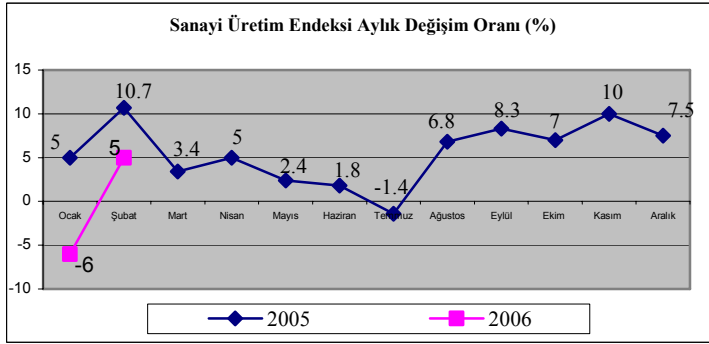


# EKONOMİK GÖRÜNÜM

## MAYIS 2006

### REEL SEKTÖR

#### ► Şubat Ayı Sanayi Üretim Endeksi



Aylık Sanayi Üretim Endeksi, 2006 yılı Şubat ayında bir önceki yılın aynı ayına göre %5 oranında artarak 119'a; imalat sanayi üretim endeksi ise %4,8 oranında artarak 117,5'e yükselmiştir. Mevsimsel etkilerden arındırılarak yapılan değerlendirmede ise sanayi üretim endeksinin bir yıllık dönemde %5,4 oranında; imalat sanayi üretim endeksinin %4,9 oranında arttığı görülmektedir.

İKTİSADİ FAALİYET KOLLARI	ŞUBAT				OCAK-ŞUBAT			
	Endeks	Değişim	Endeks	Değişim	Endeks	Değişim	Endeks	Değişim
	2006		2005		2006		2005	
Toplam Sanayi	119,0	5,0	113,4	10,7	114,9	-0,6	115,6	7,7
Madencilik Sektörü	82,3	2,1	80,6	32,1	80,5	0,7	80,0	23,6
İmalat Sanayi Sektörü	117,5	4,8	112,1	10,2	112,4	-1,7	114,4	7,5
Elektrik, Gaz ve Su Sektörü	157,6	7,9	146,0	8,3	161,8	8,0	149,8	4,9

Kaynak : TÜİK

Sanayi üretim endeksine iktisadi faaliyet kolları itibarıyla bakıldığında, endekste %86,92 ile en fazla ağırlığı olan imalat sanayi sektöründe %4,8; endekste ağırlığı %4,89 olan madencilik sektöründe %2,1; endekste ağırlığı %8,19 olan elektrik, gaz ve su sektöründe ise %7,9 oranında üretim artışı olduğu görülmektedir.

İmalat sanayi sektörü iktisadi faaliyet kollarına göre incelendiğinde, Şubat ayında 6 sektörde üretim azalışı; 16 sektörde üretim artışı yaşandığı görülmektedir. Kok kömürü ve rafine edilmiş petrol ürünlerinde %23,7, kağıt ve kağıt ürünlerinde %22,9, tıbbi, hassas ve optik aletlerde %15,2; plastik-kauçuk ürünlerinde %15,1; tekstil ürünlerinde %7,9 ve giyimde %2 oranında üretim gerilemesi yaşanırken, büro, muhasebe ve bilgi işlem makinelerinde %41,2; mobilyada %37,6; tütünde %36,5; metal eşya sanayinde %22,5; deride %22; metalik olmayan diğer mineral maddelerde %19,4; kimyada %19,3; gıda ve makine-teçhizat %14,5; motorlu kara taşıtlarında %14,2; elektrikli makinelerde %8; diğer ulaşım araçlarında %6,4; ana metalde %4,9; basım ve yayımda %0,9; radyo, TV, haberleşme araçlarında %0,4 ve ağaç ve mantar ürünlerinde %0,3 oranında üretim artışı gerçekleşmiştir.

İmalat sanayi sektöründe toplam %16,3 oranında payları olan tekstil ve giyim sektörlerinde sırasıyla %7,9 ve %2'lik üretim gerilemeleri olması ve %14,48 oranında payı olan kok kömürü ve rafine edilmiş petrol

ürünlerindeki %23,7'lik üretim gerilemesi, sanayi üretim endeksindeki artışın sınırlı kalmasında etkili olmuştur. Tekstil ve giyim sektörlerinin uzun bir süreden beri Çin etkisi nedeniyle sorun yaşadıkları bilinmektedir. Ancak, petrol ürünlerindeki üretim gerilemesinin geçici olduğu ve önümüzdeki aylarda sektör üretiminin artacağı düşünülmektedir.

Geçen yıl gerçekleşen %10,7'lik güçlü artışa ve önemli sektörlerdeki üretim gerilemelerine rağmen, sanayi üretiminin bu yıl Şubat ayında %5 oranında artış göstermesinde, iç talepteki canlılıkla birlikte bir aylık dönemde %16 oranında artan ihracatın büyük katkısı olmuştur. Şubat ayında gerçekleşen artışla, olumsuz kış koşulları ve uzun bayram tatilinin etkisiyle Ocak ayında gerçekleşen sanayi üretimi azalışı bir ölçüde telafi edilebilmiş, yılın ilk iki ayında sanayi üretimindeki gerileme %0,6 olarak gerçekleşmiştir.

Bazı sektörlerdeki önemli üretim gerilemeleri dışında sanayi üretiminin Şubat ayında gösterdiği performans, sanayi sektörünün GSYİH içerisinde önemli payı olması ve sürdürülebilir büyümenin sağlanmasındaki rolü nedeniyle önemli ve olumlu gelişmedir.

### Bazı Önemli Sektörlerde Üretim Gelişmeleri

Endeks Değişim Oranı (%)	2002 Ort	2003 Ort	2004 Ort	2005 Ort	2002-2005 Ort.	2006 Ocak	2006 Şubat	2006 Ocak-Şubat Ortalama
Toplam Sanayi	9,5	8,8	9,9	5,3	8,4	-6,0	5,0	-0,6
Tekstil (%10.88)	12,5	2,1	-1,4	-11,9	0,3	-20,3	-7,9	-14,2
Giyim (%5.42)	3,3	1,7	3,5	-12,5	-1,0	-35,5	-2,0	-22,2
Kok, Rafine Edil.Petrol (%14.48)	9,1	3,1	-4,6	-0,1	1,9	-5,3	-23,7	-14,1
Gıda (%10.64)	2,9	7,6	-0,4	6,2	4,1	2,6	14,5	8,2
Ana Metal (%8.90)	10,1	11,9	11,6	3,4	9,3	-9,9	4,9	-2,9
Kimya (%10.34)	14,2	8,8	16,1	7,2	11,6	-1,8	19,3	8,8
Makine Teçhizat (%5.76)	21,4	22,4	31,0	1,0	19,0	-3,8	14,5	5,6
Motorlu Kara Taşıtları (%6.27)	27,1	47,6	53,3	9,6	34,4	9,2	14,2	12,0
Diğer Ulaşım Araçları (%1.07)	10,5	-38,7	2,5	-7,4	-8,3	76,5	6,4	33,0
Tütün (%1.35)	5,7	-4,7	-21,2	13,2	-1,8	26,2	36,5	31,5
Büro, Muhasebe, Bilgi İşlem Mak. (%0.05)	48,4	9,9	79,3	23,3	40,2	75,0	41,2	59,1

**Kaynak : TÜİK**

2002-2005 döneminde toplam sanayi üretimi %8,4 oranında artarken, tekstil sektörü üretimindeki %0,3'lük; kok kömürü ve rafine edilmiş petrol ürünlerindeki %1,9'luk üretim artışı ile; giyim sektöründeki %1'lik üretim azalışı dikkat çekicidir. 2006 yılının Ocak-Şubat döneminde ise, tekstil, giyim sektörleri ise kok kömürü ve rafine edilmiş petrol ürünlerinde önemli üretim gerilemeleri kaydedildiği görülmektedir.

Sanayi üretim endeksinde önemli oranda payı olan ve 2002-2005 döneminde üretim artışı kaydedilemeyen; 2006 yılının ilk iki ayında da üretimi önemli oranda gerileyen tekstil sektörünün daha yakından incelenmesinin yerinde olacağı düşünülmektedir.

GSMH'de yaklaşık %7,5; imalat sanayi üretiminde %10,9; toplam istihdamda yaklaşık %11; imalat sanayi istihdamında yaklaşık %50; ihracatta yaklaşık %25 oranındaki payıyla Türkiye ekonomisinin önemli sektörlerinden biri olan tekstil sektöründe sorunlar yaşanmaktadır. Tekstil sektöründe üretim artışı 2003 yılında önemli oranda yavaşlamış, 2004 ve 2005 yıllarında ise üretim gerileme eğilimine girmiştir. Sektörde yaşanan sorunlar nedeniyle, sektörün 2000-2003 yılları arasında %27 olan ihracattaki payı 2004 yılında %22'ye, 2005 yılında %20'ye gerilemiştir. 2004-2005 döneminde ihracattaki gerilemeyle birlikte tekstil sektöründe önemli oranda istihdam kaybı yaşanmış, çok sayıda firma faaliyetine son vermiştir.

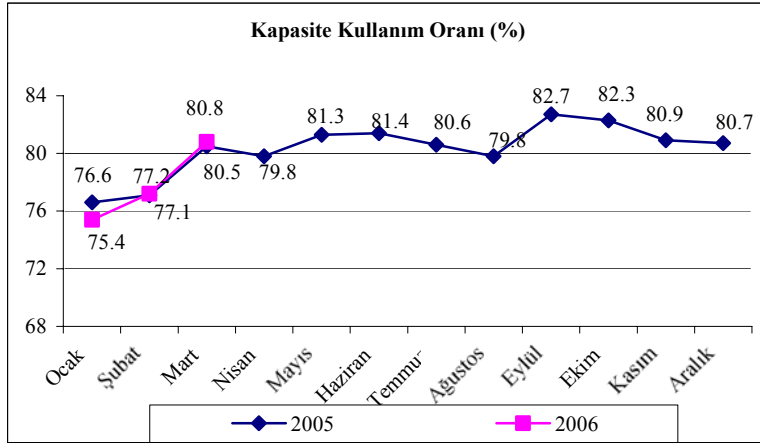
1996 yılında Gümrük Birliği'ne geçişle birlikte ucuz işgücü avantajını kullanan Türk tekstil sanayi, markalaşma yolunda da önemli bir katederek Türkiye'nin işgücüne ve ihracatına önemli katkılar sağlayan sektörlerinden biri konumuna gelmiştir. Ancak, 2005 yılında DTÖ düzenlemelerinin hayata geçmesiyle birlikte dünya tekstil ticaretinin artması, uluslararası alanda rekabeti zorlaştırmıştır. Özellikle, ucuz işgücü avantajıyla tüm pazarlarda etkin bir konuma gelen Çin malları, Türk tekstil sektörü ihracatını önemli oranda geriletmiş, ihracatı gerileyen Türk tekstil sektörü zor bir döneme girmiştir. AB pazarına yakın olmasının avantajına rağmen, enerji ve istihdam

üzerindeki vergi yükü, teşvik politikalarının yetersizliği ve değerli TL nedeniyle ucuz Çin malları karşısında fiyat açısından rekabet edememiştir. Bu süreç sonunda ucuz mal üreten firmaların tasfiyesiyle sektörde daralmanın olması kaçınılmaz olmuştur.

Türk tekstil sektörünün halihazırda yaşadığı süreç, gelişmiş ülkelerin de geçirdikleri bir süreçtir. Sanayileşme sürecinin ilk aşamalarında fazla sermaye birikimi gerektirmeyen emek yoğun yapısı nedeniyle, tekstil ve konfeksiyon sektörü sanayi üretimine büyük katkılar sağlamaktadır. Ancak, dünyada değişen koşullarla birlikte, ucuz üretim avantajı elde eden ülkeler bu alana yoğunlaşmakta, eskiden avantajlı konumda olan ülkeler de, başka sanayi kollarına yönelmekte ya da sektörde daha kaliteli ve markalı ürünler üretme yolunu seçmektedirler.

