

EKONOMİK GÖRÜNÜM

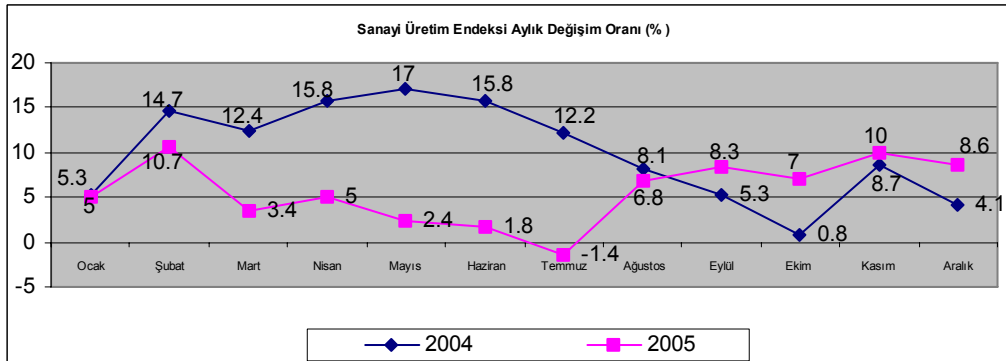
MART 2006

REEL SEKTÖR

► Aylık Sanayi Üretim Endeksi

Aylık Sanayi Üretim Endeksi, 2005 yılı Aralık ayında bir önceki yılın aynı ayına göre %8,6 oranında artarak 139,7'ye; imalat sanayi üretim endeksi ise %8,7 oranında artarak 139'a yükselmiştir.

Sanayi üretimi artış oranı 2005 Eylül ayına kadar 2004 yılındaki artış oranlarından daha düşük iken Eylül ayından itibaren bir önceki yılın aynı döneminden daha yüksek bir performans göstermiştir. Mevsimsellikten arındırılarak yapılan incelemede de sanayi üretiminde artışın sürdüğü görülmektedir. 2004 yılının ilk dokuz aylık döneminde yüksek seyreden sanayi üretimi, yılın son çeyreğinde ekonomideki soğuma nedeniyle yavaşlamıştır. 2005 yılının son çeyreğindeki yüksek üretim artışı bir ölçüde bu durumun yarattığı baz etkisinden kaynaklanmıştır. Ancak yılın tamamını değerlendirdiğimizde sanayi üretim artış performansı kriz sonrası dönemin bütününe ortalamasına göre daha düşük kalmıştır. Toplam sanayi üretimi 2002-2005 yılları arasında ortalama %9,3 oranında; imalat sanayi üretimi ise ortalama %10,2 oranında büyürken; 2005 yılında toplam sanayi büyüme oranı %5,5; imalat sanayi büyüme oranı %4,9 olarak gerçekleşmiştir. 2005 yılında imalat sanayi büyüme oranına konut sektöründe yaşanan gelişmelere bağlı olarak konut sektörüyle doğrudan ya da dolaylı bağlantılı olan sektörlerdeki üretim artışı önemli katkı sağlamıştır.



İKTİSADİ FAALİYET KOLLARI	ARALIK				ON İKİ AYLIK ORTALAMA			
	2005		2004		2005		2004	
	Endeks	Değişim	Endeks	Değişim	Endeks	Değişim	Endeks	Değişim
Toplam Sanayi	139,7	8,6	128,6	4,1	130,1	5,5	123,4	9,8
Madencilik Sektörü	100,6	14,8	87,6	4,5	94,0	13,8	82,6	4,0
İmalat Sanayi Sektörü	139,0	8,7	127,9	4,1	129,7	4,9	123,6	10,4
Elektrik, Gaz ve Su Sektörü	170,5	5,8	161,1	5,8	156,1	7,4	145,3	6,8

Kaynak : TÜİK

2004 yılında ortalama 123,4 olarak gerçekleşen endeks değeri 2005 yılında %5,4 oranında artarak 130,1'e yükselmiştir. İktisadi faaliyet kolları itibarıyla baktığımızda ise sektör ağırlığı %86,92 olan imalat sanayi sektöründe %8,7; sektör ağırlığı %8,19 olan elektrik, gaz ve su sektörleri ile sektör ağırlığı %4,89 olan madencilik sektöründe ise sırasıyla %5,8 ve %14,8 oranında artış kaydedildiği görülmektedir.

İmalat sanayi iktisadi faaliyet kollarına göre yapılan değerlendirmede, tekstil, giyim, deri gibi endekste önemli ağırlıkları olan ve Çin rekabetinin yoğun olarak hissedildiği sektörlerde üretim daralmasının Aralık ayında da devam ettiği, bunlara ek olarak diğer ulaşım araçları, rafine edilmiş petrol ürünleri, basım, yayım, makine ve teçhizat sektörlerinde üretim daralması yaşandığı; diğer alt sektörlerde ise bazılarında çok yüksek oranlarda olmak üzere üretim artışları sağlandığı görülmektedir. Son bir yıllık dönemde sanayi üretim endeksi içindeki payları düşük olsa da (%0,05) büro, muhasebe, bilgi işlem makinelerindeki %109,5'lük, mobilya (%1,30) üretimindeki %93,3'lük, tıbbi, hassas, optik aletler ve saat (%0,26) üretimindeki %67,2'lik artış dikkat çekicidir. Sanayi üretim endeksi içinde görece payı yüksek olan kimyasal ürün imalatında %21,8'lik artış yaşanırken, plastik kauçuk ürünleri, elektrikli makine ve cihaz, kağıt ve kağıt ürünleri, ağaç ve mantar ürünleri imalatında da üretim artışları gerçekleşmiştir. 2005 yılının son ayında da daha önceki aylarda olduğu gibi inşaat sektöründeki gelişmeler paralelinde metalik olmayan diğer mineral maddeler, metal eşya sanayi ve mobilya sektörleri gibi alt sektörlerde hızlı üretim artışları görülmektedir.

► Kapasite Kullanım Oranı

2005 yılı Ocak ayında %76,6 olarak gerçekleşen üretim değeri ağırlıklı kapasite kullanım oranı Ocak 2006 döneminde %75,5 olarak gerçekleşmiştir. Kapasite kullanım oranının Aralık 2005'te % 80,7 olduğu göz önüne alındığında Ocak ayında önemli bir düşüşün olduğu görülmektedir. Mevsimsel etkilerden arındırılarak yapılan değerlendirmede ise, kapasite kullanım oranının bir önceki aya göre %2,2 oranında gerilediği görülmektedir. Söz konusu dönemde kapasite kullanım oranının düşmesinde bayram tatilinin uzun olması nedeniyle çalışılan işgünü sayısında ortaya çıkan kaybın ve soğuk hava koşullarının etkili olduğu düşünülmektedir.

2006 Ocak ayında son bir yıllık süreçte, 22 alt sektörden 11'inin kapasite kullanım oranlarında düşüş görülürken, 10'unun kapasite kullanım oranı yükselmiş, bir sektörde ise değişiklik olmamıştır. Bir yıllık süreçte gıda, tütün ürünleri, deri, ağaç ve mantar ürünleri, kimya, metal eşya sanayi, makine teçhizat, bilgi işlem makineleri, tıbbi, optik aletler, taşıt araçları ve karoseri sektörlerinin kapasite kullanım oranları artarken; mobilya sektörü kapasite kullanım oranı değişmemiş, tekstil, giyim, kağıt ve kağıt ürünleri, basım-yayım, kok kömürü ve rafine edilmiş petrol ürünleri, plastik-kauçuk, metalik olmayan diğer mineral maddeler, ana metal sanayi, radyo, TV haberleşme araçları, elektrikli cihazlar ve diğer ulaşım araçları sektörlerinin kapasite kullanım oranlarında düşüş gerçekleşmiştir. 2006 Ocak ayında altı sektörde kapasite kullanım oranları %80'in üzerinde iken, onaltı sektörde %80'in altına düşmüştür.

Tam Kapasite Çalışmama Nedenleri (%)	Ocak ayı	
	2006	2005
İç pazarda talep yetersizliği	44.6	54
Dış pazarda talep yetersizliği	19.8	15.4
Mali imkansızlık	2.7	3.2
Yerli mallarda hammadde yetersizliği	4.2	3.7
İthal mallarda hammadde yetersizliği	2	2.1
İşçilerle ilgili meseleler	1.6	1.8
KAYNAK: DİE		

2006 yılı Ocak ayında kapasite kullanım oranındaki düşmeyi açıklayıcı bir unsur olarak dış pazarda talep yetersizliğinin öne çıktığı görülmektedir. Bunun yanı sıra, yerli mallarda hammadde yetersizliğinin de etkisini artırdığı, diğer faktörlerin tam kapasite ile çalışmama nedenleri olarak etkilerinin azaldığı tespit edilmektedir.

► **Büyümenin Sürdürülebilirliğine Farklı Bir Yaklaşım**

İmalat Sanayi Üretimindeki Gelişmeler 2000-2005

	2000 Ortalama Büyüme	2005 Ortalama Büyüme	2002-2005 Ortalama Büyüme
Gıda	3.7	6.2	4.1
Tütün	8.1	13.2	-1.8
Tekstil	10.0	-11.9	0.3
Giyim	6.6	-12.5	-1.0
Deri	6.7	-19.8	1.4
Ağaç ve Mantar Ürünleri	15.3	15.8	12.4
Kağıt	-8.7	4.8	9.4
Basım-Yayım	21.0	0.9	12.8
Kok, Rafine Edil.Petrol Ürün.	-11.4	-0.1	1.9
Kimya	9.1	7.2	11.6
Plastik-Kauçuk	14.8	20.3	15.3
Metalik Olm.Diğer Min.Mad.	7.7	10.3	10.1
Ana Metal San.	3.6	3.4	9.3
Mak.Teç Hariç Metal Eşya	-2.0	31.5	11.2
Makine-Teçhizat	6.7	1.0	19.0
Büro, Muh. Bilgi İşl. Mak.	-49.7	23.3	40.2
Elektrikli Makine	4.6	17.3	6.7
Radyo, TV, Haberleşme	22.1	5.4	27.7
Tıbbi,Hassas Optik Aletler	0.0	38.2	15.4
Taşıt	47.8	9.6	34.4
Diğer Ulaşım araç.	-21.3	-7.4	-8.3
Mobilya	19.6	41.4	5.0

Kaynak : TÜİK

değişmekte olup, sektörlerin özelliklerinden dolayı kullanılan girdilerin de ileri teknoloji ürünleri olduğu görülmektedir. Sektörler sermaye yoğun olarak faaliyet gösteren, ileri teknoloji ürünleri kullanan büyük ölçekli firmalardan oluşmaktadır.

Türkiye'nin dünyayla entegrasyon sürecinde gelişme kaydeden, sanayi üretiminde ağırlığını artıran sektörler, YTL'deki değerlenmenin yarattığı ucuz ithalat avantajını kullanmışlardır. Tekstil, deri, giyim gibi üretimleri azalan ve rekabet güçlerini kaybetme eğilimine giren sektörler ise YTL'nin değerlenmesi, işgücü ve enerji üzerindeki vergi yükünün ağır olması ve özellikle de Çin'in dünya ticaretindeki payının artmakta olmasının yarattığı rekabet baskısı nedeniyle dezavantajlı duruma düşmüşlerdir.

Kriz ortamından çıkış sürecinde reel ücretlerde artış olmamasının yarattığı avantajı kullanan firmalar, bir yandan verimlilik düzeyini artırmaya çalışarak bir yandan da kar marjlarını düşürerek üretimlerini sürdürme çabası içine girmişlerdir. Ancak son açıklanan verimlilik ve reel ücret verileri doğrultusunda verimlilik artışlarında sınıra gelindiği, reel ücretlerde ise hafif kıpırdanmaların olduğu görülmektedir. Bu çerçevede ele alındığında firmalar düşük reel ücret ve görece olarak yüksek verimlilik artışı sayesinde sağladıkları avantajları kaybetme sürecine girmişlerdir. Firmalar açısından bu maliyet avantajlarının kaybolması, YTL'nin değerlenmesinin devam ettiği bir ortamda hem iç piyasada hem de uluslararası alanda rekabet güçlerini erozyona uğratmaktadır. Mevcut iktisat politikaları itibarıyla döviz kurunun bir politika aracı olmadığı ve Merkez Bankası'nın bir döviz kuru taahhüdüne sahip olmadığı dikkate alınırsa firmaların rekabet gücünü arttırmak açısından işgücü ve enerji üzerindeki ağır vergi yükünün düşürülmesi önemli bir gündem maddesi haline gelmektedir.

¹ 02.02.2006 tarihli "Büyüyen Sektörlerin Artan İthalatı ve Cari Açığa İlişkin Gelişmeler" Başlıklı Politika Notu

Küresel ekonomik ortamdaki gelişmeler paralelinde Türkiye ekonomisinin içinde bulunduğu dönüşüm sürecinin iyi yönetilmesi açısından, hem süreçten olumsuz etkilenen sektörlerin sorunlarına çözüm getirecek yapısal önlemleri içeren, hem de süreçten faydalanan sektörlerin gelişme trendlerinin devamını sağlayacak bir sanayi politikasının oluşturulması ve büyüme stratejisi belirlenmesi bir gereklilik haline gelmiştir. Bu doğrultuda, enerji ve istihdam üzerindeki yüksek vergi yükünün OECD ülkeleri seviyesine düşürülmesinin yanısıra, bölgesel ve sektörel asgari ücret uygulamalarının getirilmesi, sektör ve belirli ürünler bazında AB ile uyumlu bir teşvik sisteminin oluşturulması önemli adımlar olacaktır. Öne çıkan sektörlerin bu konularını sürdürmeleri, kullandıkları ithal girdileri kısa dönemde olmasa bile uzun dönemde yerli girdilerle ikame etmelerini sağlayacak bir üretim yapısının oluşturulmasıyla mümkün olacaktır. Yukarıda da değinildiği gibi kullanılan girdiler ileri teknoloji ürünleridir. Türkiye'nin ileri teknoloji ürünleri üretecek iyi eğitilmiş işgücüne ve bu işgücü stokunu yaratmaya yönelik uzun vadeli bir eğitim politikası oluşturulmaya ihtiyacı vardır. İşgücünün eğitim düzeyinin yükseltilmesi hem kalifiye eleman sayısını artıracak hem de verimlilik artışı ile birlikte üretimin sürekliliğine katkıda bulunacaktır.

Sağlanan istikrar ortamının sürdürülebilirliği, büyümenin sürdürülebilirliğine bağlıdır. Oluşturulan büyüme stratejisi küreselleşme sürecinde büyük önem taşıyan rekabet ve verimlilik konularına odaklanmış uzun vadeli bir strateji olmalıdır.

► İşgücü Piyasasındaki Gelişmeler

Kurumsal Olmayan Sivil Nüfusun İşgücü Durumu	2005				
	2004 III. Dönem	2004 IV. Dönem	Eylül	Ekim	Kasım
Kurumsal Olmayan Sivil Nüfus (000)	70,685	70,949	71,827	71,915	72,006
15 ve daha yukarı Yaşta Nüfus (000)	49,944	50,189	50,991	51,050	51,146
İşgücü (000)	25,265	24,297	24,989	24,683	24,539
İstihdam (000)	22,874	21,870	22,566	22,197	21,928
Eksik İstihdam (000)	1,010	764	813	843	802
İşsiz (000)	2,390	2,428	2,423	2,487	2,611
İşgücüne Katılma Oranı (%)	50.6	48.4	49	48,4	48.0
İstihdam Oranı (%)	45.8	43.6	44.3	43.5	42.9
İşsizlik Oranı (%)	9.5	10	9.7	10,1	10.6
Eksik İstihdam Oranı (%)	4	3.1	3.3	3.4	3.3
İşgücüne Dahil Olmayanlar (000)	24,679	25,891	26,002	26,366	26,607

Kaynak : TÜİK

TÜİK tarafından hareketli üçer aylık dönemler esas alınarak her ay açıklanan işgücü istatistiklerinin 2005 yılının son çeyreğine ilişkin Ekim-Kasım-Aralık ayı verilerinden oluşturulan ve Kasım ayı olarak açıklanan verilere göre, sözkonusu dönemde işsizlik oranı %10,6 olarak gerçekleşmiştir. Aynı yöntemle Haziran ve Temmuz ayı verilerine göre işsizlik oranı %9,1'e kadar gerilemiş; Ağustos ayında %9,4; Eylül ayında %9,7; Ekim ayında %10,1 olarak gerçekleşmiştir.

