1	257.8	257.8	(2006)	
<b>İMKB</b>					
İMKB-100	39,777	39,118	44,843	(08.06.2007)	

<b>TÜRK BANKACILIK SEKTÖRÜ</b>				
(Milyon YTL )	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>Ara.06</b>	<b>Mart 07*</b>
Toplam Aktif	306.464	396.962	499.708	498.812
Nakit Rezervler	32.867	46.751	63.015	70.380
Krediler	99.396	149.937	218.989	228.505
Menkul Değerler Portföyü	123.680	143.016	158.945	173.689
Mevduat	191.065	243.121	307.647	321.276
Mevduat Dışı Kaynaklar	70.423	100.108	132.512	114.980
Özkaynaklar	45.975	53.733	59.549	62.556
Net Dönem Karı	6.337	5.711	11.482	3.325
<b>Seçilmiş Rasyolar %</b>				
Kredi / Mevduat	52,0	61,7	71.2	71.1
Men.Değ.Port. / Mevduat	64,7	58.8	51.7	54.1
Özkaynak Karlılığı	13,8	11,8	19.3	5.3
Aktif Karlılık	2,0	1,4	2.3	0.8
Sermaye Yeterlilik Rasyosu	28,2	24,2	22.2	22.5

\* Kaynak: TBB-Diğerleri BDDK

<b>ULUSLARARASI EKONOMİK GÖSTERGELER</b>				
	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>En Son Yayımlanan</b>	
<b>Uluslararası Piyasalar</b>				
Altın (ons) \$	513.70	609	659.50	(07.06.2007)
Petrol (Varil) \$	58.70	55.61	66.62	(07.06.2007)
<b>Borsa Endeksleri</b>				
NASDAQ (ABD)	2.232	2.438	2.541	(07.06.2007)
DOW JONES (ABD)	10.888	12.423	13.266	(07.06.2007)
NIKKEİ (JAPONYA)	14.872	17.091	17.779	(07.06.2007)
DAX (ALMANYA)	5.193	6.652	7.618	(07.06.2007)
BOVESPA (BREZİLYA)	31.916	42.829	52.049	(07.06.2007)
MERVAL (ARJANTİN)	1.554	2.070	2.158	(07.06.2007)
<b>ABD 10 Yıllık Hazine Tahvili Getirisi (%)</b>	4.390	4.658	5.1405	(07.06.2007)
<b>Türkiye 2030 Vadeli Eurobond Getirisi (%)</b>	7.130	7.201	7.133	(07.06.2007)

Ekonomik Araştırmalar Servisi

PİYASALAR GRUBU

Rukiye Alçıkaya	Müdür Yardımcısı	<a href="mailto:rukiye.alcikaya@vakifbank.com.tr">rukiye.alcikaya@vakifbank.com.tr</a>	0312 –455 84 87
Nazan Kılıç	Uzman	<a href="mailto:nazan.kilic@vakifbank.com.tr">nazan.kilic@vakifbank.com.tr</a>	0312 –455 84 89
Ümit Ünsal	Uzman Yardımcısı	<a href="mailto:umit.unsal@vakifbank.com.tr">umit.unsal@vakifbank.com.tr</a>	0312 –455 84 86
Bilge Özalp Türkarlan	Uzman Yardımcısı	<a href="mailto:bilge.ozalp@vakifbank.com.tr">bilge.ozalp@vakifbank.com.tr</a>	0312 –455 84 88
Zeynep Burcu Bulut	Uzman Yardımcısı	<a href="mailto:ZeynepBurcu.BULUT@vakifbank.com.tr">ZeynepBurcu.BULUT@vakifbank.com.tr</a>	0312 –455 84 93

SEKTÖR GRUBU

Hülya Yılmaz	Müdür Yardımcısı	<a href="mailto:hulya.yilmaz@vakifbank.com.tr">hulya.yilmaz@vakifbank.com.tr</a>	0312 –455 84 84
Şahin Şakir Önder	Uzman Yardımcısı	<a href="mailto:sahinsakir.onder@vakifbank.com.tr">sahinsakir.onder@vakifbank.com.tr</a>	0312 –455 84 85
Pelin Sencer Kaptan	Yetkili Yardımcısı	<a href="mailto:halidepelin.kaptan@vakifbank.com.tr">halidepelin.kaptan@vakifbank.com.tr</a>	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.