Global piyasalardaki değişim ile birlikte bir dönüşüm sürecinden geçen Türkiye ekonomisinde gerek istihdamdaki, gerekse ihracattaki payı ve GSMH'ye katkısı nedeniyle önemli bir sektör olan tekstil sektörünün, sürdürülebilir büyüme sürecine girmesi açısından kaliteli ürün üretme ve AR-GE'ye yatırım yapma davranışının ön plana çıkarılması gerekmektedir. Firmalar tarafından yapılacak bu çalışmaların, devlet tarafından istihdam ve enerji üzerindeki vergi yükünün hafifletilmesi ve daha etkin teşvik politikalarıyla desteklenmesi, sektörün küreselleşme sürecinde geçirmek zorunda olduğu yapısal değişimin sancularını azaltabilecektir.

### ► Mart Ayı Kapasite Kullanım Oranları



2005 yılı Mart ayında %80,5 olarak gerçekleşen üretim değeri ağırlıklı kapasite kullanım oranı Mart 2006 döneminde kamu sektöründe %84,2; özel sektörde %80,2 olmak üzere toplam %80,8 olarak gerçekleşmiştir. Mevsimsel etkilerden arındırılarak yapılan değerlendirmede Ocak ayında bayram, soğuk hava koşulları ve doğalgaz krizi gibi nedenlerle kapasite kullanım oranı %78,5 seviyesine gerilemişken, Şubat 2006'da %80,9 düzeyine; Mart 2006'da ise %81,1'e yükseldiği görülmektedir. Mart ayında gerçekleşen %81,1'lik kapasite kullanım

oranı bir önceki yılın aynı dönemine göre %0,6; bir önceki aya göre ise %0,3 daha yüksektir.

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

Tam Kapasite Çalışmama Nedenleri (%)	Mart		Ocak-Mart Ort.	
	2006	2005	2006	2005
İç pazarda talep yetersizliği	43,6	52,1	43,3	53,3
Dış pazarda talep yetersizliği	19,1	17,0	19,9	16,9
Mali imkansızlık	3,4	3,2	3,1	3,0
Yerli mallarda hammadde yetersizliği	4,7	4,5	4,4	4,2
İthal mallarda hammadde yetersizliği	2,7	2,1	2,4	2,2
İşçilerle ilgili meseleler	2,0	1,8	1,8	1,9

*Kaynak : TÜİK*

2006 yılı Mart ayında ve yılın ilk üç aylık döneminde tam kapasite ile çalışmama nedenlerinden dış pazarda talep yetersizliğinin etkisini artırdığı, iç pazarda talep yetersizliğinin etkisinin geçen yıla göre önemli oranda düştüğü; diğer nedenlerde önemli bir değişiklik olmadığı görülmektedir.

2006 yılı Nisan ayı için beklentiler ise, üretim miktarının 2005 yılının aynı dönemine göre önemli oranda artacağı; yurtiçi satışların, satış fiyatlarının ve hammadde fiyatlarının azalacağı yönünde olmuştur.

► İşgücü Piyasasındaki Gelişmeler

Kurumsal Olmayan Sivil Nüfusun İşgücü Durumu					
	2004 Yıllık	2005 Yıllık	2005 Ocak	2006 Ocak	2005 Ocak-2006 Ocak Değişim Oranı (%)
<b>Kurumsal Olmayan Sivil Nüfus (000)</b>	70.556	71.611	71.124	72.168	1.5
<b>15 ve daha yukarı Yaştaki Nüfus (000)</b>	49.906	50.826	50.364	51.281	1.8
<b>İşgücü (000)</b>	24.289	24.565	23.512	23.633	0.5
<b>İstihdam (000)</b>	21.791	22.046	20.815	20.834	0.1
<b>Eksik İstihdam (000)</b>	995	817	772	892	15.5
<b>İşsiz (000)</b>	2.498	2.520	2.697	2.799	3.8
<b>İşgücüne Katılma Oranı(%)</b>	48.7	48.3	46.7	46.1	-1.3
<b>İstihdam Oranı (%)</b>	43.7	43.4	41.3	40.6	-1.7
<b>İşsizlik Oranı(%)</b>	10.3	10.3	11.5	11.8	2.6
<b>Eksik İstihdam Oranı(%)</b>	4.1	3.3	3.3	3.8	15.2
<b>İşgücüne Dahil Olmayanlar (000)</b>	25.616	26.260	26.851	27.648	3.0
<i>Kaynak : TÜİK</i>					

TÜİK tarafından (hareketli üçer) aylık dönemler esas alınarak her ay açıklanan işgücü istatistiklerinin “2005 yılı Aralık ayı ile 2006 yılı Ocak ve Şubat ayı verilerinden oluşturulan ve Ocak ayı olarak açıklanan” verilere göre, sözkonusu dönemde işsizlik oranı %11,8 olarak gerçekleşmiştir. Aynı yöntemle oluşturulan 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; Kasım ayında %10,6; Aralık ayında %11,2 olarak gerçekleşmiştir.

İşsizlik oranındaki artışa ek olarak, AB ülkeleri ve diğer gelişmiş ülkelere kıyasla düşük olan, işgücüne katılma oranının bir yıllık dönemde %46,7’den %46,1’e gerilemesi dikkat çekicidir. Kadın nüfusun işgücüne katılımının düşük olması, bu oranı sınırlandıran bir faktör olmaktadır.

İstihdam edilenlerin sektörel dağılımı incelendiğinde, istihdam edilenlerin %25’inin tarım; %20,7’sinin sanayi; %4,7’sinin inşaat ve %49,6’sının hizmetler sektöründe olduğu görülmektedir. Bir önceki yıla göre tarım sektörü istihdamı 5,2 puan azalırken; hizmetler sektörü istihdamı 3,7 puan artmıştır.

Türkiye ekonomisinde yaşanan hızlı büyüme sürecine rağmen, işsizlik oranlarında gerileme olmamaktadır. Bir yıllık dönemde 15 ve daha yukarı yaştaki nüfusa 917 bin kişinin katılması ve tarım sektörü istihdamının 1 milyon 85 bin kişi azalması, istihdamın sadece 19 bin kişi artmış görünmesine neden olmakta; yaratılan istihdam imkanına rağmen işsizlik oranlarının gerilemesini engellemektedir. Türkiye ekonomisinin daha fazla istihdam yaratan bir yapıya kavuşturulması, büyüme sürecinin yüksek büyüme oranlarıyla sürdürülmesi ve sanayi üretiminin istihdam yaratan bir şekilde dönüştürülmesi ile mümkün olacaktır. Türkiye ekonomisi hızla büyürken, bu büyüme ara malı ve sermaye malı ithalatını da beraberinde getirmektedir. Kur seviyesinin de desteğiyle ithal ara malı kullanmak yerli ara malı kullanmaya nazaran avantajlı olmakta, bu durum da hem cari açığı artırmakta hem de büyümenin istihdam yaratma potansiyelini düşürmektedir. Orta ve uzun dönemde genellikle ileri teknoloji ürünü ithal ara malların kısmen de olsa yerli olanlarla ikame edilmesine imkan verecek bir dönüşüm süreci hem cari açığı hem de işsizliği azaltacak etki yapacaktır. Bu dönüşüm süreci, işgücüne katılan bireylerin ileri teknoloji ürünlerini üretmelerini mümkün kılacak kapsamlı bir eğitim reformu ve eğitim seferberliğini gerektirmektedir.

► **Harcama ve Üretim Yapısı İtibariyle Türkiye-AB Karşılaştırması**

Yıllar İtibariyle GSYİH Kalemlerinin GSYİH'ya Oranları (%)								
TÜRKİYE-AB KARŞILAŞTIRMASI								
	TÜRKİYE				AB			
	2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005
Özel Tüketim /GSYİH	63,1	63,6	64,3	65,1	58,7	58,6	58,3	58,0
Devlet Tüketimi/GSYİH	8,4	7,7	7,1	6,8	20,8	20,9	20,9	20,8
Gayri Safi Sabit Sermaye Oluşumu/GSYİH	19,0	19,7	24,0	27,7	20,8	20,5	20,6	20,7
Stok Değişimleri/GSYİH	5,2	7,7	8,2	5,3	-0,2	0,0	0,2	0,5
	2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005
Tarım/GSYİH	13,4	12,4	11,6	11,4	2,3	2,3	2,2	2,1
Sanayi/GSYİH	28,8	29,3	29,4	29,2	21,2	20,7	20,6	20,6
İnşaat/GSYİH	4,5	3,9	3,7	4,2	5,7	5,8	5,9	6,1
(Ticaret+Ulaştırma, Haberleşme)/GSYİH	35,8	36,6	37,2	37,3	21,3	21,2	21,1	21,1
(Mali Müessese+Konut Sahipliği+Serbest Meslek ve Hizmetler-İzafi Banka Hizmetleri)/GSYİH	7,7	7,4	7,0	6,8	26,9	27,1	27,2	27,4
Devlet Hizmetleri+Kar Amacı Olm. Diğer Hizmetler/GSYİH	4,6	4,4	4,1	3,8	22,6	22,9	22,9	22,7

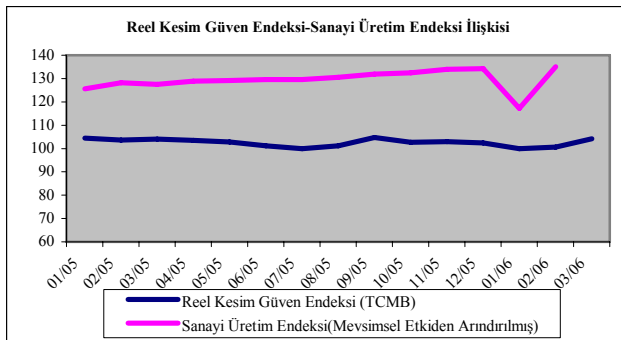
KAYNAK : TÜİK, ECB Monthly Bulletin, April 2006

içerisindeki payı AB ülkelerinde %0-%0,5 aralığında değişirken, Türkiye’de söz konusu oran %5,2 ile %8,2 arasında değişmektedir.

AB’de tarım sektörünün GSYİH içerisindeki payı %2’ler civarındayken Türkiye’de bu payın, yıllar itibariyle düşüş göstermesine karşılık %11 civarında olduğu görülmektedir. Sanayinin GSYİH içerisindeki payı Türkiye’de %29’lar civarındayken, AB’de %20 düzeyindedir. Türkiye’de inşaat sektöründe 2004 yılında yaşanan gelişmelere rağmen, sektörün GSYİH içerisindeki payı AB ülkelerine göre düşüktür. Türkiye’de ticaret, ulaştırma ve haberleşme sektörlerinin GSYİH içerisindeki payı AB ülkelerinin yaklaşık iki katı iken, AB ülkeleri GSYİH’leri içerisinde mali müesseseler, konut sahipliği ile serbest meslek ve hizmetler sektörünün payı Türkiye’de olduğundan yaklaşık dört kat fazladır. Devlet hizmetleri ve kar amacı olmayan diğer hizmetlerin payı ise AB’de Türkiye’ye göre beş kattan fazladır.

Bir ekonominin gelişmişliğini anlamanın en kısa yolu üretimi oluşturan kesimlerin üretimdeki paylarına bakmaktır. Bir ekonomide yapısal değişim, o ekonomideki üretim ağırlığının tarımdan sanayiye buradan da hizmetler kesimine kaymasıyla olmaktadır. Ticarete konu mallar üreten ve sürdürülebilir büyümenin sağlanmasına katkıda bulunan sanayi sektörünün GSYİH içindeki payının artmasıyla ülkenin kalkınması mümkün olmaktadır. Sanayiden aldığı destekle kalkınan bir ekonomide insan kaynaklarına yatırım yapılması, nitelikli işgücünü artırmakta, bu sayede hizmetler sektörünün GSYİH içerisindeki payı yükselmektedir. Gelişmiş ülkelerde, ülkeden ülkeye ufak farklılıklar görülse de, tarımın payı %3’e kadar düşmekte; sanayinin payı %30; hizmetlerin payı %67’ler düzeyine kadar çıkmaktadır.

► **Üretim Unsurundaki Gelişmeler**



2005 yılının son çeyrek verilerine göre yatırım harcamalarındaki artış eğilimi devam etmektedir. Özel sektör makine-teçhizat yatırımı harcamaları 2005 yılının son çeyreğinde sabit fiyatlarla %43,5 oranında büyümüştür.