İşsizlik oranlarındaki artış son dönemde ülkemizde "Büyümenin istihdam yaratma gücü neden düşük kalıyor?" sorusu etrafında yapılan tartışmaları tekrar gündeme getirmektedir. Bu çerçevede baktığımızda ülkemizde büyüme sürecinde alt sektörler itibarıyla üretim yapısındaki değişimin istihdam yaratıcı özelliklere sahip olmadığı ve başka bir biçimde söylenirse işsizliğin giderek talep yetersizliğinden kaynaklanan konjonktürel bir işsizlikten teknolojik nedenlerden kaynaklanan yapısal bir işsizliğe dönüşme eğilimine girdiği söylenebilir. Bu bağlamda toplam talebin yönetimine dayalı politikaların dışında işgücünün ve işgücü piyasasının yapısını değiştiren, dönüştürücü politikaların devreye sokulması bir gereklilik haline gelmektedir.

VakıfBank Ekonomik Araştırmalar Birimi olarak 2006 yılı Büyüme oranı tahminimiz %4,75'tir.

PARA POLİTİKASI ANALİZİ

► YTL'deki değerlenme devam ediyor

Son dönemde ekonomi gündemini en çok meşgul eden konulardan biri YTL'de yaşanan değerlenme sürecidir. 2001 yılında yaşanan krizle birlikte döviz kurlarında ani bir sıçrama yaşanmış, daha sonra ekonomide istikrarın sağlanmasına paralel olarak YTL güçlenmeye başlamıştır. YTL'nin değer kazanma süreci 2002 yılında başlamış, 2003 ve 2004 yıllarında azalarak devam ettikten sonra 2005 yılında tekrar hız kazanmıştır. Bu durum Merkez Bankası tarafından hesaplanan TÜFE ve ÜFE bazlı reel efektif döviz kuru endekslerindeki artıştan görülmektedir. Söz konusu göstergelerdeki bu değişim, kimi zaman YTL'nin aşırı değerli olduğu yönünde yorumlamalara neden olmaktadır. Ancak bu endeksler yalnızca YTL'nin, belli bir zaman aralığında değer kazanıp kazanmadığı yönünde fikir vermektedir. Dolayısıyla sadece bu göstergelere bakarak böyle bir çıkarımda bulunmak hatalı yorumlara neden olmaktadır. Örneğin TÜFE bazlı reel efektif döviz kuru endeksine bakıldığında, 2001 yılında 112.5 olan ortalama endeks değerinin, 2005 yılında 160 olduğu görülmektedir. Dolayısıyla bu dönemdeki değişim %42 olmaktadır, yani bu endekse göre YTL dört yılda reel olarak ortalama %42 değer kazanmıştır. Ancak bu artışa bakıp YTL'nin %42 aşırı değerlendirildiğini söylemek mümkün değildir. Böyle bir analiz biçimi, 2001 yılında oluşmuş kurun denge kuru olduğunu varsaymakla kalmayıp, aynı zamanda endekslerin hesaplanmasındaki diğer sorunları² da gözardı etmektedir.

Nominal ve Reel Efektif Döviz Kurunun Gelişimi										
	Dönem Sonu		Ortalama							
	Oca.06	Ara.05	2005	2004	2003	2002	2001	2000		
Euro/YTL	1.605 (-0.4)	1.598	1.678 (5.9)	1.776 (-4.7)	1.693 (-15.2)	1.437 (-23.5)	1.099 (-47.5)	0.577		
Dolar/YTL	1.328 (1.6)	1.350	1.347 (6.1)	1.429 (5.0)	1.500 (0.9)	1.513 (-18.6)	1.231 (-49.1)	0.627		
T.Reel Ef. Kur	172.4 (0.6)	171.4	160.0 (11.5)	143.5 (5.1)	136.5 (9.0)	125.2 (11.3)	112.5 (-17.6)	136.5		
Ü.Reel Ef. Kur	149.1 (1.1)	147.5	143.1 (8.0)	132.4 (4.5)	126.8 (8.9)	116.4 (18.4)	98.3 (-14.0)	114.4		

*Parantez içindeki değerler bir önceki döneme göre yüzde değişimleri göstermekte olup nominal kurlardaki değişimler dolaysız kotasyonlardan hesaplanmıştır. Bu nedenle pozitif değişim YTL'nin değer kazandığını göstermektedir.
Kaynak: TCMB

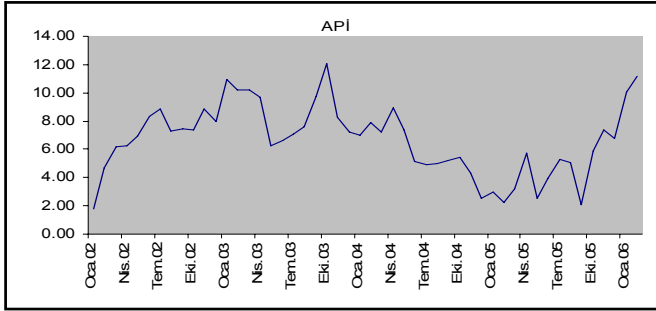
YTL'nin değerlenmesi sürecinde iki temel faktör öne çıkmaktadır. Bunlardan birincisi ters para ikamesi, ikincisi ise yabancı sermaye girişinin artmasıdır. Bu etkilerle son dört yıldır reel olarak değer kazanan YTL, 2005 yılında nominal olarak da değer kazanmıştır. Yukarıdaki tablodan da görüldüğü üzere YTL 2005 yılında nominal olarak Dolar ve Euro karşısında sırasıyla ortalama %6,1 ve %5,9 değerlenmiştir. 2005 yılında özelleştirme gelirlerinde artış ve uluslararası likidite koşullarındaki uygun koşulların etkisiyle döviz arzının artması bu sonucun ortaya çıkmasındaki temel etkidir.

Söz konusu süreç farklı makroekonomik göstergelere farklı şekillerde yansımaktadır. Kurlarda yaşanan gerileme enflasyonun düşmesindeki en önemli faktörlerden biri olarak karşımıza çıkmaktadır. Söz konusu etkinin temel olarak üç farklı kanaldan geldiğini söyleyebiliriz. Birincisi maliyet kanalı olup, ithal girdi maliyetlerinin azalması şeklinde ortaya çıkarken (bu etki 2005 yılında petrol fiyatlarındaki artışın enflasyona yansımaları sınırlamıştır) ikinci etki talebin yurtdışı mallara kaymasına bağlı olarak ortaya çıkmaktadır. Üçüncü etki ise beklentiler yoluyla kendini göstermektedir. Bilindiği gibi çok uzun süre yüksek enflasyon yaşayan ülkelerde geçmişe dönük endeksleme alışkanlıkları enflasyonist ataletle neden olmakta bu da enflasyonla mücadeleyi zorlaştırmaktadır. Bu gibi durumlarda beklentileri politika hedefleriyle uyumlu hale getirebilmek için, karar birimleri tarafından referans olarak alınan bir takım makroekonomik değişkenlerin çapa (*pegging*) olarak kullanılması gündeme gelmektedir. Türkiye'de de 2000 yılında uygulamaya konulan ve başarısız olan döviz kuruna dayalı istikrar programı bu nitelikte bir programdı. Mevcut durumda döviz kurlarının gösterdiği seyir benzer bir etki yaratmakta ve beklentiler kanalıyla enflasyonun düşmesinde etkili olmaktadır. Ancak geçmişten farklı olarak TCMB herhangi bir kur taahhüdünde bulunmamakta ve etki tamamen piyasa dinamikleriyle ortaya çıkmaktadır, dolayısıyla da sonuçları itibarıyla daha etkin olmaktadır.

² Ayrıntılı bilgi için bakınız: *Reel Efektif Döviz Kuruna İlişkin Yöntemsel Açıklama*, www.tcmb.gov.tr

YTL'nin değerlendirilmesinin bir diğer sonucu ise uluslararası ticarete fiyat rekabetini olumsuz etkilemesi şeklinde ortaya çıkmaktadır. Ancak şunu belirtmek gerekir ki kur rekabet gücünü belirleyen faktörlerden sadece bir tanesidir.

YTL'nin değerlendirilmesine paralel olarak TCMB'nin döviz alımları da artmakta ve bu nedenle ortaya çıkan likidite fazlası APİ ile geri çekilmektedir. Bu işlemler nedeniyle TCMB'nin para piyasasındaki etkinliği artmakta ve böylece TCMB'nin belirlediği kısa vadeli faiz oranlarının referans faiz olma kabiliyeti artmaktadır. Ancak bu sürecin açık bir iktisadi maliyeti de bulunmaktadır.



Yandaki Grafikte 2002 yılından itibaren APİ kaleminin aylık ortalama değerleri verilmektedir. Görüldüğü gibi TCMB'nin APİ'den doğan yükümlülükleri 2002 yılından 2003 yılının üçüncü çeyreğine kadar artmış, bu tarihten sonra azalmaya başlamış ve 2005 yılının ortalarından itibaren tekrar yükselmeye başlamıştır. Bu süreçte ilk yükselişin temel nedeni 2001 krizinden sonra kamu bankalarının görev zararlarının karşılanmasına yönelik verilen iç borçlanma senetlerinin yarattığı likidite etkisinin

sterilizasyonuna yönelik işlemlerdir. İkinci yükseliş trendinin ana nedeni ise 2005 yılında artan ve 2006 yılına da rekorla başlayan döviz alım müdahaleleri nedeniyle ortaya çıkan likiditenin sterilizasyonuna yönelik işlemlerdir. Döviz alım müdahalelerinin bu şekilde bir maliyet yaratmaması yanı sıra bu işlemlerin para politikası uygulamaları açısından TCMB'nin esnekliğini sınırlaması -TCMB Bilançosunun büyük ölçüde bu işlemler neticesinde belirlenmesi nedeniyle- söz konusu işlemleri eleştiri konusu haline getirmektedir.

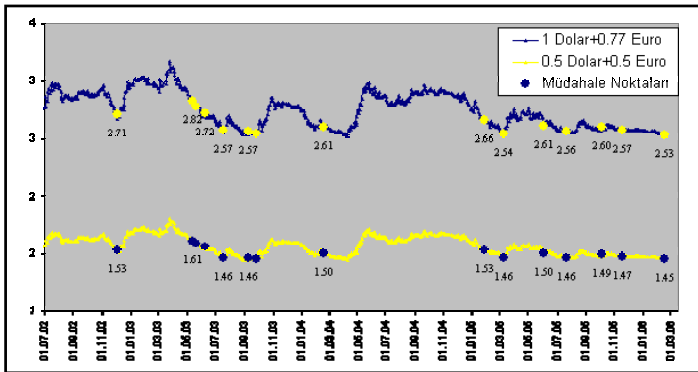
► TCMB'den döviz piyasalarına bankanın tarihindeki en büyük müdahale

TCMB 15 Şubat'ta döviz piyasalarına doğrudan alım yönünde müdahalede bulunmuştur. Müdahalede 5,5 milyar dolar civarında döviz alımı gerçekleştirildiği tahmin edilmekte olup bu miktar şimdiye kadar yapılan en yüksek tutarlı alım olmaktadır.³ Ancak müdahalenin başladığı sırada dolar kuru 1.327 YTL iken, günün sonunda kur 1.332 olarak gerçekleşmiş, yani Merkez Bankasının rekor döviz alımı kuru sadece 0.5 Yeni Kuruş artırılabilmıştır. Müdahaleyle birlikte TCMB'nin döviz rezervleri 56 milyar Doları aşmıştır.

TCMB Brüt Döviz Rezervleri (Milyar Dolar)	
31.12.2003	33.6
31.12.2004	36.0
30.12.2005	50.5
10.02.2006	51.2
17.02.2006	56.2

Kaynak: TCMB

Müdahaleden sonra piyasa uzmanları tarafından yapılan açıklamalarda, kurun geldiği seviye itibariyle müdahalenin zaten beklendiği, yerli ve yabancı piyasa aktörlerinin müdahaleyi fırsat bilip müdahale sırasında yükselen kurdan döviz sattıkları ifade edilmiştir. Buna karşın, Merkez Bankası'ndan yine kur rejimiyle uyumlu bir açıklama gelmiştir. Açıklamada müdahalenin döviz piyasalarında *oluşan ve oluşması beklenen* aşırı oynaklığı engellemek üzere yapıldığı belirtilmiştir.



Yandaki Grafik Dolar ve Euro'dan oluşan iki ayrı kur sepetinin TCMB'nin doğrudan alım müdahalelerine başladığı 2002 yılından beri izlediği seyri ve müdahale noktalarını göstermektedir. Söz konusu sepetlerdeki oranlar piyasa tarafından takip edilen oranlar olup, sepetler 1 Dolar+0.77 Euro ve 0.5 Dolar+0.5 Euro'dan oluşmaktadır. Grafikten de çok net görüldüğü gibi Merkez Bankasının müdahaleleri kur sepetinin belli bir düzeye gerilemesi halinde ortaya çıkmaktadır. Yine Grafikten açıkça görüldüğü gibi TCMB'nin müdahale müdahalenin olduğu dönemlere göre daha

etmediği dönemlerde kur sepetlerinde görülen dalgalanmalar büyüktür.

³ Doğrudan alım müdahalelerinde alımı yapılan miktara ilişkin kesin rakam müdahale tarihinden üç ay sonra açıklanmaktadır.

Bu verilerden hareketle iki farklı çıkarım yapmak mümkün olmaktadır. Birincisi, piyasa aktörlerinin de ifade ettiği gibi TCMB kurun düzeyine müdahale etmekte, yani serbest dalgalanan kur rejimine uygun hareket etmemekte, hatta bankanın kurun düzeyiyle ilgili örtük bir hedefi bulunmaktadır. İkinci düşünce biçimine göre ise TCMB oluşan değil oluşması beklenen dalgalanmalara müdahale etmekte, dolayısıyla TCMB'nin müdahaleleri amacına ulaşmakta ve müdahale zamanlarında dalgalanmalar azalmaktadır. Yürürlükteki kur politikası ve TCMB'nin açıklamaları ile tutarlı olan bu düşünce biçiminin doğru olması halinde TCMB'ye yöneltilebilecek tek eleştiri, müdahale sonrası yapılan basın açıklamalarına yönelik olabilir. Enflasyon hedeflemesi çerçevesinde şeffaflığın öne çıktığı bir dönemde, TCMB'nin döviz piyasalarında oluşmasını beklediği dalgalanmaların sebeplerini de detaylı bir şekilde kamuoyuna duyurması, gerek bankanın davranış biçiminin daha iyi anlaşılması gerekse kredibilitesini koruması açısından son derece önem taşımaktadır.

► TCMB Bilanço Analizi

TCMB Analitik Bilanço Analizi (Milyar YTL)				
	22.02.06	24.01.06	30.12.05	31.12.04
Toplam Bilanço Büy.	97.12	90.18	90.07	74.67
Dış Varlıklar	78.26	71.96	72.34	53.59
İç Varlıklar	18.86	18.22	17.73	21.08
Toplam Döviz Yük.	47.82	46.24	51.52	49.93
Merkez Bankası Parası	49.30	43.94	38.55	24.74
Emisyon	18.95	19.94	19.61	13.47
API	17.73	11.05	4.98	3.62
Dış Varlık - Top. Döv. Yük.	30.44	25.72	20.82	3.66
Dış Varlık / Top. Döv. Yük.	1,64	1,56	1,40	1,07
Dış Varlık / Emisyon	4,13	3,61	3,69	3,98
İç Varlık / Dış Varlık	0,24	0,25	0,24	0,39
Emisyon / Top. Bilanço	0,20	0,22	0,21	0,18

Kaynak: TCMB

Gerçekleştirilen döviz müdahalesi TCMB'nin Bilançosunda da önemli değişikliklere yol açmıştır. TCMB Analitik Bilanço verileri 22.02.2006 tarihi itibarıyla incelendiğinde, son bir ayda Dış Varlıkların yaklaşık 6.3 milyar YTL artarak 78.3 milyar YTL'ye ulaştığı görülmektedir. Döviz alım müdahalesiyle ortaya çıkan bu artış toplam bilanço büyüklüğünde 7 milyar dolara yakın bir yükselişe yol açmıştır. Aynı dönemde, İç Varlıklarda yaklaşık 600 bin YTL'lik bir artış gerçekleşmiştir. Bu artış ay içerisinde kurlarda yaşanan gerilemeye paralel olarak Değerleme Hesabının yaklaşık 450 bin YTL artmasından kaynaklanmaktadır. Bu dönemde Bilançoda

dikkate değer değişim gösteren bir diğer kalem "Toplam Döviz Yükümlülükleri" kalemidir. Tüpraş'ın %51'lik hissesinin satışı karşılığında elde edilen 4.1 milyar Dolarlık gelirin 2.5 milyar Dolarının 26 Ocak'ta Hazine hesaplarına aktarılması nedeniyle TCMB'nin döviz yükümlülüklerinde bu tarihte 3 milyar YTL'nin üzerinde bir artış gerçekleşmiştir. Daha sonra Toplam Döviz yükümlülükleri bir miktar gerileyerek 22.02.2006 tarihi itibarıyla 47.8 milyar YTL olmuştur. Bu gelişmelerle birlikte TCMB'nin döviz pozisyonu⁴ fazlası 24.01.2006 tarihine göre yaklaşık 5 milyar YTL artış göstermiş ve 22.02.2006 tarihinde 30.44 milyar Dolar olarak gerçekleşmiştir, buna paralel olarak TCMB'nin kur riski oranı da artış göstermiş ve 1,64 düzeyine çıkmıştır, dolayısıyla TCMB'nin kur riski azalmıştır.