2006 yılı Ocak ayında %6 oranında gerileyen sanayi üretim endeksi Şubat ayında toparlanmış, ancak 2006 yılının ilk iki aylık döneminde %0,6 oranında gerilemiştir. Mart ayında kapasite kullanım oranlarındaki yükselişle birlikte, sanayi üretim endeksinin ilk iki aya göre yüksek bir

düzye gerçekleşmesi mümkündür. Sanayi üretim endeksinde üretim faaliyetlerinde kullanılmak üzere üretim gerçekleştiren makine-teçhizat, büro, muhasebe ve bilgi işlem makineleri üretiminde artış devam etmektedir. Reel kesim güven endeksi, 2006 yılı Ocak ayında ekonomik faaliyetlere ilişkin istikrarlı görünüm düzeyini gösteren 100 düzeyinde iken, Şubat ayında artan güvenin işareti olarak 100,6'ya; Mart ayında ise 104,2'ye yükselmiştir. Toplam sipariş ve iç pazara satılan mal hacmi eğilimlerinin endeksi önemli ölçüde artırdığı; yatırım harcaması beklentisinin ise endeksi olumsuz yönde etkilediği görülmektedir. Bu durumda reel kesimin tüketici talebindeki güçlü seyirle birlikte üretimlerini artırma imkanı bulacakları, ancak bu üretim artışını yeni yatırımlardan ziyade kapasite artırımıyla gerçekleştireceklerini söylemek mümkündür. Yatırım harcamalarındaki artışa rağmen, istihdam artışı sağlanamaması, 2005 yılında işsizlik oranlarının 2004 yılında olduğu gibi %10,3 olarak gerçekleşmesi; Ocak 2006 döneminde ise %11,8'e yükselmesi bu eğilimi destekleyen göstergelerdir.

Yatırımlardaki artış eğilimiyle birlikte Ocak-Mart 2006 döneminde açılan şirket, kooperatif ve ticaret unvanlı işyeri sayısı geçen yılın aynı dönemine göre %18 oranında artmıştır. Aynı dönemde kapanan şirket sayısı ise %13,3 oranında artmıştır. Kurulan şirketler için getirilen sermaye miktarı bir yıllık dönemde %131,7 oranında artmıştır. Ocak-Mart döneminde verilen yatırım teşvik belgelerindeki artış %14,5 olarak gerçekleşmiş, sözkonusu yatırımlar çerçevesinde yapılan yatırım tutarı %93,9 artışla 8.4 milyar YTL'ye ulaşmış, 47 bin 295 kişiye istihdam olanağı sağlanmıştır.

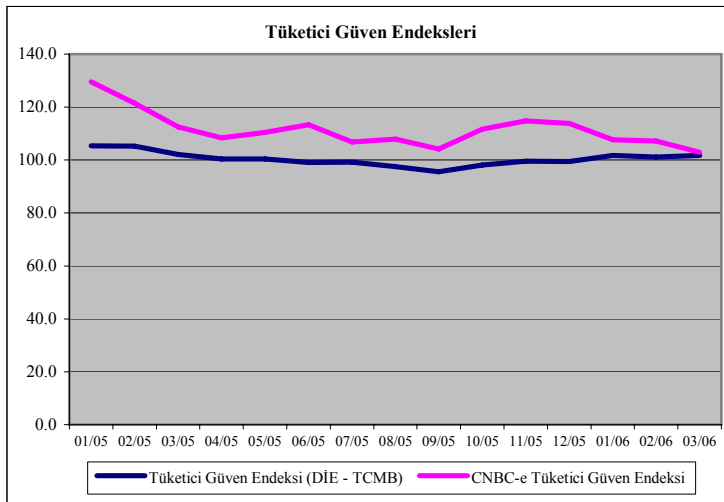
Dış pazarlardaki canlılıkla birlikte ihracat rakamlarındaki artış, üretim sürecinin devamını sağlayan bir gelişme olmuştur. TÜİK verilerine göre, yılın ilk üç aylık döneminde ihracat artışı geçen yılın aynı dönemine göre %4,3 olarak gerçekleşmiştir.

Yılın ilk üç aylık döneminde üretim sürecinin devamı, satılan ticari araç sayısını %9,3 oranında, ithal edilen ticari araç sayısını da %11,7 oranında artırmıştır.

Reel sektör yatırımları artarken, reel sektör tarafından kullanılan krediler de artmaktadır. Yılın ilk üç aylık dönemde kullanılan kredi miktarı geçen yılın aynı dönemine göre %50,4 oranında artmıştır.

#### ► Talep Unsurundaki Gelişmeler

GSYİH içerisinde %64,9 oranında payı olan özel nihai tüketim harcamalarının %8,8 oranında büyümesi, 2005 yılında gerçekleşen %7,4'lük GSYİH büyümesine %76,3 oranında katkı yapmış, büyümenin itici unsurlarından olmuştur. 2006 yılının ilk üç aylık verileri de tüketici harcamalarındaki artış eğiliminin devam ettiğine yönelik olumlu işaretler vermektedir.



TÜİK ve TCMB işbirliğiyle hazırlanan Tüketici Güven Endeksi, tüketici güveninin sürdüğünü gösteren 100 seviyesindedir. CNBC-e tarafından hazırlanan tüketici güven endeksinde, 2006 yılının ilk üç ayında geçen yıla göre düşüş görülmesine karşılık, tüketici güven endeksinin alt endekslerinden olan ve tüketim gerçekleşmesini gösteren bireysel tüketim endeksi, geçen yılın aynı dönemlerine göre önemli oranda yükselmiştir. Tüketici güvenindeki düşüşe karşılık tüketim harcamalarının artmasının, tüketicilerin, önümüzdeki dönemde kurlarda olası bir yükselişe karşı harcamalarını öne çekmelerinden kaynaklanmış olabileceği

düşünülmektedir. Dolayısıyla öne çekilen tüketim harcamaları ve yılın ilk üç ayında geçen yılın aynı dönemine göre %116,4 oranında artan tüketici kredileri artışının da gösterdiği gibi, tüketicilerin tüketim harcamalarını büyük oranda krediyle gerçekleştirmeleri, ileriki dönemlerde tüketim harcamalarını azaltabilecek ve sözkonusu harcamaların büyümeye katkısını sınırlandıracaktır.

Tüketicilerin gelirlerinde önemli artış olmamasına karşılık, değerli YTL nedeniyle ithal malların nispi fiyatının ucuzlaması, konut ve diğer tüketici kredilerine sunulan cazip kredi koşulları sayesinde beyaz eşya, mobilya ve otomobil gibi dayanıklı tüketim mallarına olan talep artmaktadır. Yılın ilk üç aylık döneminde otomobil satışları %10,9 oranında; otomobil ithalatı %15,7 oranında artmıştır. 2006 yılı Ocak-Şubat döneminde beyaz eşya satışları %18 oranında; ithalatı ise %53 oranında artmıştır.

Canlı iç taleple birlikte, tüketim malları ithalatı da artmaktadır. İlk üç aylık dönemde tüketim malları ithalatı geçen yılın aynı dönemine göre %36,3 oranında artmıştır.

Hem iç tüketimdeki hem de ithalattaki artışla birlikte bütçede KDV ve ÖTV gelirleri önemli oranda artmıştır.

*VakıfBank Ekonomik Araştırmalar Birimi olarak 2006 yılı büyüme oranı tahminimiz %6,3'dür.*

## PARA POLİTİKASI ANALİZİ

### ► TCMB Döviz Rezervlerinin Yeterliliği ve Maliyeti

Son dönemde Türkiye’de TCMB’nin döviz biriktirme davranışı ve bunun yarattığı maliyetler geniş ölçüde tartışılmaktadır. Bu çerçevede para politikası ile ilgili analizde bu konunun detaylı bir şekilde ele alınması uygun görülmektedir.

<i>Rezerv Yeterlilik Göstergeleri</i>					
	BDR/ M2Y (%)	BDR / M2YR (%)	BDR / Kıs. V. Brç.	BDR / İthalat	BDR / Bankacılık Sisteminden Kaynaklanabilecek Potansiyel İç Döviz Talebi*
2000	26,33	-	0,78	4,88	-
2001	25,50	-	1,15	5,45	54,17
2002	32,94	31,83	1,63	6,24	67,72
2003	31,22	29,72	1,46	5,82	67,60
2004	26,33	25,26	1,11	4,43	58,29
2005	29,73	28,64	1,32	5,20	72,13

Kaynak: TCMB

\*Mevduat bankalarının yükümlülükleri itibarıyla mevduat bankalarından kaynaklanabilecek potansiyel iç döviz talebi şöyle tanımlandı: Mevduat bankalarındaki vadesiz tasarruf ve vadesiz ticari mevduatlar; 1 ay vadeli tasarruf ve 1 ay vadeli ticari mevduatlar; vadesiz ve 1 ay vadeli döviz tevdiat hesapları ve repo işlemlerinden sağlanan fonların toplamı.

Yukarıdaki Tabloda iktisat yazınında genel kabul görmüş rezerv yeterlilik göstergelerinden hareketle Merkez Bankası Brüt Döviz Rezervleri (BDR) kullanılarak hesaplanmış oranların 2000 yılından itibaren izlediği seyir verilmektedir. Tablodan da görüldüğü gibi 2003 ve 2004 yıllarında söz konusu göstergelerde bir gerileme; 2005 yılı sonu verileri itibarıyla ise dikkate değer bir iyileşme yaşanmıştır.

Birinci ve ikinci sütündeki göstergeler, özellikle dolarizasyonun yaşandığı ekonomilerde önem kazanmakta ve bu oranlardaki artışlar rezervlerin olası döviz çıkışlarına karşı güçlendiğine işaret etmektedir. Rezervlerin kısa vadeli borçlara oranının yüksekliği ise ülkenin dış şoklara karşı dayanıklılığını göstermekte olup bu oranın en az 1 olması gerekmektedir. Tablodan da görüldüğü gibi 2005 yıl sonu itibarıyla bu oran 1.32 olarak gerçekleşmiştir. Rezervlerin aylık ortalama ithalata oranı ise IMF tarafından kullanılan bir gösterge olup döviz rezervlerinin asgari üç aylık ithalatı karşılama gerektirdiği kabul edilmektedir. Tablodan da görüldüğü gibi 2005 yıl sonu itibarıyla bu oran 5.2 dir. Yani rezervler ortalama 5.2 aylık ithalatı karşılamaya yetecek düzeydedir. Göstergeler referans oranlarla karşılaştırılırken kullanılan rezerv tanımları ve verilerin frekansı önem kazanmaktadır. Çünkü tanımlar ve frekans mutlak büyüklükleri etkilemektedir. Ancak bu faktörler genel eğilimi değiştirmemektedir. Rezerv yeterliliğini ölçmek için Tabloda yer alan bir diğer gösterge BDR’nin birimimiz tarafından tanımlanan bankacılık sisteminden kaynaklanabilecek potansiyel iç döviz talebine oranıdır. Görüldüğü gibi bu oran artmaktadır. Oranın artması potansiyel talebe karşı rezervlerin güçlendiğine işaret etmektedir.

<i>TCMB Brüt Döviz Rezervlerinin Bileşimi</i>						
	BDR (Milyon \$)	Kamu YP Mev. / BDR	Bankalar Serbest YP Mev. / BDR	YP Zorunlu Karşılıklar / BDR	KMDTH / BDR	NDR* / BDR
2000	22.172	5,9	11,8	16,9	47,2	14,1
2001	18.787	7,3	15,5	22,5	57,2	-7,9
2002	26.807	8,8	7,4	16,9	52,3	9,9
2003	33.616	9,7	6,3	15,3	51,2	11,8
2004	36.009	10,7	9,3	18,0	51,4	6,6
2005	50.515	19,7	7,9	13,8	30,6	25,2

Kaynak: TCMB

\* Net Döviz Rezervleri MB Bilançosundan hareketle şu şekilde hesaplanmıştır: NDR=Brüt Döviz Rezervleri-(Kamu YP Mev.+ Bankalar YP Mev.+KMDTH+Fonların YP Hesapları+İthalat Akreditif Bedelleri)



Bilindiği gibi, merkez bankalarının döviz rezervi bulundurmalarının bir takım maliyetleri bulunmaktadır<sup>1</sup>. Bu konu gerek iktisat literatüründe gerekse basında son dönemlerde sıkça tartışma konusu olmaktadır.

Yukarıdaki Tabloda TCMB'nin son dönemlerde hızlı bir biçimde artan Brüt Döviz Rezervleri, bu rezervleri oluşturan en önemli dört bilanço kalemi ve bu kalemlerden yola çıkarak hesaplanmış net döviz rezervlerinin toplam içindeki payları verilmiştir. Bu oranlar TCMB'nin bulundurduğu rezervlerin maliyetlerinin yapısı hakkında faydalı bilgiler vermektedir.

Tablodan görüldüğü gibi Merkez Bankası rezervleri içinde kamunun YP mevduatının payı artmaktadır. Buna paralel olarak kamu tarafından katlanılan maliyet de giderek artmaktadır. Teorik açıdan bakıldığında, kamunun TCMB'de YP mevduatı bulundurmak yerine bununla dış borç stokunu azaltmak ve böylece faiz maliyetini düşürmek gibi bir alternatifi olduğundan, bu mevduatlar kamu açısından alternatif maliyet yaratmaktadır. YP mevduatı bulundurmanın kamu açısından maliyeti, dış borçlanma faizi ile TCMB tarafından bu mevduatlara ödenen faiz olarak düşünülebilir. Kamunun YP mevduatlarının asli fonksiyonu dış borç yönetimiyle ilgili olmakla birlikte son dönemlerde kamunun, TCMB'nin döviz rezervi biriktirme tutumuna destek olduğu görülmektedir.

Tablo'nun üçüncü ve dördüncü sütunlarında bankaların BDR içindeki payları gösterilmektedir. Bankaların TCMB'de serbest mevduat ve zorunlu karşılıklar olmak üzere iki türlü yabancı para mevduatı bulunmaktadır. Zorunlu karşılık uygulaması çerçevesinde bankalar halen yabancı para yükümlülüklerinin %11'i kadar TCMB'de mevduat bulundurmak zorundadır. Bu oranın %8'i bloke hesaplarda zorunlu karşılık olarak tutulmakta olup, bunlara piyasa faizinin altında bir faiz verilmektedir. Oranın %3'lük kısmı ise iki haftalık ortalama olarak serbest hesaplarda tutulmakta ve bunlara DTH'lara uygulanan faiz verilmektedir. Dolayısıyla serbest mevduatlar da yasal zorunlulardan kaynaklanmakta, ancak bu uygulama ile bankaların maliyetleri düşürülmektedir. Bankalar belirli bir maliyetle elde ettikleri rezervlerini piyasa faizinin altında bir faizden zorunlu karşılık olarak bulundurdukları için bu karşılıklar bankalar açısından bir maliyet unsuru olmaktadır. Tablodan görüldüğü gibi zorunlu karşılıkların BDR içindeki payı azalma eğilimindedir.

Kredi Mektuplu Döviz Tevdiat Hesaplarının (KMDTH) payı ise genel olarak TCMB'nin katlandığı maliyeti temsil etmektedir. Bunun nedeni TCMB nezninde açılan bu hesaplara yüksek faiz veriliyor olmasıdır. Tablodan görüldüğü gibi TCMB'nin rezervleri içinde KMDTH'lar azalmakta dolayısıyla TCMB'nin bu anlamda katlandığı maliyet azalmaktadır. Ayrıca bu hesaplara uygulanan faiz oranlarında da 2000 yılından beri 3-4 puanlık bir azalma meydana gelmiştir. Bu da maliyetleri azaltan bir başka unsurdur.

Tablonun son sütununda ise TCMB'nin kendi kaynakları ile elde ettiği rezervler yani net döviz rezervleri (NDR) verilmektedir. TCMB YTL cinsinden yükümlülük yaratarak söz konusu rezervleri elde etmektedir. Bu nedenle ilk bakışta bu kazanımın, TCMB açısından neredeyse maliyetsiz olduğu düşünülebilir. Ancak TCMB bu nedenle ortaya çıkan parasal genişlemeyi APİ ile sterilize etmek zorunda kalmakta, bu nedenle de belirli bir faiz maliyetine katlanmaktadır. Tablodan da görüldüğü gibi bu yolla elde edilen rezervlerin toplam içindeki payı 2005 yılı sonunda %25'e yükselmiştir. Bu artış 2005 yılındaki yoğun döviz alımlarından kaynaklanmaktadır. Bu nedenle ortaya çıkan faiz maliyeti artan para talebi ile bir miktar sınırlansa da TCMB'nin rezerv bulundurma tutumu nedeniyle bu yolla katlandığı maliyet artmıştır.

Döviz rezervi bulundurmanın toplumsal maliyetine şu açıdan yaklaşmak da mümkündür: Ülkeye belirli bir maliyetle (bu maliyet faiz maliyeti olabileceği gibi mal veya hizmet ihracı sonucu yurtdışına aktarılan kaynak da olabilir) giren rezervler yatırım, tüketim gibi alternatif alanlarda kullanılmak yerine düşük faiz getiren risksiz ABD tahvillerine plase edilmekte ve bu süreç alternatif bir maliyet unsuru olarak karşımıza çıkmaktadır. Ancak söz konusu maliyeti değerlendirmek için merkez bankalarının rezerv biriktirme tutumunun arkasında yatan iktisadi güdüyü de değerlendirmek gerekmektedir. Merkez bankaları finansal krizlere yakalanma riskini azaltmak, bu krizlere karşı koyabilme gücünü ve kredibilitésini artırmak gibi nedenlerle yüksek rezerv bulundurma eğilimi içersindedirler.

<sup>1</sup> Bu konuyla ilgili daha fazla bilgi için: Rodrik, Dani "The Social Cost Of Foreign Exchange Reserves", NBER Working Papers, w11952, Jan 2006. <http://www.nber.org/papers/>  
Çevirisi için: Ş. Şakir Önder, T. Vakıflar Bankası T.A.O. İktisadi Araştırmalar Servisi, e-mail: sakir.onder@vakifbank.com.tr

Rezerv bulundurmanın maliyeti çalışmalarda değişik şekillerde tanımlanabilse de böyle bir maliyetin olduğu açıktır ve bu maliyet sadece merkez bankaları tarafından değil toplumun farklı kesimlerince de üstlenilmektedir.

### ► TCMB Bilanço Analizi

TCMB Analitik Bilanço Analizi (Milyar YTL)				
	25.04.06	22.03.06	30.12.05	31.12.04
<b>Toplam Bilanço Büy.</b>	102.45	100.78	90.07	74.67
<b>Dış Varlıklar</b>	83.71	82.36	72.34	53.59
<b>İç Varlıklar</b>	18.74	18.42	17.73	21.08
<b>Toplam Döviz Yük.</b>	51.33	51.09	51.52	49.93
<b>Merkez Bankası Parası</b>	51.12	49.69	38.55	24.74
<b>Rezerv Para</b>	30.21	29.14	32.70	20.33
<b>Emisyon</b>	20.79	20.03	19.61	13.47
<b>APİ</b>	20.11	20.12	4.98	3.62
<b>Kamunun YTL Mevduatı</b>	0.80	0.43	0.87	0.79
<b>Dış Varlık - Top. Döv. Yük.</b>	32,38	31,27	20,82	3,66
<b>Dış Varlık / Top. Döv. Yük.</b>	1,63	1,61	1,40	1,07
<b>Dış Varlık / Emisyon</b>	4,03	4,11	3,69	3,98
<b>İç Varlık / Dış Varlık</b>	0,22	0,22	0,24	0,39
<b>Emisyon / Top. Bilanço</b>	0,20	0,20	0,21	0,18

Kaynak:TCMB

TCMB bilançosu son bir aylık dönem itibariyle incelendiğinde, bilanço kalemlerinde politika uygulamaları açısından dikkat çekici bir değişim yaşanmadığı görülmektedir. Bu dönemde toplam bilanço büyüklüğü yaklaşık 1.7 milyar YTL artarak 102.45 milyar YTL düzeyine ulaşmıştır. Bu artışta, son dönemdeki eğilime paralel olarak, dış varlıklar kalemi belirleyici unsur olmuştur. Dış varlıkların 22.03-25.04.2006 tarihleri arasında yaklaşık 1.35 milyar YTL artmasına rağmen, aynı dönemde dış yükümlülüklerdeki artış 0.24 milyar YTL'de kalmıştır. Böylece merkez bankasının döviz pozisyonu<sup>2</sup> da 1.1 milyar YTL artmış ve 32.38 milyar YTL seviyesine ulaşmıştır. Bu gelişme TCMB'nin bu dönemdeki dış varlık artışını kendi kaynaklarıyla

sağladığını göstermektedir. Dış varlıklarda yaşanan bu artışın pasife yansımaları büyük ölçüde emisyon artışı şeklinde olmuştur. Emisyon dış varlıklardaki artışın %55'i kadar, yani 0.7 milyar, artmış ve 25.04.2006 tarihi itibariyle 20.79 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir. Bu gelişmelere paralel olarak Merkez Bankası Parası da 1.43 milyar YTL yükselmiş ve 51.12 milyar YTL'ye ulaşmıştır.

Ekonomideki fazla likiditenin göstergesi olarak nitelendirilen APİ'den borçlar kalemi incelenilen dönemde önemli bir değişim göstermemiş ve 25.04.2006 tarihi itibariyle 20.11 milyar YTL olmuştur. Bu büyüklüğün bu şekilde tanımlanmasının nedeni, bu kalemin TCMB'nin açık piyasa işlemleri ile piyasadan sürekli olarak çektiği likiditeyi göstermesidir.

### ► Parasal Büyüklükler

Parasal Göstergeler							
(Milyar YTL)	14.04.2006	10.03.2006	2005	2004	% Değişim		
	(4)	(3)	(2)	(1)	(4)-(3)	(3)-(2)	(2)-(1)
<b>M1</b>	40.8	37.5	41.8	28.8	8,9	-10,5	45,1
<b>M2</b>	166.5	157.3	153.1	108.5	5,8	-1,0	41,1
<b>M2Y</b>	242.6	236.8	229.6	184.5	2,5	-0,3	24,4
<b>Parasal Taban</b>	50.0	45.9	37.7	23.9	9,0	11,1	57,7
<b>M2/Parasal Taban</b>	3.33	3.43	4.06	4.53	-	-	-
<b>DTH/M2Y</b>	0.31	0.34	0.33	0.41	-	-	-

Kaynak:TCMB

Parasal büyüklüklerdeki gelişmeler incelendiğinde, 10.03-14.04.2006 tarihleri arasındaki yaklaşık bir aylık sürede, özellikle paranın değişim aracı niteliğini vurgulayan M1 tanımında, dikkate değer oranda bir artış yaşandığı görülmektedir. Aynı şekilde M2 tanımlı para arzında önemli oranda

artış yaşanmış, ancak DTH'lardaki gerilemeyle birlikte M2Y'deki artış sadece %2,5 olmuştur. Ters dolarizasyon sürecinin bir sonucu olarak son dönemde DTH'larda görülen bu gerileme, dolarizasyon derecesinin göstergesi olarak kullanılan DTH / M2Y oranındaki azalmadan da görülmektedir. Bu oranın azalması kayıtdışı döviz kullanımının değişmediği varsayımı altında ekonomide döviz kullanımının azaldığını göstermekte olup bu gelişme para politikalarının etkinliğini ve öngörülebilirliğini artıran bir unsur olarak karşımıza çıkmaktadır.

<sup>2</sup> TCMB Döviz Pozisyonu = Dış Varlık-Toplam Döviz Yükümlülüğü

► **TCMB Faiz Kararı**

TCMB O/N 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*
<b>28.04.2006</b>	<b>13,25</b>	<b>16,25</b>

\*Teknik Düzenleme

Kaynak: TCMB

Para Politikası Kurulu'nun (PPK) 27 Nisan'da yaptığı toplantının ardından yapılan açıklamada kısa vadeli faizlerin 0,25 puan düşürülmesine karar verildiği duyurulmuştur. Bu kararla birlikte Bankalararası Para Piyasası ve İMKB Repo-Ters Repo Pazarı'nda uygulanan gecelik faiz oranı, borçlanmada %13,25, borç vermede ise %16,25 olarak belirlenmiştir.