Ocak ayında, bayram tatili nedeniyle ortaya çıkan likidite talebinin etkisiyle çok yüksek düzeylere ulaşan emisyon hacmindeki normalleşme süreci Şubat ayında da devam etmiş ve emisyon hacmi azalarak 22 Şubat itibarıyla yaklaşık 19 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir. Emisyonun azalması ve bilanço büyüklüğünün artması emisyonun bilançodaki payını azaltmıştır. Emisyonun toplam bilanço büyüklüğü içerisindeki payı bir önceki aya göre gerileyerek 22.02.2006 tarihi itibarıyla %20 olmuştur.

TCMB'nin döviz müdahalesinin yarattığı parasal genişleme Merkez Bankası Parasının⁵ (MBP) incelenen dönemde, 5 milyar YTL'nin üzerinde bir artış göstererek 49.3 milyar YTL'ye yükselmesine neden olmuştur. TCMB müdahalelerle ortaya çıkan likiditeyi gecelik borçlanmalarla piyasadan geri çekmektedir, TCMB'nin yaptığı bu sterilizasyon işlemleri Analitik Bilanço'da MBP'nin bir bileşeni olan Açık Piyasa İşlemleri (API) kalemine kaydedilmektedir. Dolayısıyla TCMB sterilizasyon işlemleri ile MBP'nin kompozisyonunu değiştirmiş olmaktadır. Yukarıdaki Tablodan da görüldüğü gibi API kalemi son bir aylık dönemde 6.7 milyar YTL'lik bir artış göstererek 17.73 milyar YTL düzeyine ulaşmıştır. Söz konusu rakam TCMB'nin piyasaya olan yükümlülüğünü göstermektedir, TCMB döviz alımları nedeniyle yarattığı parayı, ekonominin likiditesini ayarlamak için piyasadan çekmekte ve bunu yaparken de belirli bir faiz maliyetine katlanmaktadır.

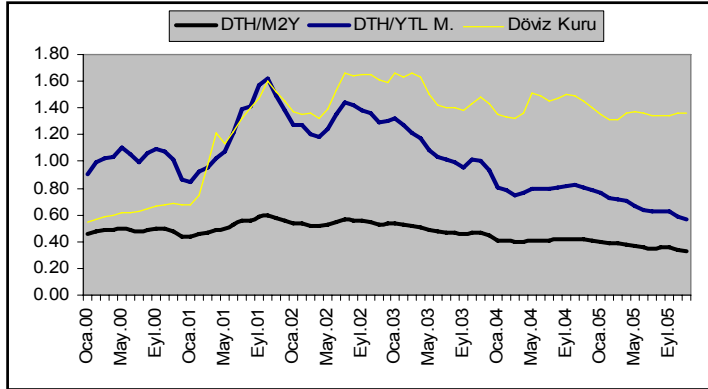
⁴ TCMB'nin Dış Varlıkları ve Toplam Döviz Yükümlülükleri arasındaki fark.

⁵ MBP= Rezerv Para+API+Kamu Mevduatı

► **Parasal Büyüklükler**

Parasal Göstergeler	10.02.06	09.01.06	2005	2004	% Değişim		
	(4)	(3)	(2)	(1)	(4)-(3)	(3)-(2)	(2)-(1)
M1	37.4	43.4	41.8	28.8	-13,8	3,9	45,0
M2	151.6	157.0	153.1	108.5	-3,4	2,5	41,1
M2Y	228.8	233.1	229.6	184.5	-1,8	1,5	24,5
Parasal Taban	41.9	43.6	37.7	23.9	-3,9	21,4	57,3
DTH/M2Y	0,34	0,33	0,33	0,41	-	-	-
M2/Parasal Taban	3.62	3,60	4,06	4,53	-	-	-

Kaynak:TCMB



oran 10 Şubat itibariyle 0,34 olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu artış son dönemlerdeki eğilimin aksi yönünde bir hareket olup tamamen M2Y'deki, yukarıda bahsedilen, konjonktürel hareketten kaynaklanmaktadır. Yukarıdaki Grafikte para ikamesini temsilen kullanılan göstergelerden DTH / M2Y ve DTH / YTL Mevduatlar'ın 2000 yılından itibaren izlediği seyir verilmektedir. Görüldüğü gibi iki göstergede de aşağı doğru bir eğilim mevcuttur. Söz konusu eğilim ters para ikamesi sürecine işaret etmektedir. Yine Grafikten görüldüğü gibi DTH'ların YTL Mevduatlara oranında 2001-2003 yıllarında büyük dalgalanmalar görülmektedir. Bu hareketin temel nedeni DTH'lardaki dalgalanmalardır. DTH'lar M2Y'yi de içerdiğinden söz konusu dalgalanma M2Y'de de görülmekte ve bunların birbirine oranında dalgalanmalar ortadan kalkmaktadır. DTH'larda görülen dalgalanmalar ise bu hesapların hacminden değil döviz kurlarındaki dalgalanmalardan kaynaklanmaktadır. Grafikten de görüldüğü gibi döviz kurundaki (TCMB USD Doları satış kuru) dalgalanmalar DTH / M2Y'deki dalgalanmalarla çok yakın benzerlik göstermektedir.

► **TCMB Faiz Kararı**

TCMB O/N Faiz Oranları	Faiz Oranları	
	Borç Alma	Borç Verme
11.01.2005	17,00	21,00
09.02.2005	16,50	20,50
09.03.2005	15,50	19,50
11.04.2005	15,00	19,00
10.05.2005	14,50	18,50
09.06.2005	14,25	18,25
11.10.2005	14,00	18,00
09.11.2005	13,75	17,75
09.12.2005	13,50	17,50
02.01.2006	13,50	16,50*

*Teknik Düzenleme
Kaynak:TCMB

Para Politikası Kurulu 23 Şubat'ta 2006 yılının 2. toplantısını gerçekleştirmiştir. Toplantının ardından açıklanan kısa metinle, toplantıda faizlerin değiştirilmemesi kararının verildiği kamuoyuna duyurulmuştur. Bu kararla birlikte Bankalararası Para Piyasası ve İMKB Repo-Ters Repo Pazarı'nda uygulanan gecelik faiz oranı, borçlanmada %13,50, borç vermede ise %16,50 olarak değişmeyerek sabit kalmıştır. Yapılan açıklamada Para Politikası Kurulu'nca "enflasyon ve ekonomik faaliyete dair son dönemde açıklanan verilerin, bazı maliyet unsurlarında olumlu gelişmelere işaret etmekle beraber, Enflasyon Raporu'nda ortaya konulan görünümü belirgin olarak değiştirecek ölçüde bir bilgi içermediği değerlendirilmesinin" yapıldığı belirtilmiştir.

Bayram nedeniyle artan nakit ihtiyacına paralel olarak dolaşımdaki paranın yükselmesinin etkisiyle geçen ayın başlarında çok yüksek oranda artış gösteren para arzı, söz konusu etkinin ortadan kalkmasıyla daralmaya başlamıştır. Bu daralma büyük ölçüde, paranın işlem aracı olma fonksiyonunu temsil eden, M1 tanımlı para arzında ortaya çıkmıştır. M1 para arzı 09.01.06 tarihinden 10.02.06 tarihine kadar geçen bir aylık sürede yaklaşık %14 azalmış ve bu sürenin sonunda 37.4 milyar YTL olarak hesaplanmıştır. Daha geniş para arzı tanımları olan M2 ve M2Y'de de mutlak olarak aşağı yukarı aynı miktarlarda değişim yaşanmasına rağmen, bu tanımlardaki oransal değişim M1 tanımındaki değişime göre sınırlı kalmıştır.

Para ikamesinin derecesini temsilen kullanılan göstergelerden Döviz Tevdiat Hesaplarının M2Y'ye oranında geçen bir aylık sürede küçük bir artış yaşanmış ve bu

Toplantıdan beş iş günü sonra “Para Politikası Kurulu Değerlendirmeleri Özeti” yayınlanmıştır. Toplantıda yapılan değerlendirmelere göre, Ocak ayı enflasyonun yüksek çıkması, beklentiler dahilinde olduğu için, bu durumun para politikasının orta vadeli perspektifinde belirgin bir değişikliğe yol açmadığı belirtilmiştir. Ayrıca, geçen seneki KDV indirimleri nedeniyle, Şubat ayında yıllık enflasyonun bir miktar artabileceği ifade edilmiştir. Buna rağmen özel kapsamlı TÜFE göstergelerindeki aşağı doğru hareketin enflasyonun ana eğilimi açısından olumlu olarak yorumlandığı da ifade edilmiştir.

Toplam talep artışının istikrarlı seyrini koruduğunun belirtildiği açıklamada, arz-talep koşullarının enflasyonun düşüş eğilimine verdiği desteğin önümüzdeki dönemde, geçen yıllara göre daha sınırlı olacağını tahmin edildiği vurgulanmıştır.

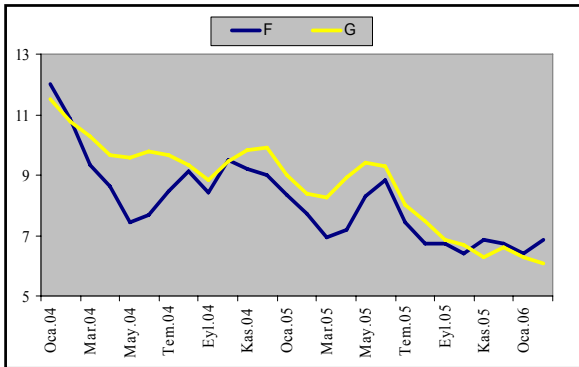
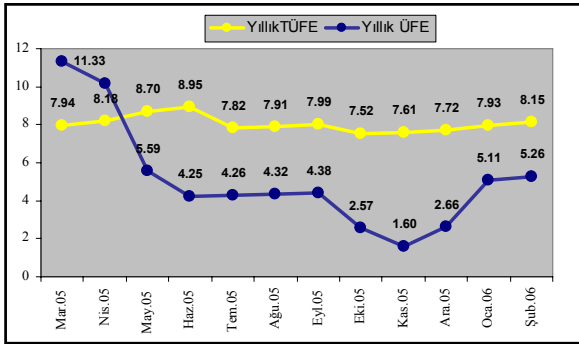
Açıklamada hizmet fiyatlarında gelişmelerin 2006 yılı enflasyon hedefleri açısından bir risk unsuru olmaya devam ettiği, hatta bu grubun TÜFE’deki payının artmasının bu riski de artırdığı ifade edilmiştir. Enflasyon hedefleri açısından risk unsuru olarak belirtilen diğer unsurlar ise, daha önceki raporlarda olduğu gibi, petrol fiyatlarındaki gelişmeler ve uluslararası likidite koşullarıdır. Bu bağlamda vurgulanan diğer bir husus ise yapısal reformların, özellikle doğrudan yabancı sermaye girişini artıracak düzenlemelerin önemidir.

Yapılan açıklamalar değerlendirildiğinde, Kurulun faizlerin önümüzdeki dönem seyrine ilişkin tutumunu bir miktar yumuşattığı görülmektedir. Açıklamada “Bugünkü bilgiler ışığında, orta dönemde politika faizlerinin yükselme olasılığı, aşağı inme ya da sabit kalma olasılığına kıyasla daha düşüktür; kısa dönemde ise sabit kalma olasılığının geçen toplantıya göre bir ölçüde azaldığı ifade edilebilir” ifadesine yer verilmiş olsa da, bir sonraki toplantıda faizlerin sabit kalma olasılığının diğer olasılıklara göre daha yüksek olduğu düşünülmektedir. Kurulun bir sonraki toplantısı 23 Mart’ta yapılacaktır.

► Şubat Ayı Enflasyon Gerçekleşmeleri

% Değişim (2003=100)	TÜFE Şubat.2006	ÜFE Şubat.2006
Bir önceki aya göre	0,22	0,26
Bir önceki yılın Aralık ayına göre	0,97	2,22
Bir önceki yılın aynı ayına göre	8,15	5,26
On iki aylık ortalamalara göre	8,03	5,04

Kaynak: TÜİK



Şubat ayında TÜFE bir önceki aya göre %0,22 oranında artış göstermiştir. Böylece TÜFE’ye göre yıllık enflasyon %8,15 olarak gerçekleşmiştir. Şubat ayında ÜFE’deki aylık artış %0,26 olurken, yıllık artış %5,26’da kalmıştır.

Ana harcama gruplarındaki fiyat gelişmeleri incelendiğinde, Şubat ayında en fazla fiyat artışının gıda ve alkolsüz içecekler grubunda yaşandığı dikkat çekmektedir. Bu gruptaki aylık fiyat artışı %2,41 olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu harcama grubu %27,68’lik oranla endeksteki ağırlığı en fazla olan harcama grubudur, dolayısıyla Şubat ayında TÜFE artışını belirleyen en temel faktör bu grupta yaşanan fiyat artışları olmuştur. Hizmet fiyatlarında yaşanan artışlar ise bir diğer belirleyici unsur olarak görülmektedir. Şubat ayında TÜFE artışını sınırlayan en önemli etken ise giyim ve ayakkabı ana harcama grubu fiyatlarında görülen %8,22’lik gerilemedir.

TÜFE’deki yıllık artışın %8,16 ile yüksek düzeyde olması, geçen yılın ilk aylarında yapılan KDV indirimleri nedeniyle o dönemdeki fiyat artışlarının sınırlı kalmasından kaynaklanmaktadır. 2005 yılı Şubat ayı enflasyonunun %0,02 gibi çok küçük bir oranda gerçekleşmiş olması, 2006 yılı Şubat ayı yıllık enflasyonunun yüksek görünmesine neden olmuştur.

Özel kapsamlı TÜFE göstergeleri incelendiğinde, yıllık enflasyonun artış göstermesine rağmen enflasyonun ana eğiliminin halen aşağı yönde olduğu görülmektedir. Bu durum F⁶ ve G⁷ göstergelerindeki yıllık değişimlerin verildiği yukarıdaki grafikten de görülmektedir. Görüldüğü gibi söz konusu göstergeler son aylarda TÜFE'nin aksine düşme eğilimindedir. F göstergesinin, G göstergesinin aksine işlenmemiş gıda ürünlerini içermesi, bu göstergede Şubat ayında yukarı doğru bir hareket olmasına neden olmuştur. Ancak bu durumu bir eğilim olarak nitelendirmek şu aşamada mümkün değildir.