Yapılan açıklamada Para Politikası Kurulu'nca "son dönemdeki gelişmelerin Ocak ayında yayımlanan Enflasyon Raporu'nda ortaya konulan orta vadeli enflasyon görünümünü belirgin olarak değiştirmedeği" değerlendirmesinin yapıldığı belirtilmiştir. Enerji, işlenmemiş gıda ve alkollü içecekler-tütün gibi para politikasının etki alanı dışında kalan kalemler hariç tutulduğunda enflasyonun ana

eğiliminin düşüş yönünde olduğu ve yılın ikinci çeyreğinden itibaren yıllık enflasyonun aşağı yönlü bir hareket göstermesi beklendiği ifade edilmiştir. Açıklamada ayrıca, hizmet sektöründeki fiyat gelişmeleri, talep koşullarının enflasyona verdiği desteğin azalması ve petrol fiyatlarına ilişkin belirsizlikler nedeniyle para politikasının temkinli yaklaşımının sürdürülmesi gerektiği vurgulanmıştır. Faizlerin gelecek dönemdeki seyrine ilişkin olarak ise "orta dönemde politika faizlerinin yükselme olasılığı, aşağı inme ya da sabit kalma olasılığına kıyasla daha düşüktür" değerlendirilmesi yapılmıştır.

Merkez Bankası'nın almış olduğu bu faiz kararından sonra Nisan ayına ilişkin enflasyon rakamlarının beklentilerin çok üzerinde çıkması yıl sonu enflasyon hedeflerinin ulaşılabilirliğinin tartışılmasına neden olmuştur. 2006 yıl sonu enflasyon hedefinin %5 olduğu göz önüne alındığında, yılın ilk dört ayında %2,6'lık TÜFE artışı gerçekleşmesi, geriye kalan sekiz aylık dönem için %2,4'lük bir marj bırakmıştır. Petrol fiyatlarının önümüzdeki dönemdeki seyrine ilişkin beklentilerin kötümser olması da yıl sonu hedeflerine ilişkin şüpheleri arttırmaktadır. Ancak TCMB tarafından bu gibi durumlar önceden öngörülmüş ve nokta hedefi etrafında  $\pm 2$  puanlık belirsizlik aralığı tanımlanmıştır.

TCMB'nin temel para politika aracı olan kısa vadeli faizlerin enflasyon üzerindeki etkilerinin ortalama 9-18 ay arasında belirginleşmesi, bu aracı kullanarak 2006 yılı hedeflerine ulaşmak için yapılabilecekleri sınırlamaktadır. Bu nedenle TCMB büyük ölçüde beklentiler kanalıyla ve fiyatlama davranışlarını olumlu yönde etkileyerek 2006 yılı enflasyonu üzerinde etkili olabilecektir. TCMB tarafından Nisan ayı enflasyonunun yüksek çıkmasının geçici faktörlerden kaynaklandığı değerlendirilmesi yapılırsa para politikasının yüksek oranlı bu artışa tepki vermesi beklenmemektedir. Bu çıkarım da para politikasının orta vadeye yönelmiş olmasının bir sonucudur. Zaten 27 Mart Para Politikası Kurulu değerlendirme özetlerinde de "bu politika perspektifinin, enflasyonun 2007 yılı ortalarında hedef patika ile uyumlu olmasını sağlayacağı öngörülmektedir" ifadesi yer almıştır. Dolayısıyla TCMB açıklanan bu rakamların gelecek dönem enflasyonu açısından içerdiği bilgileri değerlendirerek, gerçekleştirmeleri politika kararlarına yansıtacaktır. Ancak kısa dönemde enflasyon gerçekleşmesinin beklentileri olumsuz etkileyeceği açıktır. Dolayısıyla önümüzdeki dönemde TCMB'nin konuyla ilgili açıklamaları beklentilerin şekillenmesi açısından önem taşımaktadır.

► **Enflasyon Raporu**

Enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde para politikasının temel iletişim aracı olan Enflasyon Raporu'nun ikincisi 28 Nisan 2006 tarihinde yayımlanmıştır. Raporun genel değerlendirmeler bölümünde ilk Enflasyon Raporu'nun yayımlandığı tarihten bugüne kadar enflasyona ve ekonomik faaliyete ilişkin açıklanan verilerin, TCMB'nin öngörülleri ile tutarlı bir görünüm arz ettiği ve bu nedenle bu raporda kamuoyuyla paylaşılan politika perspektifinde hareket etmenin mümkün olduğu ifade edilmiştir. Söz konusu çerçevede politika faizleri yılın ilk çeyreğinde değiştirilmemiştir.

Enflasyon Raporu'nda arz ve talep koşullarının enflasyondaki düşüş sürecine yaptığı katkının önceki yıllara oranla azalmakta olduğu ancak, enflasyona bu kanaldan belirgin bir baskı gelmeyeceğinin tahmin edildiği ve YTL'nin güçlü konumunun maliyetler kanalıyla enflasyonun düşüş sürecine verdiği desteğin devam edeceğinin beklendiği ifade edilmiştir.

Ayrıca Çin ve Hindistan'daki düşük işgücü maliyetlerinin uluslararası rekabet aracılığıyla dış ticarete konu olan malların fiyatlarını düşürerek enflasyondaki düşüşe destek verdiği ancak bu ülkelerdeki hızlı büyümenin uluslararası emtia fiyatlarını arttırarak enflasyonu olumsuz etkilediği belirtilmiş ve önümüzdeki dönemde bu kanaldan gelen birinci etkinin daha baskın olmasının beklendiği vurgulanmıştır.

Enflasyon hedefleri açısından risk unsuru olarak belirtilen faktörlerin başında yine petrol fiyatlarındaki gelişmeler ilk sırada yer almıştır. İlk enflasyon raporundaki tahminlerin petrol fiyatlarının sabit kalacağı varsayımına dayandığı hatırlatılmıştır. Petrol fiyatlarının izlediği seyre paralel olarak beklentilerdeki bozulma ve böylece ikincil etkilerin artma potansiyeli vurgulanmış ve bu nedenle bekleyişler önceki döneme göre daha dikkatli izlenmesi gereken bir unsur olarak gösterilmiştir. Buna paralel olarak enflasyona ilişkin tahminler oluşturulurken petrol fiyatlarının yatay seyredeceği ancak bir önceki düzeyin üzerinde olacağı varsayımı yapılmıştır. İkincil etkilerin belirginleşmesi halinde gerekli tepkinin verileceği de vurgulanmıştır. Hedefler açısından risk unsuru olarak gösterilen bir diğer dış faktör uluslararası likidite koşullarıdır. Raporda uluslararası likiditede ani bir hareket beklenmediği ifade edilmiştir.

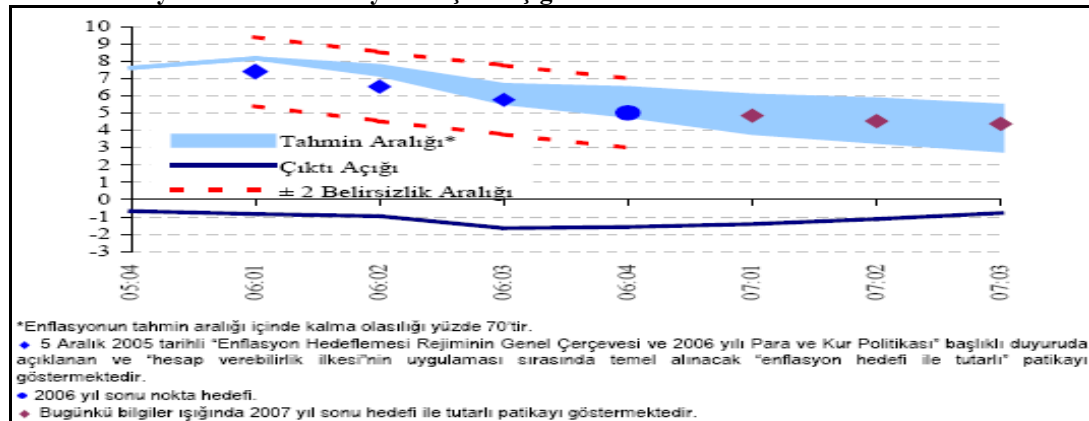
Belirtilen risk unsurlarından bir diğeri hizmet fiyatlarındaki özellikle kira artışından kaynaklanan gelişmelerdir. Konut sektöründeki fiyat artışlarının 2006 yılı boyunca genel enflasyon eğiliminin oldukça üzerinde gerçekleşeceğinin ve enflasyona katkısının 2,5-3 puan arasında olacağını tahmin edildiği ve bunun 1 puana yakın kısmının sadece kira alt kaleminden kaynaklanacağını öngörüldüğü ifade edilmiş, ancak bu durumun zaman içinde konut arzının uyum sağlamasıyla ortadan kalkacağı belirtilmiştir. Bu nedenle hedeflere ulaşılması açısından mal grubu fiyatlarındaki artışın % 3 civarında gerçekleşmesinin gerektiği, ancak bu olasılığın dış kaynaklı fiyat artışları nedeniyle azaldığı belirtilmiştir. Raporda beklentilerdeki gelişmelere de ayrıca yer verilmiş ve karar birimlerinin beklentilerinin enflasyon hedefleriyle uyumlu olduğu ifade edilmiştir. Ayrıca uzun dönemli beklentilerin düşük seyretmesinin de enflasyon hedeflemesinin başarısı açısından cesaret verici bir gözlem olarak nitelendirilmiştir. Enflasyona ilişkin öngörüler oluşturulurken bu beklentilere ek olarak Euro Bölgesi TÜFE enflasyonunun da 2006 ve 2007 yıllarında hedeflenen % 2 seviyesine yakın olacağı varsayımı ilk raporda olduğu gibi aynen benimsenmiştir.

İkinci Enflasyon Rapor'unda da birincisinde olduğu gibi enflasyona ilişkin tahminler 2006 yılının geri kalan üç çeyreği ve 2007 yılının ilk üç çeyreğini içerecek şekilde sunulmuştur. Bunun nedeni para politikasının ortalama kontrol ufkunun bir buçuk yıl olarak öngörülmesidir.

Öngörüler yukarıda özetlenen beklentilere göre şekillendirilmiş "yurt içi ekonomik faaliyete ilişkin" ve "dışsal faktörlere ilişkin" varsayımlar temelinde oluşturulmuştur. Dolayısıyla bu faktörlerdeki değişimler öngörülerini de etkileyecektir.

Tahminler ilk raporda olduğu gibi yine iki senaryo şeklinde verilmiştir. Baz senaryo olarak adlandırılan birinci senaryoda politika faizlerinin aşamalı olarak düşürüldüğü varsayımı altında, enflasyonun 2006 yılı sonunda % 4,8-6,4 aralığında, 2007 yılının ilk dokuz aylık döneminde ise % 2,9-5,4 aralığında gerçekleşeceği öngörüsüne yer verilmiştir. Bu senaryo dahilinde enflasyon öngörüsüne temel teşkil eden çıktı açığının ise 2006 yılı boyunca devam edeceği ifade edilmiştir.

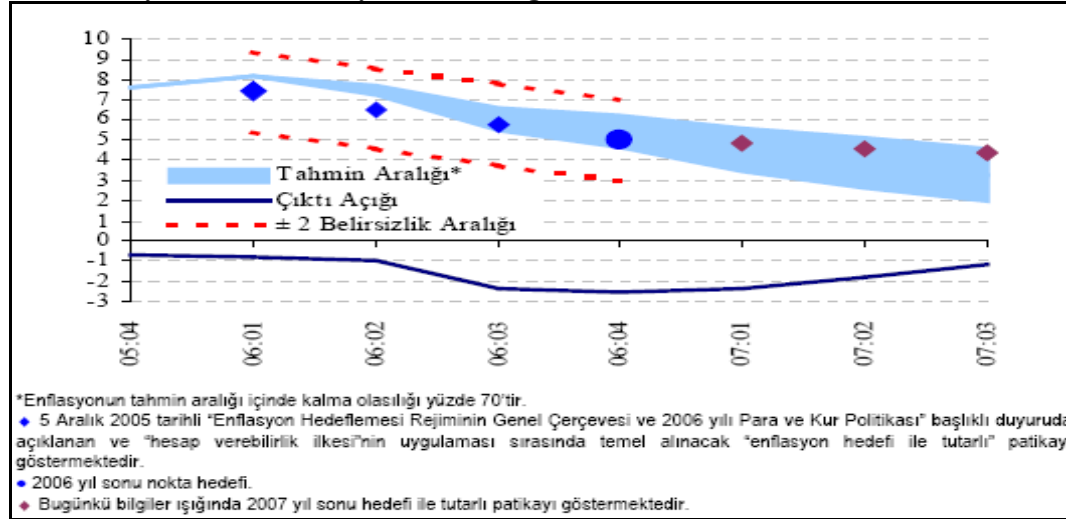
#### Birinci senaryo dahilinde enflasyon ve çıktı açığı tahminleri



Kaynak: Enflasyon Raporu II

Politika faizlerinin önümüzdeki bir yıl boyunca sabit tutulacağı varsayımına dayanan senaryoya göre çıktı açığının 2006 yılının üçüncü çeyreğinden itibaren belirgin bir şekilde negatif olduğu, böylece talep koşullarının enflasyonun düşüş sürecine yaptığı katkının artacağı öngörüsü yapılmıştır. Bu senaryo altında üretilen tahminlere göre enflasyon 2007 yılının üçüncü çeyreği itibariyle %1,9-4,5 arasında, hedefle uyumlu patikanın aşağısında öngörülmektedir.

### İkinci senaryo dahilinde enflasyon ve çıktı açığı tahminleri



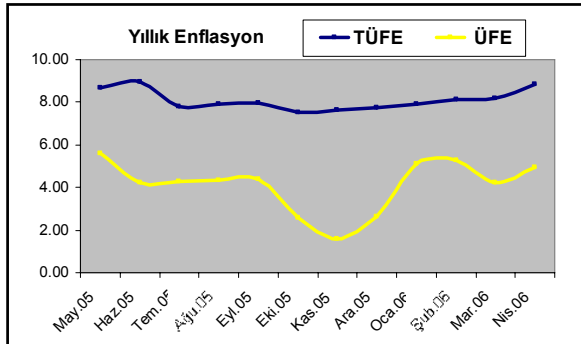
Kaynak: Enflasyon Raporu II

### ► Nisan Ayı Enflasyon Gerçekleşmeleri

% Değişim (2003=100)	TÜFE		ÜFE	
	Nisan.2006	Nisan.2006	Nisan.2006	Nisan.2006
Bir önceki aya göre	1,34	1,34	1,94	1,94
Bir önceki yılın Aralık ayına göre	2,60	2,60	4,46	4,46
Bir önceki yılın aynı ayına göre	8,83	8,83	4,96	4,96
On iki aylık ortalamalara göre	8,11	8,11	4,09	4,09

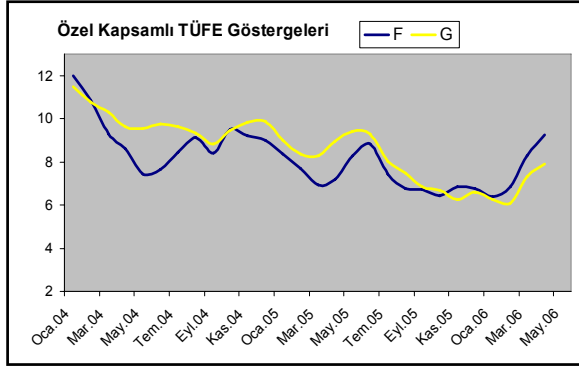
Kaynak: TÜİK

Mart ayında TÜFE'deki artış bir önceki aya göre %1,34 olurken yıllık artış %8,83 olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde ÜFE'de aylık bazda %1,94, yıllık bazda ise %4,96'lık artış meydana gelmiştir.



TÜFE'deki fiyat gelişmeleri ana harcama grupları itibariyle incelendiğinde, giyim ve ayakkabı alt grubundaki %9,19'luk aylık fiyat artışı bu endeksteki yüksek oranlı artışın temel nedeni olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu harcama grubu endeksteki %8,28'lik ağırlığı ile on iki ana harcama grubu arasında dördüncü sırada yer almaktadır. Bu nedenle bu gruptaki fiyat artışlarının genel endeks üzerindeki belirleyiciliği görece olarak fazladır. Bunun yanı sıra hizmet sektörü fiyatları, son dönemlerde olduğu gibi, Nisan ayında da enflasyon üzerinde belirleyici olan unsurlardan olmuştur.

Merkez Bankası enflasyon raporlarında yıllık enflasyonun yılın ikinci çeyreğinden itibaren tekrar düşüşe geçeceğinin beklendiği belirtmektedir. Dolayısıyla Merkez Bankası'nın enflasyon öngörülerini açısından önümüzdeki iki ayın enflasyon gerçekleşmeleri dikkatle takip edilmesi gereken unsurlar olarak öne çıkmaktadır.



Özel kapsamlı TÜFE göstergelerinden (ÖKTG) F<sup>3</sup> ve G<sup>4</sup> geçen ay görülen artış Nisan ayında da devam etmiştir. Söz konusu göstergelerdeki ana eğilim aşağı doğru olmakla beraber son iki ayda yukarı doğru keskin bir hareket görülmektedir. Enflasyonun ana eğilimini genel endekse göre daha iyi yansıttığı düşünülen ÖKTG'ler TCMB tarafından da yakından takip edilmekte ve farklı zamanlarda farklı kapsamdaki endeksler değerlendirilebilmektedir. Hatta TCMB bu endekslerden hareketle başka endeksler de hesaplamakta ve bunlara ilişkin sonuçları raporlarında yayımlamaktadır. Ancak F ve G endeksleri TCMB'nin raporlarında en sık rastlanılan ÖKTG olarak dikkat

çekmektedir. Dolayısıyla bu endekslerdeki hareketler para politikasının gelecekteki seyrini kestirebilmek açısından büyük önem taşımaktadır.

Vergi hariç fiyatlarla hesaplanan ve büyük ölçüde bu nedenle TÜFE'ye göre daha dalgalı bir seyir izleyen ÜFE'de de Nisan ayında önemli oranda artış meydana gelmiştir. ÜFE'de ki aylık artışın %1,94 ile TÜFE'nin üzerinde kalması bu dönemdeki fiyat artışında maliyet unsurlarının baskın olduğu konusunda fikir vermektedir. Ancak ÜFE'deki alt kalemler detaylı bir şekilde incelendiğinde, TÜFE'de baskın olan giyim ve ayakkabı ana harcama grubu açısından önemli bir maliyet teşkil eden ÜFE kalemlerinde, TÜFE üzerinde ciddi oranda baskı yaratacak bir artış görülmektedir. Dolayısıyla giyim ve ayakkabı ana harcama grubundaki fiyat gelişmelerinin maliyet kaynaklı olduğunu söylemek pek mümkün görünmemektedir.

Sektörler	Sektör ağırlıkları	Bir önceki aya göre % değişim
GENEL	100	1,94
Tarım	19,78	2,29
Sanayi	80,22	1,85
<i>Madencilik</i>	1,47	1,67
<i>İmalat</i>	73,98	1,96
<i>Elektrik, gaz ve su</i>	4,77	0,37

Kaynak: DİE

ÜFE'deki artış oranları incelendiğinde, yandaki tablodan da görüldüğü üzere aylık artışlar bakımından tarım alt sektöründeki fiyat gelişmeleri birinci sırada gelmektedir. Ancak genel endekste ki ağırlığı dikkate alındığında endekste ki artışta belirleyici olan alt sektörün imalat sanayindeki fiyat gelişmeleri olduğu açıkça görülmektedir. Bu sektör dahilinde Nisan ayında, özellikle enerji fiyatlarındaki ve ana metal sanayindeki yüksek oranlı fiyat artışları dikkat çekmektedir. Bu sektörlerdeki aylık

fiyat artışının yaklaşık %10 olması ve sektörlerin genel endeks içindeki ağırlığının da yaklaşık %15 olması nedeniyle, söz konusu sektörlerdeki fiyat hareketleri Nisan ayında ÜFE'de gerçekleşen aylık değişimi büyük ölçüde açıklamaktadır.

**Vakıfbank Ekonomik Araştırmalar Birimi olarak TÜFE artış oranı tahminimiz 2006 yılı Mayıs ayı için %0,37'dir. 2006 yıl sonu enflasyon tahminimizi 6,32 olarak koruyoruz. Ancak Nisan ayı enflasyonunun beklentilerin oldukça üzerinde gerçekleşmesi nedeniyle, Mayıs ayı verilerine bağlı olarak, yıl sonu enflasyon tahminimizin yukarı doğru revize edilme olasılığı artmıştır.**

<sup>3</sup> Enerji, alkollü içkiler, tütün ürünleri, fiyatları yönetilen/yönlendirilen diğer ürünler ve dolaylı vergiler hariç hesaplanan TÜFE

<sup>4</sup> F ve işlenmemiş gıda ürünleri hariç hesaplanan TÜFE

## KAMU MALİYESİ

### ► Merkezi Yönetim Bütçesi Gelişmeleri

Kamu Gelir ve Harcama Kalemleri								
Milyon YTL	Mart			Ocak-Mart			Hedef	Ocak - Mart 2006/ Bütçe Hedefi (%)
	2005	2006	Reel Değ. (%)	2005	2006	Reel Değ. (%)		
<b>GENEL BÜTÇE GELİRLERİ</b>	<b>10.002</b>	<b>11.641</b>	<b>5,7</b>	<b>30.546</b>	<b>37.788</b>	<b>12,3</b>	<b>156.214</b>	<b>24,2</b>
VERGİ GELİRLERİ	8.843	9.938	2,1	25.868	31.251	9,7	132.199	23,6
ÖTV	2.229	3.024	23,2	6.510	8.023	11,9	37.276	21,5
DİĞER GELİRLER	1.085	1.540	29,0	4.137	6.235	36,9	21.372	29,2
<b>BÜTÇE HARCAMALARI</b>	<b>12.093</b>	<b>12.460</b>	<b>-6,4</b>	<b>33.471</b>	<b>39.375</b>	<b>6,8</b>	<b>174.322</b>	<b>22,6</b>
FAİZ DIŞI HARC.	8.220	10.202	12,7	21.528	28.093	18,5	128.062	21,9
PERSONEL	2.560	2.749	-2,5	8.088	8.940	0,4	36.021	24,8
MAL VE HİZMET AL.	731	1.251	55,3	1.398	2.639	71,4	17.721	14,9
SOSYAL GÜV.	2.036	3.046	35,9	5.767	8.113	27,8	23.347	34,8
FAİZ HARCAMALARI	3.872	2.258	-47,0	11.943	11.282	-14,2	46.260	24,4
<b>BÜTÇE DENGESİ</b>	<b>-2.091</b>	<b>-561</b>	<b>-75,6</b>	<b>-2.925</b>	<b>-1.050</b>	<b>-67,4</b>	<b>-13.996</b>	<b>7,5</b>
<b>FAİZ DIŞI DENGE</b>	<b>1.781</b>	<b>1.697</b>	<b>-4,7</b>	<b>9.018</b>	<b>10.232</b>	<b>3,0</b>	<b>32.264</b>	<b>31,7</b>

*Kaynak: MALİYE BAKANLIĞI*  
Reel değişimler hesaplanırken 1994 bazlı TÜFE kullanılmıştır.

Maliye Bakanlığı, Merkezi Yönetim Bütçesi tanımlamasına uygun olarak 2004 ve 2005 Bütçe harcama ve gelirlerini yeniden düzenlemiştir. Bu düzenlemeyle birlikte 2006 yılına ilişkin bütçe rakamları geçmiş yıllarla karşılaştırılabilir nitelik kazanmıştır.

2006 yılı Mart ayında bütçe gelirleri reel olarak %5,7'lik artış göstererek 11.6 milyar YTL'ye ulaşmıştır. Mart ayında bütçe gelirlerinin 9.9 milyar YTL'sini vergi gelirleri 1.5 milyar YTL'lik bölümünü ise vergi dışı gelirler oluşturmuştur. Vergi dışı gelirler geçen yılın aynı ayına göre %29 reel artış göstermiştir. Tekstil ürünlerinde KDV oranının düşürülmesiyle KDV gelirleri Mart ayında bir önceki yılın aynı ayına göre nominal olarak %20,2 gerilemiştir. Yılın ilk üç ayı itibarıyla KDV gelirlerindeki artış sürmesine rağmen KDV indiriminin vergi gelirleri üzerindeki etkilerinin hangi gecikmeyle ortaya çıkacağı son derece önemlidir. Mart ayında ithalattan alınan KDV nominal olarak %16,5 artarak 2 milyar YTL'ye ulaşmıştır.