Sektörler	Sektör ağırlıkları	Bir önceki aya göre % değişim
GENEL	100	0,26
Tarım	19,78	0,57
Sanayi	80,22	0,19
<i>Madencilik</i>	1,47	4,17
<i>İmalat</i>	73,98	0,10
<i>Elektrik, gaz ve su</i>	4,77	0,27

Kaynak: DİE

Şubat ayında ÜFE'de de aylık artışın sınırlı kalmasına rağmen yıllık değişimde bir artış gözlenmiştir. 2005 yılı Şubat ayında ÜFE'de aylık olarak %0,3 gerileme gözlemlenmesi nedeniyle böyle bir sonuç ortaya çıkmaktadır. Tarım sektöründe, olumsuz hava koşulları nedeniyle görülen fiyat artışları ÜFE'deki artışı belirleyen temel etken olmuştur. Bu dönemde imalat sanayi sektöründeki ise sınırlı oranda fiyat artışı gerçekleşmiştir.

Vakıfbank Ekonomik Araştırmalar Birimi olarak TÜFE artış oranı tahminimiz 2006 yılı Mart ayı için %0,53, 2006 yıl sonu için ise %5,78'dir.

⁶ Enerji, alkollü içkiler, tütün ürünleri, fiyatları yönetilen/yönlendirilen diğer ürünler ve dolaylı vergiler hariç hesaplanan TÜFE

⁷ F ve işlenmemiş gıda ürünleri hariç hesaplanan TÜFE

KAMU MALİYESİ

► Merkezi Yönetim Bütçesi Gelişmeleri

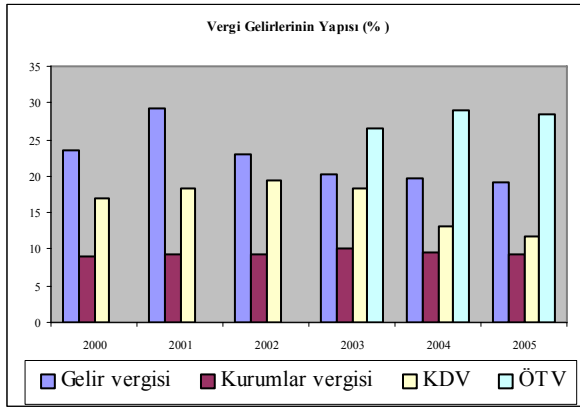
Kamu Gelir ve Harcama Kalemleri			
Milyar YTL	2006 Ocak	Hedef	Ger. / Hedef (%)
BÜTÇE GELİRLERİ	13.6	156.8	8.7
VERGİ GELİRLERİ	10.1	132.2	7.6
DİĞER GELİRLER	3.5	24.6	14.2
BÜTÇE HARC.	11.6	174.3	6.7
FAİZ DIŞI HARC.	9.3	128.1	7.3
PERSONEL	3.5	36	9.7
SOSYAL GÜV.	1.2	19	6.3
FAİZ HARC.	2.3	46.3	5.0
BÜTÇE DENGESİ	2	-14	-
FAİZ DIŞI DENGE	4.3	32.3	13.3

Kaynak: MALİYE BAKANLIĞI

5018 sayılı Kamu Mali Yönetimi ve Kontrol Kanunu çerçevesinde hazırlanan 2006 yılı Merkezi Yönetim Bütçe sonuçlarına göre Ocak ayında bütçe 17 yıl aradan sonra ilk kez fazla vermiştir. Ocak ayında kamu kesimi 11.6 milyar YTL harcama yaparken 13.6 milyar YTL gelir elde etmiştir. Bunun sonucunda 2006 yılının ilk ayında bütçe 2 milyar YTL fazla vermiştir.

Maliye Bakanlığı tarafından Ocak ayı bütçe gerçekleştirmeleri yeni bütçe sistemine uygun olarak açıklanmıştır. Ancak geçmiş yıllara ait revizyon işlemleri tamamlanmadığından bütçe rakamlarının geçmiş yılların bütçeleriyle karşılaştırılması Maliye Bakanlığı'nın geçmiş yıl bütçelerini Merkezi Yönetim bütçesine uygun olarak açıkladığında yapılabilecektir.

Faiz harcamalarındaki düşüş bütçe harcamalarını azaltan en önemli kalem olmaya devam etmektedir. 2005 yılı Ocak ayında 5.2 milyar YTL olarak gerçekleşen faiz ödemeleri 2006 yılının ilk ayında 2.3 milyar YTL'ye gerilemiştir. Mali disiplinin sağlanması, ekonomik programın karalılıkla uygulanması, gerek ulusal gerekse uluslararası piyasalarda güven ortamının tesis edilmesi Maliye Bakanlığı tarafından faiz harcamalarını düşüren nedenler olarak belirtilmiştir. Borçlanma faizlerin düşmesi ve vadelerin uzamasına paralel olarak borç geri ödemelerinin bütçe üzerindeki baskısı azalmıştır. Böylece faiz dışı harcamalar artmasına rağmen bütçe fazla vermiştir. Ocak ayındaki bütçe harcamaları açısından tarımsal destekleme için yapılan transferler dikkat çekmektedir. 2006 yılının ilk ayında 1.2 milyar YTL olarak gerçekleşen tarımsal desteklemeler başlangıç ödeneğinin %29,3'üne ulaşmıştır.



Bütçe gelirleri ise Ocak ayında 10.1 milyar YTL'si vergi; 3.5 milyar YTL'si ise vergi dışı gelirler olmak üzere 13.6 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir. Yatırım araçlarına uygulanan stopajın da etkisiyle 2005 yılı Ocak ayında 1.6 milyar YTL olan gelir vergisi, 2006 yılının ilk ayında 2.3 milyar YTL'ye yükselmiştir. Özel Tüketim Vergisi ve ithalde alınan KDV önemli artış gösteren diğer kalemler olmuştur. Artan ithalatla birlikte ithalde alınan KDV %36,9 artarak 1.9 milyar YTL'ye yükselmiştir.

Vergi gelirlerinin önemli bölümünü oluşturan kalemlere tarihsel olarak bakıldığında gelir vergisinin ve KDV'nin payının azalmakta olduğu görülmektedir. Ancak 2003 yılından itibaren özel tüketim vergisinin vergi gelirleri içinde en büyük paya sahip kalem olduğu dikkat çekmektedir. 2005 yılında toplam vergi gelirlerinin %28,5'ini oluşturan ÖTV'nin payı giderek artmaktadır. 2006 yılının ilk ayında ÖTV gelirleri 2005 yılının aynı ayına göre %21 artış göstermiştir. Özellikle fiyat esnekliği düşük olan doğalgaz üzerinden alınan ÖTV elektrik üretiminde yoğun olarak doğalgaz kullanan üreticilerin maliyetlerini arttırmaktadır.

Faiz Dışı Fazla (Milyar YTL)				
	IMF tanımlı	Maliye Bakanlığı Tanımlı	Hedef	Hedefften Sapma (%)
2004	21.9	26.2	20.2	29.7
2005	24.1	35.9	27.3	31.5
KAYNAK :HAZINE				

2006 yılının ilk ayında gelirlerdeki büyük oranlı artışın ardından faiz dışı fazla 4.3 milyar YTL gerçekleşerek yıl sonu hedefinin %13'üne ulaşmıştır. Hiç kuşku yok ki faiz dışı fazla olgusuna farklı tanımlar itibariyle bakılmalıdır. Bu çerçevede IMF tanımı ile Maliye Bakanlığı tanımı içerik olarak aşağıdaki kutuda

açıklandığı üzere farklılıklar içermektedir. Geçmiş yılların faiz dışı fazla rakamları incelendiğinde iki tanım itibariyle farklılıklar açıkça görülmektedir.

Program Tanımlı Faiz Dışı Fazla

1. Konsolide Bütçe Gelirleri

- a- (-) Özelleştirme Gelirleri
- b- (-) Faiz Gelirleri
- c- (-) TCMB Kar Transferi ve Yeniden Değerleme
- d- (-) Kamu Bankaları Temettü Gelirleri
- e- (-) Darpane Para Basım Gelirleri
- f- (-) KKS Borç Verme – Geri Ödeme

2. Konsolide Bütçe Gelirleri (program tanımlı-IMF) 1-a-b-c-d-e-f

3. Konsolide Bütçe Faiz Dışı Harcamaları

- g- (-) Risk Hesabı
- h- (+) Sosyal Güvenlik Kuruluşlarına Transferler
- i- (+) KKS Borç Verme – Geri Ödeme

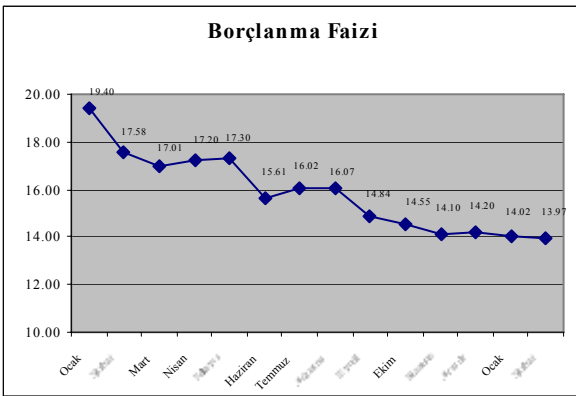
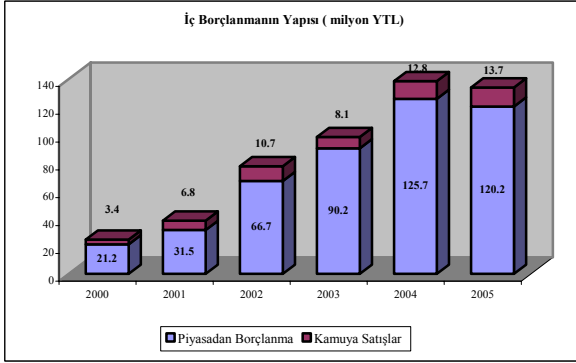
4. Konsolide Bütçe Faiz Dışı Harcamaları (program tanımlı - IMF) 3-g+h+i

Faiz Dışı Denge (Kamu Hesapları Bülteni) 1-3

Faiz Dışı Denge (program tanımlı - IMF) 2-4

Maliye Bakanlığı tarafından açıklanan bütçe rakamlarına göre faiz dışı fazla konsolide bütçe gelirleri ile faiz hariç harcamalar arasındaki farktan oluşmaktadır. Ancak IMF tarafından yapılan program tanımlı faiz dışı fazla verilerinin hesaplanmasında farklılıklar bulunmaktadır. IMF tarafından geçici bir gelir artışı yansıtan ve herhangi bir yapısal düzenlemenin sonucu olmayan bazı gelir kalemleri tanımlama dışında tutulmaktadır. Örneğin özelleştirme, faiz kamu bankalarının temettü gelirleri ve TCMB'nin kar transferleri bu açıdan geçici gelir kalemleri olarak karşımıza çıkmaktadır. IMF tarafından kabul edilmeyen bu gelir ve gider kalemlerinin konsolide bütçe gelir (1) ve faiz dışı giderlerinden (2) çıkartılmasıyla program tanımlı (IMF) bütçe gelir (3) ve faiz dışı gider (4) rakamları elde edilmektedir. Bunlar arasındaki fark ise IMF tanımlı FDF'yi vermektedir.

► Kamu Kesimi Toplam Borçlanması



Şubat ayında Hazine, 12.4 milyar YTL'si piyasaya, 2.7 milyar YTL'si kamuya olmak üzere toplam 15 milyar YTL'lik iç borç ödemesi yapmış ve iç borç ödemelerinin geçmiş aylara kıyasla yüksek olduğu bu ayda 12.8 milyar YTL'lik iç borçlanma gerçekleşmiştir. Hazine bu borçlanmayı ikisi kuponlu ihale, üçü ise iskontolu ihale olmak üzere toplam beş ihale ile gerçekleştirmiştir. Hazine son dönemde olduğu gibi itfasının altında borçlanma gerçekleştirmiş böylece Şubat ayında iç borç çevirme oranı %84,9 olarak gerçekleşmiştir.

Yaptığı borçlanmaya kesimler itibariyle bakıldığında bu borçlanmanın 10.8 milyar YTL'si piyasadan 2 milyar YTL'si ise kamu kurum ve kuruluşlarından sağlanmıştır. Bu çerçeveden bakıldığında Hazine'nin piyasalardan yaptığı borçlanmanın payındaki görece artış devam etmektedir. Yandaki tabloda da artış eğiliminin yıllar itibariyle devam ettiği görülmektedir. Bu artış eğiliminin devam etmesi mali sistemin en büyük borçlanıcısı olarak Hazine'nin kredibilitesindeki artışın piyasalar tarafından giderek daha kalıcı bir olgu olarak algılandığına işaret etmektedir.

Hazine tarafından Şubat ayında düzenlenen iskontolu tahvil ihalelerinde oluşan yıllık ortalama bileşik faiz

Ocak ayına göre 0,5 puan gerileyerek %13,97 olarak gerçekleşmiştir. Hazine'nin nominal borçlanma faiz oranlarındaki düşüş 2005 yılının Şubat ayına göre 3,61 puan olmuştur. Gelecek 12 aylık döneme ilişkin %5,45 olarak beklenen enflasyon oranı dikkate alınarak yapılan hesaplamada Şubat ayında Hazine'ye borç verenlerin bir yıllık dönemde reel olarak %8.08 oranında faiz geliri elde etmeyi beledikleri görülmektedir.

Ocak ayında 1191 güne (39.7 ay) yükselen iç borçlanmanın ortalama vadesi Şubat ayında kısa vadeli borçlanma araçları olan bono ihalelerinin fazla olması nedeniyle 883 güne (29.4 ay) gerilemiştir.

2006 yılının Ocak ayından itibaren DİBS'lere stopaj uygulamasının başlamış olması bir yandan nominal faizler üzerinde yaratacağı etkiler açısından, diğer taraftan reel sektörün alternatif finansman biçimlerini daha etkin kullanmasına imkan vermesi açısından önem kazanmaktadır. Reel sektör açısından bakıldığında şu saptamalar yapılabilir; firmalar kesiminin belirli bir vade ufkuna sahip olması açısından etkinlik yaratacak bu durum, firmaların işletme sermayesi gereksinimlerini kısa vadeli (banka kredileri), sabit sermaye gereksinimlerini ise uzun vadeli (hisse senedi ve tahvil ihracı) finansal araçlarla sağlamalarına katkıda bulunacaktır. Bu açıdan Türkiye'de firmalar kesimine bakıldığında 2006 Ocak öncesi dönemde büyük ölçüde para piyasalarından fon sağladıkları ancak uzun vadeli fon sağlama aracı olarak tahvil ihraç edemedikleri bilinmektedir. Özel sektörün tahvil piyasasında bir aktör olarak yer alamamasının makroekonomik birçok nedeni olmakla birlikte bu nedenlerden en önemlisi, devlet tahvillerinin stopajdan muaf olmalarına rağmen özel sektör tahvillerinin stopaja tabi olmasıdır. Bu durum faiz oranlarının risk yapısının özel sektör aleyhine gelişmesine neden olduğu için özel sektör ancak ihmal edilebilecek ölçüde tahvil ihraç edebilmiştir. 2006 yılının Ocak ayındaki düzenlemeyle birlikte özel sektör ve devlet tahvilleri arasında vergisel özellikler açısından fark ortadan kalktığı için (damga vergisi hariç) özel sektörün tahvil ihracını mümkün kılan bir atmosfer doğmuştur. Bu çerçeveden ele alındığında özel sektörün tahvil ihracına yönelmesi durumunda faiz oranlarının risk yapısını belirleyecek olan faktör kamu sektörü ve özel sektör tahvillerinin likidite özellikleri ve geri ödenmeme riski (default risk) olacaktır. Bu açıdan,, özel sektör tahvillerinin İMKB'ye kote edilmesi bu tahvillerin likidite düzeyini olumlu etkileyecek bir faktördür. Buna ek olarak özel sektörün farklı vadelerde tahvil ihracına yönelmesi durumunda kamu kesimi ve özel sektör tahvilleri için söz konusu olabilecek getiri eğrileri farklı teorik çerçevelerden hareketle tartışma yapılmasını mümkün hale getirecektir.