Ocak – Mart dönemi değerlendirildiğinde genel bütçe gelirleri 2005 yılının aynı dönemine göre reel olarak %12,3 artarak 37,8 milyar YTL'ye ulaşmıştır. 2005 yılının ilk çeyreğinde genel bütçe gelirlerinin %21'i tahsil edilmişken, 2006 yılı Mart sonu itibarıyla yıl sonu hedefinin %24,2'sine ulaşılmıştır. 2006 yılının ilk çeyreğinde 31.2 milyar YTL'ye ulaşan vergi gelirlerinin 8 milyar YTL'lik kısmını ÖTV gelirleri oluşturmuştur. Toplam vergi gelirlerinin %25,7'sini oluşturan ÖTV gelirlerinin 4.3 milyar YTL'si petrol ve doğalgaz ürünlerinden alınan ÖTV'den oluşmuştur. Yine bu dönemde alkollü içki sigara gibi ürünlerden alınan ÖTV ise %78 nominal artış göstermiştir.

Mart ayında KDV yoluyla elde edilen gelirlerin azalmış olmasına rağmen Ocak – Mart dönemi itibarıyla bu kalemden nominal %16,1'lik artış yaşanmıştır. Bu durum iç talepteki canlılığın devam ettiğine dair önemli bir göstergedir.

2006 yılının ilk üç ayı itibarıyla vergi dışı gelirlerde %36,8'lük reel artış söz konusudur. Ocak ayında Türk Telekom'un özelleştirilmesi sonrasında Hazine'ye aktarılan nakit fazlası vergi dışı gelirlerdeki artışa kaynaklık etmiştir. Bu açıdan bakıldığında gerek daha önce yapılan özelleştirmelerden takvime bağlı gelirlerinin elde edilmesiyle; gerekse yeni özelleştirme uygulamalarıyla 2006 yılında vergi dışı gelirlerin yüksek olması beklenmektedir.

Merkezi Yönetim Bütçe harcamaları da gelirlerle birlikte artış eğilimini devam ettirmiştir. Mart ayında toplam 12.5 milyar YTL harcama gerçekleştirilmiştir. Mart ayında sosyal güvenlik kurumlarına yapılan transferler ve mal ve hizmet alımlarında yaşanan artışın etkisiyle faiz dışı harcamalar bir önceki yılın aynı ayına göre reel olarak %12,7 artış göstermiştir. Faiz harcamaları ise %47 gerileyerek 2.3 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir.

Bütçe harcamaları Ocak – Mart döneminde 2005 yılına göre %6,8 artış göstererek 39.4 milyar YTL'ye ulaşmıştır. Mart sonu itibariyle başlangıç ödeneğinin %22,6'lık bölümü kullanılmıştır. Bu açıdan harcamalar yönünden programa uygun hareket edildiği görülmektedir.

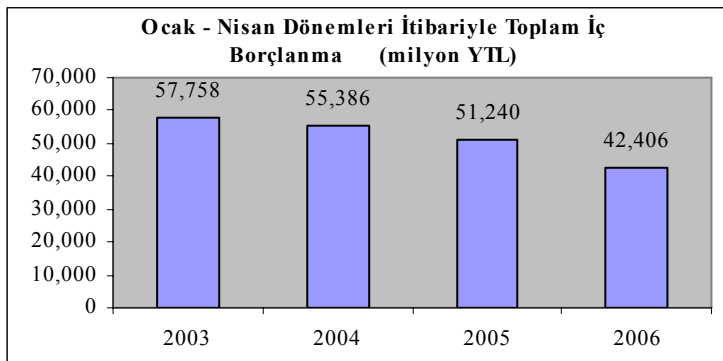
Yılın ilk çeyreğinde kamunun borçlanma gereksiniminin azalması, borçlanma faizleri düşerken vadelerin uzamasıyla birlikte faiz harcamaları 2005 yılına göre reel olarak %14,2 azalarak 11.3 milyar YTL'ye gerilemiştir. Faiz harcamalarındaki bu düşüşün aksine faiz hariç harcamalardaki artış eğilimi devam etmektedir. Faiz dışı harcamalar yılın ilk üç ayında geçen yıla göre 6.6 milyar YTL artış göstermiştir. Sosyal güvenlik kurumlarına yapılan transferler 2006 yılının ilk çeyreğinde geçen yıla göre 2.3 milyar YTL artarak faiz dışı harcamalardaki artışın %34,5'ini oluşturmuştur. Bu veriler Nisan ayında TBMM'nde onaylanan yeni Sosyal Güvenlik Sistemi'nin önemini ortaya koymaktadır. Bütçe harcamaları içinde dikkat çeken diğer kalemler ise 2005 yılının ilk çeyreğine göre 5.5 kat artan yeşil kart giderleri ve KİT'lere verilen borçların 460 milyon YTL artmasıdır.

Sonuç olarak Mart ayında Merkezi Yönetim bütçesi 561 milyon YTL açık verirken yılın ilk üç ayında bütçe açığı 1 milyar YTL olarak, yıl sonu için tahmin edilen tutarın %7,5'i seviyesinde gerçekleşmiştir. Mart ayında faiz dışı fazla ise 1.7 milyar YTL olurken ilk üç aylık faiz dışı fazla ise 10.2 milyar YTL'ye yükselerek yıl sonu hedefinin %31,7'sine ulaşmıştır. Ancak şu ana kadar sadece Maliye tanımlı faiz dışı fazla rakamları açıklanmış, IMF tanımlı faiz dışı fazla rakamları ise henüz açıklanmamıştır. 2006 yılının ilk üç ayında tahsil edilen özelleştirme gelirleri nedeniyle IMF tanımlı faiz dışı fazla rakamları Maliye Bakanlığı tanımlı faiz dışı fazlanın altında gerçekleşecektir. Bu açıdan daha sağlıklı bir karşılaştırma yapılabilmesi için IMF tanımlı faiz dışı fazla verilerinin beklenmesi yararlı olacaktır.

#### ► Kamu Kesimi Toplam Borçlanması

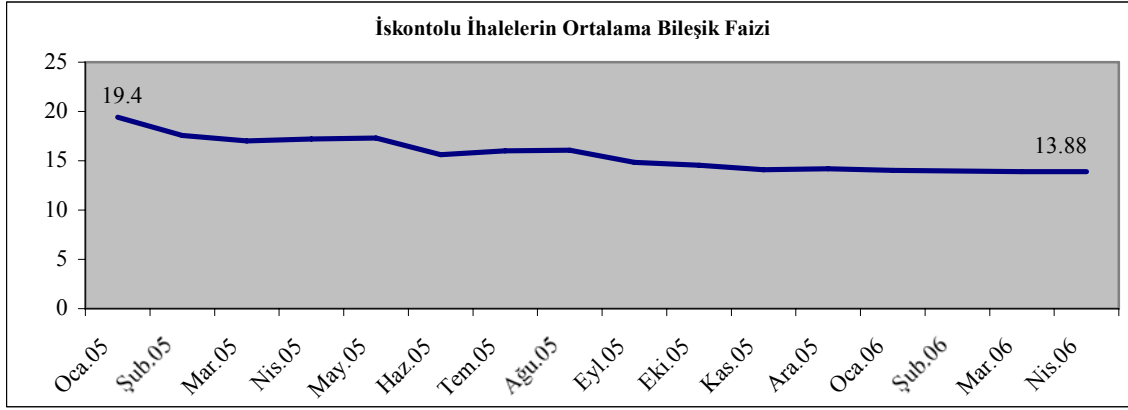
Hazine Müsteşarlığı Nisan ayında ikisi iskontolu, ikisi de kupon ödemeli olmak üzere düzenlediği dört ihale ile toplam 11.2 milyar YTL net borçlanma gerçekleştirmiştir. Bu borçlanmanın 10.1 milyar YTL'si piyasadan, 1.1 milyar YTL'si de kamu kurum ve kuruluşlarından yapılmıştır.

Böylece yılın ilk dört ayında YTL cinsi iç borçlanmaların tutarı 42.4 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir. Bu borçlanmanın 38 milyar doları piyasalardan 4.4 milyar doları ise kamu kurum ve kuruluşlarından sağlanmıştır. Yıl başından bu yana düzenlenen ihalelerin büyük çoğunluğunu YTL cinsi ihaleler oluşturmaktadır. Hazine'nin yılın ilk dört ayında 50.5 milyar YTL itfa gerçekleştirmesiyle iç borç çevirme oranı %84 olarak gerçekleşmiştir. 2006 yılı finansman programında iç borç çevirme oranının 2006 yılı için %77,1 olarak öngörüldüğü dikkate alındığında iç borç çevirme oranının önümüzdeki aylarda daha düşük seyretmesi gerekmektedir.



Ocak – Nisan döneminde iç borçlanma bir önceki yılın aynı dönemine göre %21,4 oranında azalmıştır. Ocak – Nisan dönemleri itibariyle iç borçlanmanın seyrine bakıldığında düşüş eğilimi dikkat çekmektedir. 2003 yılının ilk dört ayında 57.8 milyar YTL iç borçlanma gerçekleştiren Hazine, 2006 yılında 2003 yılına göre 15.6 milyar YTL daha az borçlanmaya gitmiştir.





2006 yılı ilk dört ayı itibariyle Hazine iç borçlanma faiz oranları düşmekte, ancak düşüş eğilimi 2005 yılındaki düşüş eğiliminin altında seyretmektedir. Mart ayında %13,89 olarak gerçekleşen iskontolu ihalelerin ortalama bileşik faizi Nisan ayında %13,88'e gerilemiştir. İç borçlanmanın ortalama vadesi Nisan ayında 834 (27.8 ay) gün olarak gerçekleşmiştir. Yılın ilk dört aylık dönemdeki borçlanmanın ortalama vadesi ise 940 (31.3 ay) güne uzamıştır.

Hazine Müsteşarlığı Nisan ayı sonu itibariyle yurtdışı piyasalardan 2.4 milyar dolarlık tahvil ihracı gerçekleştirmiş ve yıl sonu hedefinin %40'ını tamamlamıştır.

#### ► Borç Stoku

##### *Kamu Net Borç Stoku*

#### **KAMU NET BORÇ STOKUNUN HESAPLANMASI**

Kamunun borç stokunun ve borç stoku nedeniyle doğabilecek risklerin açık bir şekilde belirlenebilmesi için sadece mevcut borç stoku değil aynı zamanda kamunun varlıklarının da dikkate alınması gerekmektedir. Bu açılardan kamu net borç stoku kamu sektörünün borçluluğunun değerlendirilmesinde önemli bir göstergedir.

Kamu Net Borç Stokunun hesaplanmasında dört ana unsura bulunmaktadır.

**1-) Brüt Kamu Borç Stoku: Kamunun iç ve dış borç stoklarından oluşmaktadır.**

**2-) Merkez Bankası Net Varlıkları:** Merkez Bankası net dış varlıkları ve diğer varlık ve yükümlülüklerinin net değerinin toplamından oluşmaktadır.

**3-) Kamu Mevduatı:** Hazine mevduatlarına konsolide bütçe kapsamındaki kuruluşlar ve fonların mevduatları ile finansal olmayan Kamu İktisadi Teşebbüslerinin, yerel yönetimlerin ve bütçe dışı fonların mevduatları eklenerek hesaplanmaktadır.

**4-) İşsizlik Sigortası Fonu Net Varlıkları:** İşsizlik Sigortası Fonunun gelirleri ve harcamalarından oluşmaktadır.

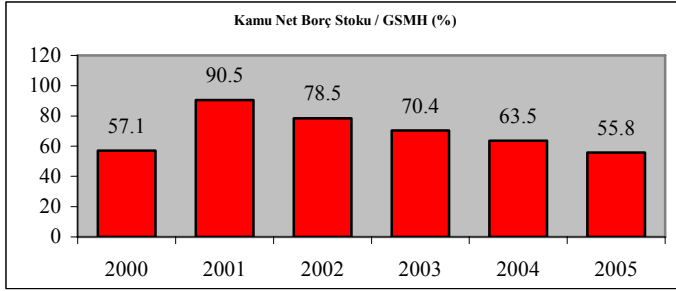
Kamu Net Borç Stoku hesabı aşağıdaki şekilde formüle edilmektedir.