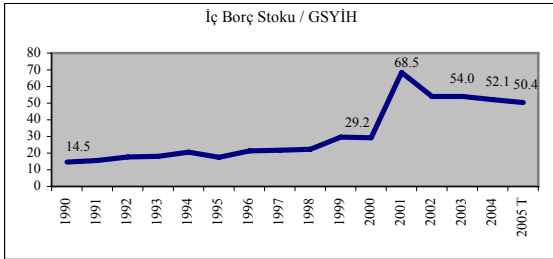
► Borç Stoku

Merkezi Yönetim Toplam Borç Stoku:

Merkezi Yönetim İç Borç Stoku		
Milyar YTL	2005	Ocak 2006
Toplam	331.3	331.0
İç Borç Stoku	244.8	243.6
Kamuya Olan Borç Stoku / Toplam İç Borç Stoku (%)	30,8	30,5
Dış Borç Stoku	86.5	87.5
Tahvil	42.2	43.8

Kaynak: HAZİNE

Bununla birlikte Hazine Müsteşarlığı geçmiş döneme ait borç stoku verilerini Merkezi Borç Stoku verilerini yansıtabacak biçimde düzenlemiştir. Toplam borç stoku 2006 yılının ilk ayında 226 milyon YTL azalarak 331 milyar YTL'ye inmiştir. İç borç stoku ise bu ayda 1.2 milyar YTL azalmıştır. Hazine'nin Ocak ayında itfasının altında borçlanma gerçekleştirmesi ve vadesi gelen tahvil geri ödemeleri borç stokunda azalmaya neden olan temel faktörlerdir. Kamuya olan borç stokundaki azalma eğilimi 2006 yılının ilk ayında da devam etmiştir. kamuya olan borç stokunun toplam iç borç stokuna oranı 2005 yılında %36,5'dan %30,8'e düşmüş, 2006 yılı Ocak ayı itibarıyla %30,5'e gerilemiştir.

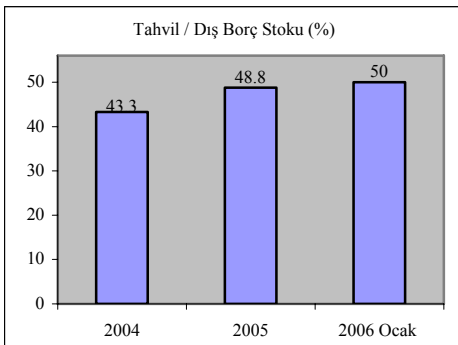


Toplam iç borç stokuna GSYİH'ya oranı olarak bakıldığında iç borç stokundaki yavaşlamanın sonuçları açık biçimde görülmektedir. İç borç stoku / GSYİH oranı 1990 yılında %14,5 iken 2001 yılında %68,5'e yükselmiştir. 2005 yıl sonunda ise %50,4'e düşmesi beklenmektedir. Bu beklentinin nedeni ise daha önce vurgulandığı gibi iç borç stokunun artış hızının yavaşlamasıdır.

Borç Stokunun Vadesi		
	2005	Ocak.2006
İç Borç Stokunun Vadeye Kalan Süresi (Ay)	23,5	24,2

Kaynak: HAZİNE

2005 yılında uzun vadeli borçlanma olanakları ile 23,5 aya çıkan iç borç stokunun vadeye kalan süresi artmaya devam etmiş ve 2006 yılının ilk ayı itibarıyla 24,2 aya yükselmiştir. İç borç stoku içindeki tahvillerin payının %93,4'e yükselmesi ve nakit olarak satılan tahvil stokunun vadeye kalan süresinde görülen 0,8 aylık uzama borç stokunun vadeye kalan süresinin uzatan en önemli etken olmuştur. Bir diğer yandan Hazine 2006 yılı finansman programında yapacağı borçlanmalarda sabit faizli borçlanmayı arttırırken vade olarak da 5 yıl ve üzerini tercih edeceğini vurgulamıştır. İç borç stoku içinde 5 yıl ve daha uzun vadeli tahvillerin payının Ocak ayında 2005 yıl sonuna göre %35,1'den %38,1'e çıkması Hazine'nin borç stokunun vadesini uzatmaya çalıştığının bir göstergesidir.



Dış borç stoku ise Ocak ayında 1 milyar YTL artarak 87.5 milyar YTL'ye yükselmiştir. Bu artışın tamamı tahvil ihraçlarından kaynaklanmıştır. Dış borç stoku bir yandan uluslararası finansman koşullarının Türkiye lehine gelişmesi nedeniyle artarken yandaki grafikte de görüldüğü gibi tahvillerin dış borç stoku içindeki payı yükselmektedir. Dolayısıyla dış borçlanmada uluslararası sermaye piyasalarının payı artmaktadır. Bu olgu ise uluslararası derecelendirme kuruluşlarının Türk tahvillerine ilişkin notlarını daha önemli hale getirmektedir. Tahvillerin dış borç stoku içindeki payının 2004 yılındaki %43,3'lük değerinden Ocak 2006 ayındaki %50'ye ulaşması dış borç stokunun vade yapısını iyileştiren bir gelişmedir.

ÖDEMELER DENGESİ

Ödemeler Dengesi	Aralık			Ocak-Aralık		
	2004	2005	Değ. (%)	2004	2005	Değ. (%)
(MİLYAR \$)						
Cari İşlemler Hesabı	-2,9	-3,6	22,6	-15,6	-22,8	46,4
Mal Dengesi	-3,0	-3,3	9,3	-23,9	-32,6	-36,4
İthalat	-9,9	-10,6	7,1	-90,9	-109,2	20,0
İhracat	6,8	7,3	6,1	67,0	76,6	14,2
Hizmetler Dengesi	0,1	0,5	-81,1	12,8	14,0	9,5
Turizm	0,4	0,5	5,1	13,4	15,3	14,3
Yatırım Geliri Dengesi	-0,4	-0,5	10,9	-5,6	-5,7	2,0
Cari Transferler	0,01	0,01	51,9	1,1	1,5	30,3
Finans Hesabı	2,8	7,2	157,1	17,7	44,1	149,2
Doğrudan Yatırımlar	0,1	2,1	2,3	2,0	8,6	332,7
Portföy Yatırımları	2,1	2,6	23,3	8,0	13,8	70,9
Diğer Yatırımlar	0,6	2,5	316,6	7,7	21,7	183,7
Net Hata Noksan	0,8	-2,2	-390,0	2,3	1,9	-12,5
Rezerv Varlıklar	-0,6	-3,6	460,4	-4,3	-23,2	434,3

Kaynak: TCMB

Merkez Bankası tarafından açıklanan ödemeler dengesi rakamlarına göre aylık düzeyde bakıldığında cari açık 2005 yılı Aralık ayında 2004 yılının Aralık ayına göre %22,6 artarak 3.6 milyar dolara ulaşmıştır. Bu yüksek açığın en önemli nedeni, dış ticaret açığının 2004 yılının aynı ayına göre %9,3 artarak 3.3 milyar dolar olarak gerçekleşmesidir. Yılın son ayında turizm gelirlerinin daraltıcı etkisi mevsimsel olarak oldukça azalmıştır. Yıllık olarak değerlendirildiğinde de cari açıktaki artışın dış ticaret açığındaki artıştan kaynaklandığı görülmektedir. Döviz kurundaki düşme, petrol ve emtia fiyatlarındaki artış ithalatı büyük ölçüde arttırarak dış ticaret açığının 2005 yılında genişlemesine neden olmuştur. Cari işlemler hesabı içinde dış ticaret açığını dengeleyen en önemli kalem olan turizm gelirleri 2004 yılına göre %14,3

artarak 15,3 milyar dolara ulaşmıştır. 2005 yılında diğer hizmet dengesi açısından dikkat çekici nokta turizm gelirleri dışındaki kalemlerde karşımıza çıkan 1.3 milyar dolarlık açıktır. Turizm hariç tutulduğunda hizmetler dengesi açık verdiğinden görünmeyen kalemlerin cari işlemler açığı üzerindeki sınırlandırıcı etkisi azalmaktadır.

Aralık ayında, yüksek sermaye girişi devam etmiştir. 2005 yılının Aralık ayında 2.1 milyar dolar doğrudan, 2.6 milyar dolar portföy ve 2.5 milyar dolar diğer yatırımlar olmak üzere toplam 7.2 milyar dolar döviz girişi yaşanmıştır. General Electric firmasının Garanti Bankası hisselerini satın alması doğrudan yatırımlar kanalıyla giren sermayenin 1.8 milyar dolarlık kısmını oluşturmuştur. Kamu kesiminin Aralık ayında yurtdışı piyasalara yaptığı 417 milyon dolarlık tahvil ihracı, yabancıların 196 milyon dolar hisse senedi ve 1.7 milyar dolar DİBS alımları Aralık ayında portföy yatırımları aracılığıyla döviz girişinin en önemli kalemleri olmuştur. Diğer yatırımlar hesabına ise reel sektör ve bankacılık sektörünün sağladığı kaynakların yanısıra IMF kanalıyla kamunun sağladığı krediler kaynaklık etmiştir.

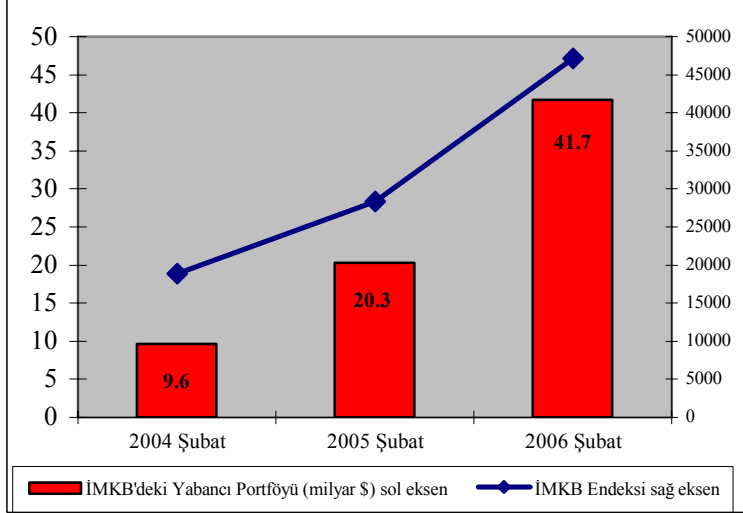
2005 yılında uluslararası likidite koşullarının elverişli olması, ekonomik istikrar ortamının sağlanması ve AB ile müzakere sürecinin başlamasıyla döviz ihtiyacının çok üzerinde sermaye girişi yaşanmıştır. Finans hesaplarının tüm ana kalemlerinde 2004 yılına göre ciddi artışlar dikkat çekmektedir. 2004 yılında 2 milyar dolar olarak gerçekleşen ve GSYİH'nin %0,7'sine denk gelen doğrudan yatırımlar 2005 yılında 8.6 milyar dolara yükselerek GSYİH'nin %2,4'üne ulaşmıştır. 2005 yılında Turkecell, Dışbank, Yapı Kredi Bankası ve Garanti Bankası hisselerinin satışı ile Turk Telekom özelleştirmesinin ilk taksit ödemeleri doğrudan yabancı sermayedeki artışa kaynaklık etmiştir. Portföy yatırımları ise 2005 yılında 2004 yılına göre %70,9 artarak 13.8 milyar dolar seviyesine ulaşmıştır. Yabancı yatırımcılar 2005 yılında 5.7 milyar dolarlık hisse senedi alımı yaparken 9 milyar dolarlık DİBS yatırımı gerçekleştirmişlerdir. Yurtdışı piyasalardan 6.5 milyar dolar borçlanma gerçekleştiren Hazine'nin dış borç geri ödemeleri düşüldüğünde sağladığı net kaynak 3.4 milyar dolara ulaşmıştır. Toplam sermaye girişinin %49,4'lük bölümünü oluşturan diğer yatırımlar kalemiyle sermaye girişi 2005 yılında 21.7 milyar dolara yükselmiştir. 2005 yılında ekonomiye dış kaynak girişinde bankaların ve reel sektörün ağırlığı devam etmektedir. Bununla birlikte IMF kredileriyle ilgili olarak genel hükümet 2.5 milyar dolar, Merkez Bankası ise 2.9 milyar dolar geri ödeme gerçekleştirmişlerdir.

Yurtdışı Kredi Kullanımı			
Milyar Dolar	2004	2005	Değ.(%)
Bankalar	5,7	9,1	59,7
Uzun Vadeli	2,4	6,4	171,60
Reel Sektör	5,1	10,1	98,7
Uzun Vadeli	4,7	9,7	105,5

Kaynak: TCMB

2005 yılında bankaların ve reel sektörün kullandığı kredilerde büyük artış yaşanmıştır. Bankaların ve reel sektörün 2005 yılında yurtdışı piyasalardan sağladığı toplam kredi miktarı 2004 yılına göre %78 artış göstererek 19,2 milyar dolara ulaşmıştır. Net kredi kullanımındaki artışın yanında uzun vadeli borçlanmanın payında da artış söz konusudur.

Bu gelişmeler sonucunda 2005 yılında 22.8 milyar dolar olan cari açığın 1.9 milyar doları net hata ve noksan kalemiyle kapanmış ve toplam döviz açığı 20.9 milyar dolar olmuştur. Ekonomik istikrarın sağlanması ve uluslararası likiditenin yurtiçi piyasalardaki yüksek getiri sayesinde Türkiye'ye yönelmesiyle 44.1 milyar dolara yükselen sermaye girişinin GSYİH'nın %12,2'sine ulaşması tahmin edilmektedir.



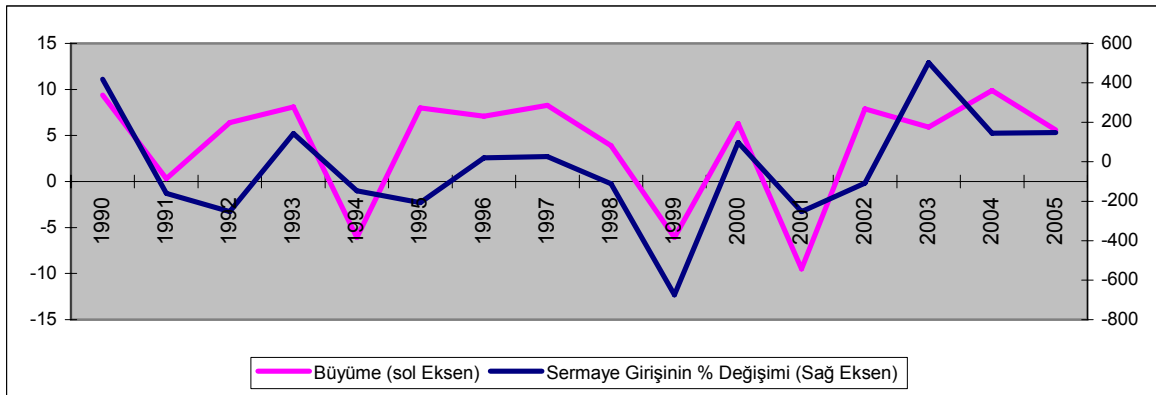
İMKB'deki yabancıların portföyündeki artış ülkeye giren yabancı sermayenin boyutları hakkında önemli ipuçları vermektedir. 2004 yılının şubat ayında 9.6 milyar dolar olan yabancı portföyü 2005 yılında 20.3 milyar dolara Şubat 2006'da ise 41.7 milyar dolara yükselmiştir. Söz konusu dönemde yatay bir seyir izleyen döviz kuru dikkate alındığında, 2005 yılının Şubat ayından 2006 yılının Şubat ayına İMKB endeksi %66 artarken yabancıların portföyü %100'ün üzerinde artış göstermiştir. Bu açıdan yabancıların 2005 yılında hisse senedi yatırımlarını büyük oranda arttırdıkları dikkat çekmektedir.

2005 yılında finansman ihtiyacının oldukça üzerinde olan sermaye girişi rezervlere yansımış ve bu dönemde rezervlerdeki artış 23.2 milyar dolar olmuştur. Resmi rezervler ise 17.8 milyar dolarlık artış göstermiştir.

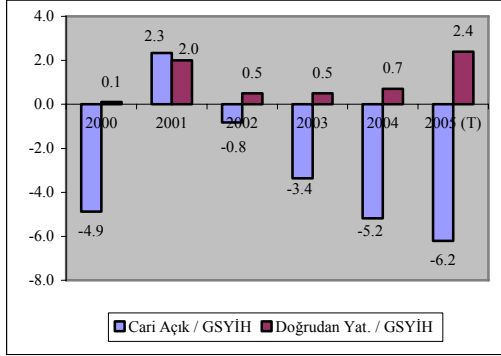
► Cari Açığın Finansmanına Farklı Bir Bakış

Cari Açık ve Finansmanı	Aralık		Ocak - Aralık	
	2004	2005	2004	2005
Milyar (\$)				
Cari Açık	-2.9	-3.6	-15.6	-22.8
Döviz Açığı	-2.1	-5.8	-13.3	-20.9
Dış Kaynak Kullanımı	-2.3	8.3	14.2	38.7
Borç Yaratan Finansman	1.7	6.0	10.6	24.1
Kamu	0.9	2.9	3.0	1.0
Bankalar	-0.2	0.7	0.6	8.8
Reel Sektör	1.0	2.3	6.9	14.3
Borç Dışı Finansman	5.3	2.3	3.6	14.6

Aralık ayında cari işlemler açığının borç yaratan finansman kalemlerinde kamu kesimi tarafından sağlanan bölümdeki artış dikkat çekmektedir. Aralık ayında 3 milyar dolarlık kamu kaynaklı döviz girişine yabancıların DİBS alımları ve serbest bırakılan IMF kredileri kaynaklık etmiştir. Ancak 2005 yılının bütününe bakıldığında finansmandaki ana eğilim devam etmektedir. Borç dışı finansman kaynaklarındaki artış devam ederken, reel sektör ve bankalar tarafından sağlanan dış kaynaklar ağırlığını sürdürmüştür.



Kısa vadeli sermaye giriş çıkışlarının serbestleştirildiği 1990 tarihinden bugüne dek reel büyüme ile ülkemize giren sermaye akımı incelendiğinde, büyüme ve daralma konjonktürlerinin sermaye giriş – çıkışlarıyla doğrudan doğruya bağlantılı hareket ettikleri görülmektedir. Cari işlemler hesabının açık verdiği dönemlerde büyüme hızı artmakta cari fazla verildiğinde ise büyüme yavaşlamaktadır. Bu açıdan bakıldığında cari açığın yurtiçi tasarruf açığından kaynaklandığı gözönüne alınırsa büyümenin yabancı kaynaklarla finanse edildiği açıkça görülmektedir.



Ülkedeki yatırımların tasarrufların üzerinde seyretmesiyle oluşan cari açığın 2005 yılında GSYİH'nın %6,3'üne ulaşması tahmin edilmektedir. Dış ticaret açığına bağlı olarak 2006 yılında cari işlemler açığının 2005 yılındaki seviyesinin altına düşmesi zor görünmektedir. Ancak uluslararası likidite koşullarının gelişmekte olan ülkeler lehine devam etmesi ve özelleştirme uygulamalarının sürdürülmesiyle cari açığın kriz göstergesi olma unsuru giderek azalacaktır.

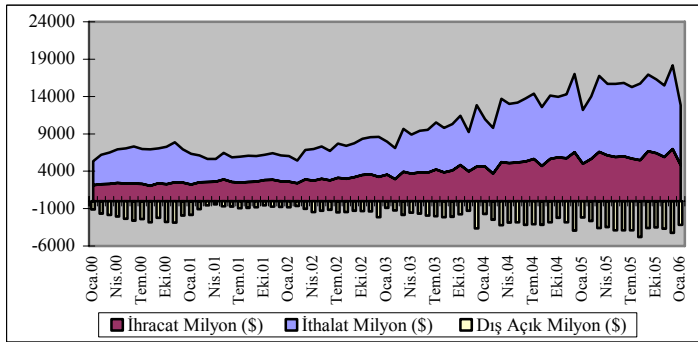
DIŞ TİCARET

Dış Ticaret			
Milyar \$	2005	Ocak 2006	DEĞ.(%)
İhracat	5.0	4.8	-3,6
İthalat	7.2	8.0	11,1
Dış Ticaret Dengesi	-2.2	-3.2	44,0
Karşılama Oranı (%)	69,3	60,2	

Kaynak: TÜİK

2005 yılında 43 milyar dolar gibi yüksek bir seviyede gerçekleşen dış ticaret açığı 2006 yılının ilk ayında da ihracatta görülen gerileme ile artışını sürdürmüştür. 2005 yılının Ocak ayına göre %3,6 gerileyen ihracat 4.8 milyar dolar olurken, ithalat ise %11,1'lik bir artışla %8 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Böylece dış ticaret açığı geçen yılın ilk ayına göre %44'lük büyük bir artışla 3.2 milyar dolara ulaşmıştır. İhracattaki beklentilerin

üzerindeki gerilemede Ocak ayında hava koşullarının kötü seyretmesinin ve uzun bayram tatilinin önemli etkisi olmuştur.



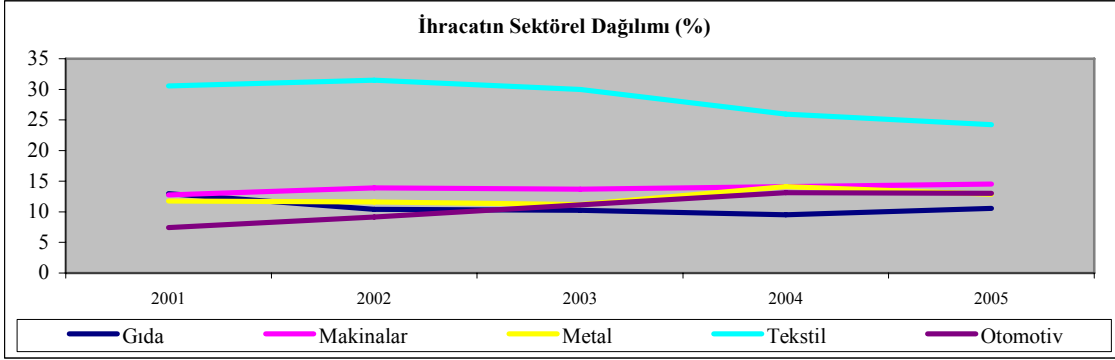
2005 yılının Ocak ayında %69,3 2005'in bütününde ise %62,9 olarak gerçekleşen ihracatın ithalatı karşılama oranı 2006 yılının ilk ayında %60,2'ye gerilemiştir.

► İhracat

2006 yılına geçen yılın aynı ayına göre düşüşle başlayan ihracatın içinde büyük paya sahip olan imalat sanayi ihracatında %3,2'lik bir gerileme söz konusudur. İhracatımızın %4,5'lik kısmını oluşturan tarım ve ormancılık ihracatı ise %2,3 gibi küçük bir artış göstermiştir. 2006 yılının Ocak ayında ihracatımız içinde büyük paya sahip fasılların hemen hemen hepsinde gerileme yaşanmıştır. Örme ve örülmemiş giyim eşyası, demir ve çelikten eşya en büyük gerileme yaşanan fasıllar olmuştur. Demir ve çelik ihracatı ise %12,6'lık bir artış göstermiştir. Otomotiv sektöründe de az da olsa gerileme göze çarpmaktadır.

İhracata bölgesel olarak bakıldığında Avrupa Birliği ülkelerine yapılan ihracat Ocak ayında 2005 yılının Ocak ayına göre %7,6 gerileyerek 2.6 milyar dolara düşmüştür. Bölgesel olarak en büyük ihracat artışı Kuzey Amerika ülkelerinde karşımıza çıkmaktadır.

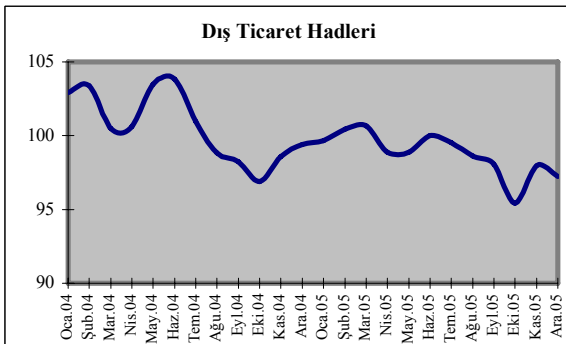
Türkiye İhracatçılar Meclisi'nin açıkladığı verilere göre 2006 yılı Şubat ayında ihracat 2005 yılının aynı ayına göre %7,5 artarak 6.1 milyar dolara yükselmiştir. İhracatın lokomotivi konumundaki otomotiv sektöründeki ihracat artışı toplam artışın altında kalırken konfeksiyon sektöründe ise gerileme yaşanmıştır. Şubat ayı sonu itibariyle 2005 yılında 66.2 milyar dolar olan yıllık ihracat 2006 yılında 73.8 milyar dolara yükselmiştir.



İhracatın sektörel incelemesi yapıldığında ihracatın yapısında değişim göze çarpmaktadır. Toplam ihracatımız içinde önemli paya sahip olan tekstil sektörünün görece büyüklüğü düşerken son dönemde ihracatımızın lokomotivi otomotiv sektöründe ise artış söz konusudur. Son yıllardaki yüksek verimlilik, düşük reel ücretler sayesinde ihracat artışı yakalayan sektörler verimlilikteki artışın yavaşlaması ve reel ücretlerdeki düşüşün durmasıyla, YTL'nin değerlendirilmesinden olumsuz etkilenmişlerdir. Son dönemde kamuoyunda sıkça tartışılan tekstil sektörü temsilcileri enerji maliyetlerinin, SSK primleri ve tekstildeki KDV oranlarının düşürülmesine yönelik talepte bulunmaktadır.

► İthalat

Ekonomik gruplar itibariyle bakıldığında son dönemde tüketim malları ithalatındaki artış 2006 yılının Ocak ayında belirgin hale gelmiştir. Ocak ayında tüketim malları ithalatı 2005 yılı Ocak ayına göre %34 artarak 833 milyon dolara ulaşmıştır. Tüketim malları içinde en çok artış gösteren kalemler ise 2005 yılına göre %96,1 artış gösteren binek otomobilleri olmuştur. Yatırım malları ithalatı %28,6 artarak 1.3 milyar dolara ulaşırken ara malları ithalatı ise Ocak ayında %5,1 artarak genel ithalat artış hızının altında kalmıştır. Petrol dışında ara malları değerlendirildiğinde ise karşımıza daralma çıkmaktadır. Ocak ayında %43 büyüyerek 1.9 milyar dolara ulaşan mineral yakıtlar ve mineral yağlar ithalatının %8 daha fazla artmasına neden olmuştur. Ham petrol ithalatı Ocak ayında 598 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. 2005 yılının Ocak ayına göre 306 bin ton daha az ham petrol ithal eden Türkiye'nin faturası %22 artmıştır. Demir çelik sektörünün ithalatı ise 2006 yılının Ocak ayında %12.1 gerileme göstermiştir.



Dış ticaret fiyat endeksleri incelendiğinde dış ticaret haddinin 2005 yılında Türkiye'nin aleyhinde bir seyir izlediği görülmektedir. 2005 yılında ihraç edilen malların fiyatları %4,7 artarken ithal edilen malların fiyatları ise %7 artış göstermiştir. Petrol fiyatlarındaki artış ithalat fiyat endeksini arttıran en önemli neden olarak görünmektedir. Yani Türkiye 2004 yılında 100 dolara ithal ettiği mal için 2005 yılında ortalama 107 dolar ödeme yapmak zorunda kalmıştır.

ULUSLARARASI GELİŞMELER

► Dünya ve Türkiye'deki Ekonomik Gelişmeler

▪ G-8 ülkelerinin Maliye Bakanları Moskova'da toplandı...

Gelişmiş ülkelerin oluşturduğu G-8'lerin Moskova'da gerçekleşen toplantısında, dünya ekonomisinin güçlü bir performans gösterdiği ancak enerji piyasasındaki dalgalanmanın büyüme üzerinde bir risk oluşturduğu dile getirilmiştir. Toplantıda küresel enerji sisteminin etkin bir şekilde işleyebilmesi için piyasa mekanizmalarının yaşamsal önem taşıdığı belirtilmiştir. Ayrıca Rusya'nın enerji fiyatlarının artmasını önleyecek yeni yasal düzenlemeler oluşturması ve doğalgaz tekelini kırması istenmiştir.

▪ Deloitte, "2005 Küresel Risk Sermayesi Araştırması" başlıklı rapor yayınladı...

Deloitte & Touche tarafından hazırlanan, tüm dünyadan yaklaşık 545 risk sermayesi şirketinin katıldığı araştırmada, gelecek 5 yılda yurtdışına yatırım yapmak isteyen risk sermayesi şirketlerinin sayısının arttığı belirtilmiştir. Araştırmada Amerikalı risk sermayedarlarının Çin, Hindistan gibi yükselen ekonomilere yatırım yapmak istedikleri, Türkiye'nin de bu eğilimden yararlanabileceği vurgulanmıştır. Raporla ayrıca son yıllarda Türkiye'de risk sermayesi alanında ilerleme kaydedildiği ve bunun zaman içinde daha da gelişmesinin beklendiği ifade edilmiştir.

▪ OECD'nin 16. büyük ekonomisi Türkiye 2006 ve 2007 yıllarında %6 büyüyecek...

Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü (OECD), Türkiye ekonomisinin cari kurlarla geçen yıl 343.6 milyar dolara ulaşan milli geliriyle OECD ülkeleri arasında 16'ncı büyük ekonomi olduğunu açıklamıştır. OECD tarafından yapılan hesaplamalara göre, OECD ülkeleri arasında cari kurlarla en hızlı milli gelir artışı, 2005 yılında bir önceki yıla göre yüzde 13.8'le Türkiye'de yaşanmıştır. OECD tarafından hazırlanan "Ekonomik Büyüme Raporu"nda ayrıca 2006 ve 2007 yıllarında Türkiye'de ekonomik büyüme hızının yüzde 6 olacağı öngörülmüştür. Raporla AB ile tam üyelik müzakerelerinin ardından iç ve uluslararası güvenin arttığı belirtilirken, makro ekonomik politikaların devam ettirilmesi, reformların hızlandırılması ve ekonominin rekabet ve esnekliğinin artırılması altı çizilen hususlar olmuştur.

Ekonomik Büyüme Raporu'nun küresel ekonomiye ilişkin bölümünde ise, dünya ekonomisinin büyümeye devam edeceği ancak petrol fiyatları, ticari ve parasal dengesizliklerin ekonomi için tehdit oluşturduğu belirtilmiştir. OECD ülkelerinde GSYİH artışının 2006 ve 2007'de ortalama 2,9 olacağı tahmin edilirken, ABD ekonomisindeki büyüme hızının %3,3, Euro Bölgesi ve Japonya'daki büyümelerin ise sırasıyla %2,1 ve %2,0 olacağı belirtilmiştir.

▪ Türkiye, AB'nin 7. büyük ortağı...

AB'nin resmi istatistik kurumu Eurostat'ın 2005 yılı dış ticaret verilerine göre, yılın ilk 11 ayında AB'nin 6. büyük pazarı ve 7. büyük ticaret ortağı Türkiye olmuştur. Buna göre, geçen yılın ilk 11 ayında Türkiye'nin AB'den ithalatı, bir önceki yılın aynı dönemine göre % 8 artarak 37,6 milyar Euro'ya ulaşırken, Türkiye'nin AB'ye olan ihracatı % 8 artışla 30,3 milyar Euro'ya çıkmıştır. Böylece Türkiye'nin AB ile olan dış ticaretinde verdiği açık 7,3 milyar Euro'ya tırmanırken, ihracatının ithalatını karşılama oranı da % 80,6 düzeyinde gerçekleşmiştir.

▪ Gelişen ülkeler geçen yıl 361 milyar dolarlık yabancı yatırım çekti...

Kredi derecelendirme kuruluşu Standard & Poor's (S&P), gelişmekte olan ülkelere yönelik doğrudan yabancı yatırımının geçen yıl 361 milyar dolara ulaşarak 1999 yılından bu yana en yüksek seviyeye çıktığını duyurmuştur. Geçen yıl 60 milyar dolar yabancı yatırım çeken Çin bu alanda ilk sırada yer almaya devam ederken Türkiye, Güney Afrika, Ukrayna, Estonya ve Çek Cumhuriyeti'nin de doğrudan yabancı yatırımlardan en fazla yararlanan ülkeler arasında olduğu belirtilmiştir.

▪ Moody's Türkiye için ulusal ölçekli yeni bir reyting sistemi tanıttı...

Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşu Moody's Türk şirketlerinin kredi almalarını veya tahvil gibi sermaye piyasası araçlarıyla borçlanmasını kolaylaştıracak yeni bir not sistemini hayata geçirmiştir. Moody's'in Türkiye için oluşturduğu ulusal not skalası sistemi, gelişmekte olan ülkelere Brezilya, Meksika, Güney Afrika, Bolivya, Uruguay, Tayvan ve Rusya'da uygulanmaktadır. Bu sistemle, bugüne kadar ülkenin kredi notuna paralel olarak değerlendirilen şirket notları yeni sistemle ülke notundan bağımsız olarak belirlenecektir. Bu

sistemle Türkiye'nin uzun vadeli notu 'TR' uzantısıyla değerlendirilecek, kısa vadeli notu TR-1/TR-4 arasında değişecek olup, verilecek en yüksek not Aaa, en düşük not ise C olacaktır.

▪ **Standard & Poor's not artırabilir...**

Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşu Standard & Poor's, AB'nin yeni üyeleri ile Türkiye, Brezilya, Peru ve Çin'in kredi notlarında artış olabileceğini söylemiş, 2006'da özellikle ilk yarısında not artırımlarının not indirimlerinden daha çok olmasını belediklerini belirtmiştir.

▪ **JCR, Türkiye'nin kredi notunu gözden geçirmeye hazırlanıyor...**

Japon kredi derecelendirme kuruluşu JCR, Türkiye'nin halen döviz cinsinden BB(-) olan kredi notunu, çok yakında yeniden gözden geçirmeye hazırlandığını açıklamıştır. JCR, yayınladığı Türkiye analizinde, yatırım ortamındaki iyileşme nedeniyle, geçen yıl Türkiye'ye giren doğrudan yabancı sermaye girişinin, bir önceki yıla göre 3.4 kat artış göstererek 9,65 milyar dolar olduğu belirtmiş, yabancı sermaye girişini artıran unsurların ise 'yapısal reformlar, AB'ye katılım müzakereleri ve makro ekonomik istikrar' olduğu vurgulamıştır.

▪ **Morgan Stanley Türkiye'nin kredi notunun artmasını bekliyor...**

Uluslararası yatırım bankası ve danışmanlık firması Morgan Stanley hazırladığı Türkiye raporunda, uzun yıllar süren istikrarsızlığın ardından ekonominin üretim artışı ve dezenflasyon sürecine girmeye hazırlandığını ifade etmiştir. Türkiye'nin son 4 yılda kümülatif olarak yüzde 32 oranında büyüme kaydettiğine dikkat çeken Morgan Stanley, önümüzdeki dönem gayrisafi yurtiçi hasılanın (GSYİH) ortalamasının üzerinde büyüme hızı yakalayacağını vurgulamıştır. Ayrıca Türkiye ekonomisindeki iyileşme ve AB süreci nedeniyle halen "BB" düzeyinde olan kredi notunun bu yılın ikinci çeyreğinden itibaren yükseliş trendine gireceğini kaydeden Morgan Stanley, iki yıl içinde Türkiye'nin kredi notunun "yatırım" derecesine ulaşabileceğini ifade etmiştir.

► **Türkiye- IMF ve AB ile İlgili Gelişmeler**

Brezilya ve Arjantin'in IMF'ye olan borçlarını erken ödemelerinin ardından en borçlu ülke durumuna gelen Türkiye'nin IMF'ye olan borcu Şubat ayında kamuoyunu bir süre meşgul etmiş ancak, Hazine tarafından yapılan açıklamayla netlik kazanmıştır. Hazine tarafından yapılan açıklamada, Türkiye'nin IMF'ye olan 23,5 milyar dolar borcunun 27 Ocak 2006 tarihi itibarıyla 14,7 milyar dolara indiği ifade edilmiştir. Ayrıca kullanım ve geri ödeme öngörülerinde bir değişiklik olmaması halinde, borcun 2007 yılı sonunda, 8,9 milyar dolara inmesinin beklendiği belirtilmiştir. Diğer taraftan, IMF'ye verilen son niyet mektubunda yer alan ve IMF ile yapılan yeni ekonomik programın en önemli kriterlerinden olan Sosyal Güvenlik Kurumu Kanunu Tasarısı'nın Mecliste kabul edilmesi, ancak henüz Genel Kurul'da görüşülmemesi nedeniyle 3. gözden geçirmenin tarihi netlik kazanmamıştır. Ancak tasarının yasallaşmasının ardından görüşmelerin Mart ayı içerisinde yapılması beklenmektedir.

Öte yandan, AB ile çeşitli konular üzerinde yapılan tarama toplantılarına bu ay da devam edilmiştir. Adalet, Özgürlük ve Güvenlik, Malların Serbest Dolaşımı ile ilgili ayrıntılı tarama toplantıları yapılırken, Balıkçılık, Ekonomik ve Parasal Politikalar, Sosyal Politika ve İstihdam konularında da tanıtıcı tarama toplantıları yapılmıştır.

Bu ay özellikle Güney Kıbrıs Rum Kesimi ve Türkiye arasında yaşanan gerginlikler Türkiye AB ilişkileri üzerinde etkili olmuştur. Güney Kıbrıs'ın, Türkiye'nin liman ve havalimanlarını açmaması halinde, AB ile müzakere sürecini veto edeceği tehdidinin ardından, Güney Kıbrıs bandıralı bir geminin Mersin limanına yanaşmak istemesiyle iki ülke arasında tansiyon yükselmiş, Türkiye'nin gemiye izin vermemesi de Türkiye'nin AB Komisyonu tarafından ek protokolden doğan yükümlülüklerine sadık kalması yönünde uyarılmasına neden olmuştur. Öte yandan AB'nin, Kuzey Kıbrıs Türk Cumhuriyeti'ne (KKTC) vermeyi planladığı 139 milyon euroluk yardımın, Güney Kıbrıs Rum yönetiminin, KKTC ile doğrudan ticaretin serbest bırakılması konusunun yardım paketinden ayrılmasıyla kabul edilmesi, mali yardımın siyasi koşullara bağlandığı gerekçesiyle Türkiye'nin tepkisini çekmiştir. Güney Kıbrıs Rum Kesimi liderinin Kıbrıs sorunu hakkında BM başkanı Annan ile yaptığı görüşmelerin ardından yapılan ortak açıklama ise Türkiye'yi rahatsız eden diğer bir husus olmuştur.

AB Daimi Temsilcileri Komitesi (COREPER) Türkiye'nin "Bilim ve Araştırma" faslında fiili müzakerelerin başlamasına onay vermiştir. Söz konusu başlıktaki fiili müzakerelerin Nisan ya da Mayıs ayında düzenlenecek Katılım Konferansı ile başlaması beklenmektedir.

► **Gelişmiş Ülkeler**

▪ **ABD**

Şubat ayında Amerikan ekonomisine ilişkin açıklanan veriler ve yaşanan gelişmeler FED'in faiz artırımını politikalarına bir süre daha devam edeceği beklentisini desteklemiştir. Bu yönde oluşan genel kaniya göre FED'in 27-28 Mart'ta yapacağı toplantıda 25 baz puanlık bir artırıma gitmesi ve yılın ikinci çeyreğinde bir 25 baz puanlık daha artırım gerçekleştirilmesi beklenmektedir.

Şubat ayı başında önceki beş aya ilişkin işsizlik oranının %4,7'den %4,5'e revize edilmesinin ardından, ayın 2005 yılına ilişkin dış ticaret rakamının bir önceki yıla göre %17,5 artarak 725.8 milyar Dolarlık rekor seviyede gerçekleşmesi, Aralık ayına ilişkin net sermaye girişi rakamının 56,6 milyar Dolar olarak 80 milyar Dolarlık beklentinin oldukça altında açıklanması ve Bernanke'nin 15 Şubat'ta komiteye karşı yaptığı konuşma bu yöndeki beklentileri güçlendirmiştir. Bernanke konuşmasında "Toplam talebin kayda değer bir ivme göstermesiyle birlikte, üretimin sürdürülebilir çizgisinden çıkarak -bunu engelleyecek para politikası adımlarının olmaması durumunda- enflasyon üzerindeki yukarı yönlü baskıyı artırma riski mevcuttur" ifadesini kullanmıştır. Bernanke ayrıca, FED'in 31 Ocak'ta gerçekleştirdiği son toplantısında, faiz artırımlarına devam etmeye gerek duyulabileceği yönündeki açıklamasını da kabul ettiğini belirtmiştir.

Ayrıca 14 Şubat'ta, Ocak ayına ilişkin parakende satışlar bir önceki aya göre %2,3'lük artış göstererek beklentilerin çok üzerinde gerçekleşmiştir. Parakende satışlara ilişkin verilerin açıklanmasıyla enflasyona ilişkin beklentilerin yukarı doğru bir miktar revize edilmesine rağmen, 22 Şubatta tüketici fiyatları endeksinde Ocak ayında meydana gelen artışın %0,7 ile beklentilerin üzerinde gelmesi faiz artırımlarına ilişkin beklentileri desteklemiştir. Ocak ayına ilişkin sanayi üretimi ve kapasite kullanımı rakamlarına göre, sanayi üretim endeksinin bir önceki aya göre %0,2 ve kapasite kullanım oranının da %1,7 azaldığı açıklanmıştır. Ancak bir önceki aya göre azalmalarına rağmen, sanayi üretim endeksinin yıllık bazda %3,1 ve kapasite kullanım oranlarının da %1 artış göstermesi faiz artırımına ilişkin beklentileri olumsuz etkilememiştir.

Ayın son gününde, 2005 yılının son çeyreğine ilişkin büyüme rakamı 1.1'den 1.6'ya revize edilmiş ve böylece 2005 yılı büyüme oranının %3.5 olarak açıklanmıştır. Söz konusu rakamlar Mart ayı sonunda son kez revize edilip kesinlik kazanacaktır. Büyüme rakamlarında geçen yıla göre gerileme olmasına rağmen bu durumun beklentiler dahilinde gerçekleşmesi faiz artırımına ilişkin görüşleri çok fazla değiştirmemiştir.

Şubat ayında Amerikan Ekonomisine ilişkin bir diğer önemli gelişme, Başkan Bush tarafından 2007'ye ilişkin bütçe teklifinin 6 Şubat'ta kongreye sunulması olmuştur. Toplam bütçe büyüklüğü 2.7 trilyon dolar olarak açıklanırken, eğitim ve sağlık harcamalarında kısıntıya gidilip savunma harcamalarına ayrılan payın 439 milyar dolarla rekor düzeye ulaşması dikkat çekmiştir. Bunun yanı sıra 341 milyar dolar olan 2006 yılına ilişkin resmi bütçe açığı öngörüsü de 423 milyar dolar olarak revize edilmiştir.

▪ **Euro Bölgesi**

Şubat ayının ortalarında açıklanan 2005 yılının son çeyreğine ilişkin GSYİH verilerine göre Euro Bölgesi'nde büyüme oranı %0.3 olarak gerçekleşmiştir. Özellikle Almanya'da büyümenin son çeyrekte durma noktasına gelmesi ve Fransa ekonomisinin yalnızca %0.2 oranında büyümesi nedeniyle Euro Bölgesi'nde 2004 yılında %2.1 olan büyüme oranı 2005'te %1.3 olarak gerçekleşmiştir. Ancak bu rakam dördüncü çeyrekteki mevsimsel faktörler nedeniyle ekonomideki gerçek canlanmayı olduğundan düşük yansıtmaktadır. 2006 yılının ilk çeyreğinde AB ekonomisinin toparlanacağına dair iyimser beklentiler mevcuttur ve AB için büyüme tahminleri 2006 yılı için %2 civarındadır.

Ocak ayında %2.4 olarak gerçekleşen Euro Bölgesi yıllık HICP enflasyon oranı Şubat 2006'da %2.3 olarak gerçekleşmiştir. Geçen yılın aynı ayında bu oran %1.9 idi. Avrupa Merkez Bankası için kabul edilebilir düzey olan %2'nin üzerinde gerçekleşmiş bulunan bu oran enflasyona ilişkin kaygıları artırmıştır. Nitekim, en son Aralık 2005'te faiz artırımına giden Avrupa Merkez Bankası (AMB), Mart ayında 0.25 puanlık faiz artırımında bulunmuş ve gösterge faiz oranını %2.50'ye çıkarmıştır. Faiz artırımını sonrasında açıklama yapan AMB Başkanı

Jean Claude Trichet, fiyatlar üzerindeki baskıların yukarı yönlü kalmaya devam ettiğini ve aldıkları faiz kararının enflasyon beklentileri ile fiyat istikrarını aynı çizgide tutmaya katkı sağladığını söylemiştir.

▪ Japonya

Japonya ekonomisi beklentilerin üzerinde bir büyüme gerçekleştirerek dördüncü çeyrekte %5,5 ve 2005 yılının tamamında ise %2,8 oranında büyümüştür. Ülkenin ihracatı dördüncü çeyrekte %3,1 artarken ithalat %1,3 gerilemiştir. Artan ihracatın sonucu olarak cari işlemler fazlası da Aralık ayında beklentilerin üstünde çıkarak geçen yılın Aralık ayına göre %8,6 oranında artmıştır. Japonya Merkez Bankası'nın yıllardır uyguladığı aşırı gevşek para politikasını sonlandırması açısından önem taşıyan enflasyon verisi çekirdek tüketici fiyatları ise Ocakta üçüncü kez Mart 1998'den bu yana en yüksek seviyesine ulaşarak %0,5 yükseliş kaydederek beklentilerin üzerinde gerçekleşmiştir. Enflasyonun üst üste üçüncü ayda da artış göstermesi, dünyanın ikinci en büyük ekonomisi Japonya'nın yedi yıldır mücadele ettiği deflasyon sürecinden çıkmaya başladığı yönündeki en net işaret olmuştur. Büyüme ve enflasyon rakamlarındaki artışlar, işsizlik oranının aralık ayında 0,2 puan düşerek %4,4'e gerilemesi gibi olumlu gelişmeler ülkede tüketim eğiliminin arttığını gösterirken, Japonya'da makine siparişi verisinin güçlü gelmesi, ekonominin toparlanması ve Japonya Merkez Bankası'nın aşırı gevşek para politikası uygulamasına son verebileceği yönünde yaptığı açıklamalar Yen'e olan talebi artırarak Yen'in Dolar karşısında değer kazanmasını sağlamıştır.

► Gelişmekte Olan Ülkeler

▪ Brezilya

IMF'ye borçlarını erken ödeme ile kapatan Brezilya, döviz rezervlerini kullanarak uluslararası piyasalara ihraç ettiği borçlanma tahvillerinin (eurobond) 16-20 milyar dolar arasındaki bölümünü geri alacağını açıklamıştır. Geri alınacak bu tahviller, kriz sonrasında ihraç edilen yüksek faizli ve vadesi 2010'a kadar olan Brady eurobondlardan oluşmaktadır. Brezilya'nın döviz rezervlerini kullanarak tahvil alımı gerçekleştirmesinin temel amacı, ülkenin kredi notunu yatırım yapılabilir seviyeye yükselterek global likiditenin bol olduğu ortamda rekabet avantajı elde etmek olarak yorumlanmaktadır. Bu amaca paralel olarak yabancı yatırımcıya vergi muafiyetleri sağlayan kararname, rekabet ortamında Brezilya açısından bir avantaj olarak karşımıza çıkmaktadır. Tüm gelişmelerin ardından uluslararası derecelendirme kuruluşu Standard & Poor's (S&P) borç yükünü hafifletmek amacıyla sert adımlar atan ve ihracat gelirlerini artıran Brezilya'nın kredi notunu BB-den BB'ye yükseltmiştir. Ancak Brezilya'nın görünümü pozitiften durağana çevrilmiştir. Bu durum Brezilya'nın dış tahvillerine satış getirmiştir. Brezilya'nın yaptığı tahvil geri alımları gelişmekte olan ülke tahvillerine talebi artırmıştır.

▪ Rusya

Rusya'nın dış ticaret fazlası 2005 yılında 2004 yılına göre %40 artarak 120.1 milyar dolara yükselmiştir. Bununla birlikte Ocak ayında sanayi üretimi bir önceki yılın aynı ayıyla karşılaştırıldığında %4,4 artmıştır.

Rusya Federal Finans Piyasaları Hizmetleri, hükümetin sermaye piyasalarında geniş çapta reform yapılması gerektiğini vurgulamıştır. Ayrıca Rusya Maliye Bakanı Alexei Kudrin, bu yıl içerisinde Paris Kulübü'ne olan borçlarının 11-12 milyar dolarlık bölümünü erken geri ödemeyi ve yıl sonundan önce sermaye kontrollerinin tamamını kaldırmayı planladıklarını açıklamıştır.

Rusya'nın ilk kez gerçekleştirdiği 30 yıllık devlet tahvili ihalesine talep güçlü gelirken, Maliye Bakanlığı, öngörülenin yarısından az satış gerçekleştirmiştir. Rusya Ekonomisi açısından ay içindeki bir diğer önemli gelişme de Ekonomi Bakanı German Gref'in silah üretimi ve nükleer enerji dahil 39 sektörde faaliyet gösteren şirketlerde yabancı yatırımcıların hakim hissedar olmasına sınır getirmeyi planladıklarına dair açıklamalarıdır.

▪ Arjantin

GSYİH Büyüme Tahminleri (%)		
	2005	2006
Arjantin	8.7	6.2
Brezilya	2.5	3.6
Rusya	6.3	6.2
Türkiye	5.5	4.9

KAYNAK: THE ECONOMIST

Arjantin devlet başkanı Nestor Kirchner tarafından Arjantin ekonomisinin 2005 yılında %9,1 büyüdüğünün tahmin edildiği vurgulanmıştır. Economist dergisinin 2006 yılına yönelik tahminlerine göre de Arjantin ekonomisi gelişmekte olan ülke ekonomileri arasında en yüksek büyüme rakamlarına ulaşması tahmin edilen ekonomiler arasında yer almaktadır. Tabloda da görüldüğü gibi Arjantin ekonomisinin 2006 yılında da güçlü büyüme performansını sürdürmesi beklenmektedir.

► Uluslararası Piyasalar

▪ Euro/Dolar Paritesi

FED'in 31 Ocak'taki faiz artırımı kararıyla Dolar Şubat ayına güçlenerek girmiş ve ayın ilk gününde uluslararası piyasalarda Euro/Dolar paritesi 1.2160'dan işlem görmeye başlamıştır. FED'in faiz politikasına ilişkin açıklamaları ve ay içinde açıklanan ABD ekonomisine ilişkin veriler Doların güçlü seyrini korumasına ve paritenin ay sonunda 1.1930'a gerilemesine neden olmuştur. Aralık ayına ilişkin net sermaye girişi rakamının 56.6 milyar Dolar olarak 80 milyar Dolarlık beklentinin oldukça altında açıklanması da Doların değerlenmesini engelleyememiştir. Bu istatistiklerin Bernanke'nin kongreye karşı yaptığı konuşmayla aynı gün yayınlanması, rakamların piyasalarda yaratacağı olası etkileri sınırlamıştır. Revize edilen ABD büyüme rakamları pariteyi Euro lehine etkilemiş ancak bu etki sınırlı düzeyde kalmıştır. 2 Mart'ta Avrupa Merkez Bankası'nın Euro Bölgesi enflasyon beklentisinin artmış olduğu gerekçesiyle 25 baz puanlık faiz artırımına gitmesinin etkisiyle Euro/Dolar paritesi 1.20 seviyesini kırmış ve 1.2090'ları görmüştür. Faiz avantajı nedeniyle dolardaki düşüş eğilimi sınırlı kalmakta, ancak Avrupa Merkez Bankası'nın faiz artırımına devam edebileceği ve Japonya Merkez Bankası'nın da faiz artırımına gidebileceği yönündeki beklentiler paritenin seyrini etkilemektedir.

▪ Eurobond ve Eurotahvil Piyasaları

2001 yılında uzun vadeli tahvil ihracına son veren ABD hükümeti, artan bütçe açığının finansmanına yönelik olarak 4.5 yıl aradan sonra ilk kez, 9 Şubat'ta, 30 yıl vadeli tahvil ihracında bulunmuştur. Amerikan hazinesinden yapılan açıklamada, 14 milyar dolarlık satış yapıldığı ve en yüksek getirinin %4,53 olarak gerçekleştiği belirtilmiştir. İhalenin başarılı geçmesi ABD tahvillerine olan talebi artırmıştır. Ancak bu talep artışına rağmen ay içerisinde ABD tahvillerinin fiyatları aşağı doğru bir seyir izlemiştir. Faiz artırımı beklentisi ve fonların gelişmekte olan ülke tahvillerine kayması söz konusu etkiyi ortaya çıkarmıştır. Böylece ABD'nin 10 yıllık gösterge tahvilinin faizi, ay başındaki %4,523'lük seviyesinden, ay sonunda %4,585'çikmiştir.

Ülke	Vade	Getiri (%)	Fiyat
Türkiye	03.15	6.24	106.88
Brezilya	03.15	6.15	111.81
Arjantin	12.33	8.28	100.00
Meksika	03.15	5.44	108.38
Rusya	03.30	5.55	112.88

	27.Oca	24.Şub	Değişim
EMBI+	213	192	-21
Türkiye	204	185	-19
Brezilya	260	222	-38
Arjantin	435	362	-73
Meksika	113	98	-15
Rusya	107	99	-8

ABD'de yapılan 30 yıllık tahvil ihalesinin başarılı geçmesiyle birlikte gelişen ülke tahvillerinin fiyatları da yükselmiş ve Brezilya tahvillerinin fiyatı tüm zamanların en yüksek seviyesine ulaşmıştır. Amerika kıtasının iki büyük ekonomisi olan Brezilya ve Meksika'nın ardından Venezüella'nın da tahvil geri alımı yapacağını duyurmasının etkisiyle de gelişmekte olan ülke tahvillerinin spreadleri rekor düzeyde daralmıştır. Öte yandan, Şubat ayında Türkiye eurotahvillerinin risk primleri genel endeksin paralelinde azalma göstermiştir. Standard & Poor's'un (S&P) yaptığı olumlu açıklamaları ve başarılı geçen eurotahvil ihraçları Türkiye'nin spreadlerini daraltan gelişmeler olmuştur. Ay içerisinde EMBI+ endeksi 21 puan düşerken Türkiye'nin spreadi 19 baz puan gerilemiştir.

▪ Dünya Borsaları

Ülke	31 Ocak 2006	28 Şubat 2006	% Değişim
NASDAQ (ABD)	2,305	2,281	1,04
DOW JONES (ABD)	10,864	10,993	0,96
NİKKEİ (JAPONYA)	16,649	15,964	-4,11
DAX (ALMANYA)	5,674	5,796	9,26
BOVESPA (BREZİLYA)	37,304	38,610	3,5
MERVAL (ARJANTİN)	16,99	1,736	2,1
MEKSİKA (IPC)	19,060	18,457	-3,2

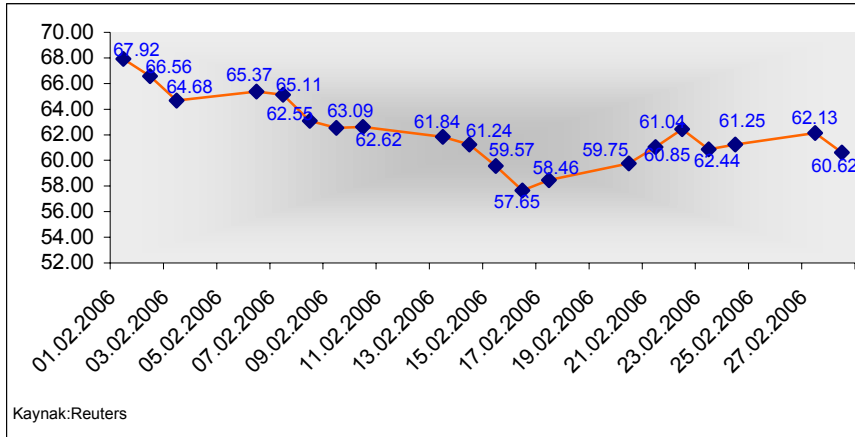
Şubat ayına FED'den gelen, faiz artırımlarına devam edilebileceğine yönelik haberlerle düşüşle başlayan ABD Borsası, daha sonra açıklanan şirket bilançolarının genel olarak güçlü görünmesi, perakende satış verilerinin şirket karlarına yönelik bakışı pozitif yönde desteklemesi ve Bernanke'nin

Kongre'ye karşı yaptığı konuşmanın beklentileri olumlu yönde etkilemesiyle ay içerisinde yükselmiştir. Petrol fiyatlarındaki artışların şirket karlarına yönelik beklentileri olumsuz etkilemesi Dow Jones endeksindeki artışı sınırlarken, Google'ın Şubat ayının son gününde internet arama reklamları alanındaki büyümenin yavaşlamakta olduğu uyarısında bulunması ise Nasdaq Endeksinin düşmesinde neden olmuştur.

Latin Amerika borsaları ise yılbaşından bu yana devam eden artış eğilimini sürdürmüştür. 2006 yılı başından bu yana %15,4, Şubat ayında ise %3,5 değer kazanan Brezilya borsası bu açıdan dikkat çekmektedir. Brezilya'nın temel ekonomik göstergelerindeki iyileşme, borç yükünü azaltmaya yönelik çabaları ve Brezilya hükümetinin yabancı yatırımcıya vergi muafiyetleri getirmesi sermaye akımının Brezilya piyasalarına yönelmesini sağlamıştır. Latin Amerikanın diğer önemli ekonomisi Arjantin'in Merval endeksi Şubat ayında %2,1 artış gösterirken, Meksika borsası şubat ayını -%3,2 değer kaybıyla kapatmıştır.

Şubat ayı boyunca dalgalı bir seyir izleyen Asya Borsaları, Asya'da bölgenin önemli ihracat pazarı olan ABD'de büyümenin yavaşlaması ve Yen'in güçlenmesinin etkisiyle ihracat şirketlerine gelen satışlar doğrultusunda gerilemiştir. Asya piyasalarının en büyük kaygısı Yen'de meydana gelebilecek değer artışları olmaktadır.

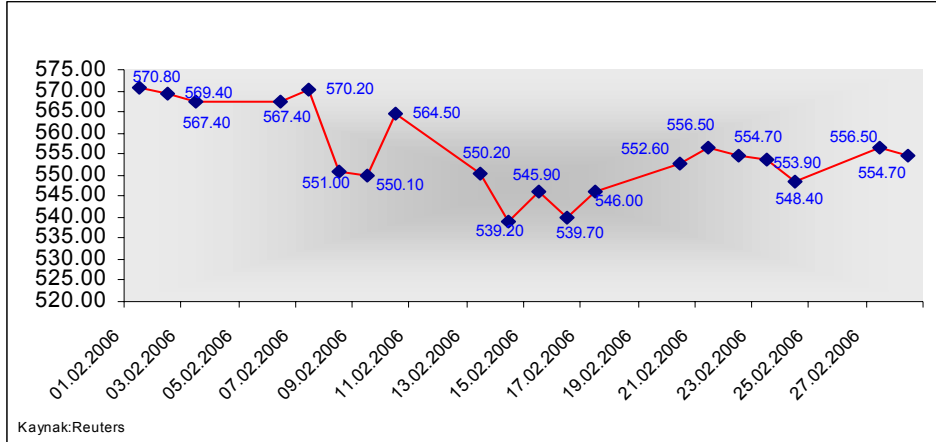
▪ Petrol



İran'ın nükleer programı, Nijerya'ya yapılan saldırılar ve Rusya'nın doğalgaz kesintisi gibi jeopolitik endişeler nedeniyle Ocak ayı sonunda varil başına 69.20 \$'a kadar ulaşan petrol fiyatları, Şubat ayında İran'a olası yaptırımların hemen gerçekleşmeyeceği fikrinin ağırlık kazanması ve piyasaların ABD ham petrol stoklarındaki artışa odaklanmasıyla 60 doların altına inerek 28 Aralık'tan

bu yana en düşük seviyesini görmüştür. Ay içinde Rusya ile İran'ın nükleer alanda vardıkları "temel" uzlaşma nedeniyle temkinli hareket etmeleri ham petrol fiyatlarındaki düşüşü desteklemiş ancak, dünyanın en büyük ham petrol işleme tesisi olan Suudi Arabistan'daki Abkaik tesisine yönelik saldırı girişimi ve Nijerya'daki olayların yeniden gündeme gelmesi fiyatların tekrar 61 dolar seviyesine çıkmasına neden olmuştur. Kısa vadede, petrol fiyatlarının gelişimini etkileyebilecek en önemli etmenlerin başında, İran'la ilgili yaşanan gerginliğin seyri ve 6 Mart'ta yapılacak olan Uluslararası Atom Enerjisi Kurumu (IAEA) toplantısından gelecek açıklamalar gelmektedir.

▪ Emtia Piyasaları



Altın yatırım aracı olarak cazibesini Şubat ayında da korumuştur. İran'ın nükleer programının yarattığı gerilim ve yüksek seyreden petrol fiyatlarının etkisiyle altına olan talep artmış ve uluslararası spot piyasada altın satış fiyatı, Ocak 1981'den bu yana en yüksek düzey olan

573,20'ye ulaşmıştır. Ancak İran kaynaklı jeopolitik risklerin gündemdeki ağırlığının azalmasına bağlı olarak petrol fiyatlarının düşmesi ve Tokyo vadeli işlemler piyasasındaki satışların baskı oluşturması, altın fiyatlarının 539,20 dolar seviyesine kadar inmesine neden olmuştur. Şubat ayını 554,70'den kapatan altın fiyatlarının, ABD ekonomisindeki gelişmelere ve olası bir faiz artırımına bağlı olarak doların değer kazanması durumunda 510 dolar seviyelerine kadar gerilemesi; İran kaynaklı jeopolitik risklerin gündemdeki ağırlığının artması ve petrol fiyatlarının yeniden yükselmesi durumunda ise 580 ons/dolar seviyelerine yükselmesi beklenmektedir.

Emtia piyasası altın fiyatlarında son dönemlerde yaşanan artışın etkisiyle 2006 yılına yükselerek başlamıştır. Gümüş, platin gibi kıymetli madenlerin fiyatları şubat ayında rekor kırmış, Çin başta olmak üzere Asya ülkelerinden gelen talep artışıyla birlikte alüminyum ve bakır gibi endüstriyel metaller ise son yılların en yüksek seviyesine ulaşmıştır. Buna ek olarak Çin'in yoğun talebiyle 2003 yılında hareketlenen ve 2004 yılında altın çağını yaşayan demir-çelik piyasası son dönemde uluslararası piyasaların ilgi odağı haline gelmiştir. 2004 yılında hızlanmaya başlayan satınalma ve birleşmelerle Asya ve Avrupalı şirketler arasındaki rekabet en üst düzeye ulaşmıştır. Son olarak Avrupa'nın birinci ve dünyanın ikinci büyük çelik şirketi Archelor'un, dünyanın bir numaralı çelik şirketi konumundaki Hint kökenli Mittal Steel tarafından satın alınması girişimi, Asya'nın dünya çelik piyasası içindeki konumunu yeniden gözler önüne sermiştir. Archelor'un Mittal'ın satın alma teklifini reddetmesi ve bazı Avrupa ülkelerinin de desteğini arkasına alarak Mittal'a karşı değerini artırma çabası içine girmesinin arkasında yatan temel nedenin, son yıllarda çelik üretiminin Çin ve Hindistan'da artmasına karşılık, Avrupalı üreticilerin üretimlerinin düşmesi olduğu sanılmaktadır. 2006 yılında, demir-çelik piyasalarına olan ilginin devam etmesi, kıymetli maden fiyatlarının ise düşük stok rezervleri, devam eden arz sorunları ve yeni maden açılmasındaki gecikmelere bağlı olarak yükselişinin sürmesi beklenmektedir.

Ekonomik Araştırmalar Birimi

Hülya Yılmaz	Servis Yöneticisi	hulyayilmaz@vakifbank.com.tr	0312-455 85 98
Rukiye Alçıkaya	Uzman	rukiye.alcikaya@vakifbank.com.tr	0312-455 85 49
Nazan Kılıç	Uzman	nkilic@vakifbank.com.tr	0312-455 80 60
Ümit Ünsal	Uzman Yardımcısı	umit.unsal@vakifbank.com.tr	0312-455 85 66
Bilge Özalp	Uzman Yardımcısı	bilge.ozalp@vakifbank.com.tr	0312-455 85 93
Şahin Şakir Önder	Uzman Yardımcısı	sakir.onder@vakifbank.com.tr	0312-455 85 90
Pelin Sencer Kaptan	Yetkili Yardımcısı	pelin.sencer@vakifbank.com.tr	0312-455 85 48

* 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.