***Kamu Net Borç Stoku = Brüt Kamu Borç Stoku - Merkez Bankası Net Varlıkları - Kamu Mevduatı - İşsizlik Sigortası Fonu Net Varlıkları***

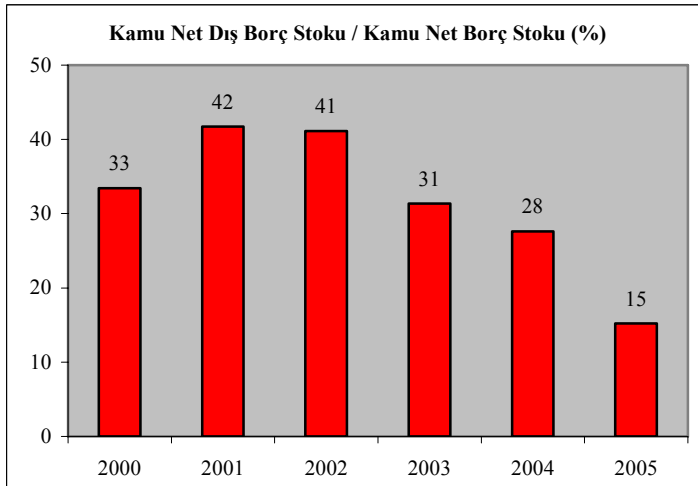
Kamu Net Borç Stoku (milyar YTL)			
	2003	2004	2005
<b>Kamu Brüt Borç Stoku</b>	297.3	332.1	348.3
<b>Kamu Net Borç Stoku</b>	251.0	272.2	271.5
Net İç Borç Stoku	78.7	75.2	41.2
Net Dış Borç Stoku	172.3	197.0	230.2

KAYNAK:HAZİNE

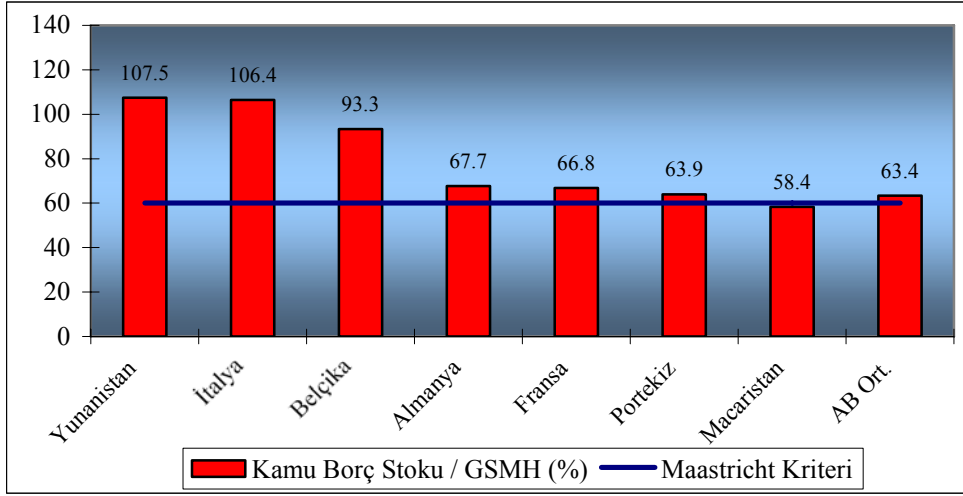
Hazine Müsteşarlığı tarafından 2005 yılı kamu net borç stoku rakamları açıklanmıştır. Kamu brüt borç stoku 2005 yılında 16.2 milyar YTL artarak 348.3 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir. Bu kapsamda iç borç stoku 23.7 milyar YTL artarken, dış borç stoku ise 7.4 milyar YTL azalmıştır. 2005 yılında Merkez Bankası'nın varlıkları 2.9 milyar YTL artış göstermiştir. Merkez Bankası varlıklarındaki bu artış döviz rezervlerindeki artıştan kaynaklanmaktadır. Yine bu dönemde kamu mevduatı 9.3 milyar YTL, işsizlik sigortası fonu varlıkları ise 4.7 milyar YTL artış göstermiştir. Varlıklar kalemindeki artışlar sonucunda 2005 yılında kamu net borç stoku 700 milyon YTL azalarak 271.5 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir.



2000 yılında %57,1 seviyesinde olan ve 2001 kriziyle birlikte %90,5'e yükselen kamu net borç stokunun GSMH'ya oranı, kriz sonrası dönemde istikrarlı büyüme sürecine girilmesiyle birlikte 2004 yılında %63,5'e 2005 yılında da %55,8'e gerilemiştir.



2005 yılında kamu net borç stokunu düşüren bir diğer faktör ise dış borçlardaki gerilemedir. IMF'ye yapılan geri ödemeler, kur etkisi ve Merkez Bankası'nın döviz alımlarıyla rezervlerini artırması nedeniyle net dış borç stokunun GSMH'ya oranı 2004 yılındaki %17,5'lik seviyesinden 2005 yılında %8,5'e düşmüştür. Yandaki grafikte de görüldüğü gibi, kamu net dış borç stokunun toplam net borç stoku içindeki payı da 2001 yılındaki krizden sonra azalmıştır. Yurtiçi piyasalardaki uygun şartlar nedeniyle Hazine'nin daha çok iç borçlanmayı tercih etmesi nedeniyle net iç borç stokunun kamu net borç stoku içindeki payı yükselmiştir.



Maastricht kriterlerinde kamu borç stokuna ilişkin tanımlamalar Türkiye'nin kamu net borç stoku tanımlamalarından farklılıklar göstermektedir. Avrupa Birliği'nde kamu borcu tanımı merkezi idare, sosyal güvenlik kurumları, fonlar ve mahali idareleri içermektedir. Ancak Türkiye kamu net borç stoku içinde KİT'lerin borçları da yer almaktadır. Bununla birlikte kamu net borç stoku tanımımızda brüt borç stokundan düşülen bazı varlık kalemleri Avrupa Birliği tanımında bulunmamaktadır. Tüm bu tanım farklılıkları dikkate alındığında kamu net borç stokunun GSMH'ya oranının %60'ın altına düşmesi Maastricht kriterinin sağlandığı anlamına gelmemekte ancak brüt borç stokunun GSMH'ya oranına da bakılarak yapılan tahminlere göre bu orana oldukça yaklaşıldığı görülmektedir. Yukarıdaki grafikte de görüldüğü gibi bir çok Avrupa Birliği ülkesi borç stoku konusunda problem yaşamaktadır.

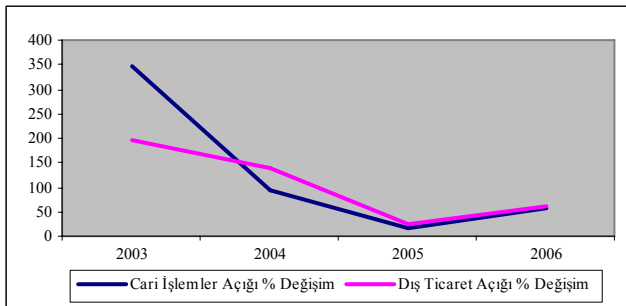
## ÖDEMELER DENGESİ

Ödemeler Dengesi	Şubat			Ocak-Şubat		
	2005	2006	Değ. (%)	2005	2006	Değ. (%)
(MİLYON \$)						
<b>Cari İşlemler Hesabı</b>	<b>-2.266</b>	<b>-3.487</b>	<b>53,9</b>	<b>-3.731</b>	<b>-5.918</b>	<b>58,6</b>
Dış Ticaret Dengesi	-1.935	-3.152	62,9	-3.514	-5.703	62,3
İthalat	-7.823	-9.157	17,1	-14.605	-16.887	15,6
İhracat	5.888	6.005	2,0	11.091	11.184	0,8
Hizmetler Dengesi	200	208	4,0	653	535	-18,1
Turizm	273	326	19,4	749	773	3,2
Yatırım Geliri Dengesi	-601	-629	4,7	-1.029	-951	-7,6
Cari Transferler	70	86	22,9	159	201	26,4
<b>Finans Hesabı</b>	<b>1.663</b>	<b>8.805</b>	<b>429,5</b>	<b>6.330</b>	<b>12.912</b>	<b>104,0</b>
Doğrudan Yatırımlar	326	104	-68,1	468	585	25,0
Portföy Yatırımları	1.479	1.211	-18,1	4.547	3.280	-27,9
Diğer Yatırımlar	-142	7.490	-5374,6	1.315	9.047	588,0
<b>Net Hata Noksan</b>	<b>515</b>	<b>170</b>	<b>-67,0</b>	<b>-435</b>	<b>599</b>	<b>-237,7</b>
<b>Rezerv Varlıklar</b>	<b>88</b>	<b>-5.488</b>	<b>-6336,4</b>	<b>-2.164</b>	<b>-7.593</b>	<b>250,9</b>
Resmi Rezervler	585	-1.948	-433,0	-1.505	-5.959	295,9

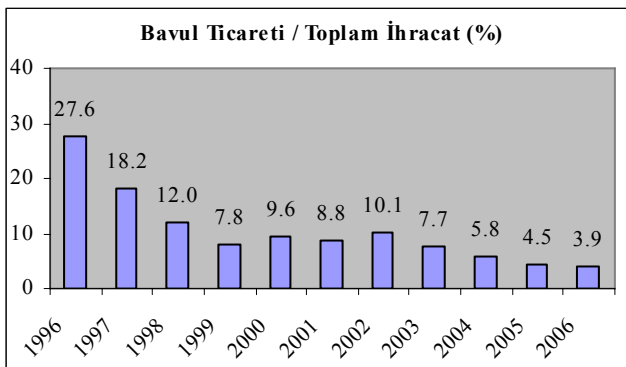
Kaynak: TCMB

Aralık ayından sonraki en yüksek değeri olan 3.5 milyar dolara ulaşan cari işlemler açığı 2005 yılının Şubat ayına göre %53,9 artış göstermiştir. 2006 yılının ilk iki ayında cari işlemler açığı 2005 yılının aynı dönemine göre %58,6 artış göstererek 5.9 milyar dolara ulaşmıştır. Şubat ayı sonu itibariyle yıllık açık ise 25.2 milyar dolar seviyesine yükselmiştir.

Cari açıkta en büyük paya sahip olan dış ticaret açığı Şubat ayında ödemeler dengesi tablosunda yer aldığı şekliyle bir önceki yılın aynı ayına göre %62,9 artış göstererek 3.1 milyar dolara yükselmiştir. Ocak Şubat dönemi itibariyle dış ticaret açığı ise 5.7 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.



Yandaki grafikte de görüldüğü gibi dış ticaret açığının cari işlemler açığı üzerindeki etkisi giderek artmaktadır. Yılın ilk iki ayı itibariyle karşılaştırma yapıldığında 2003 yılında cari işlemler açığı dış ticaret açığından daha hızlı artarken 2004 yılından itibaren bu süreç tersine dönmüş ve dış ticaret açığı cari işlemler açığından daha fazla artış göstermiştir.



Bavul ticareti yoluyla döviz girişinin toplam ihracatımız içindeki ağırlığı giderek azalmaktadır. 1996 yılında Rusya Federasyonu'nun rejim değişikliği sonrasında 8.8 milyar dolar olarak gerçekleşerek toplam ihracatımızın %27,6'sına ulaşan bavul ticaretinin toplam ihracatımız içindeki payı giderek azalmış ve 2006 yılının ilk iki ayı itibariyle %3,9'a gerilemiştir. Özellikle tekstil ve hazır giyim ürünlerinin ihracatının gerçekleştirildiği bavul ticareti Türkiye'nin tekstil sektörünün gelişimi için önemli rol oynamıştır.

2005 yılının ilk iki ayında 653 milyon dolar fazla veren hizmetler dengesi kalemi 2006 yılının aynı döneminde 535 milyon dolar fazla vermiştir. Hizmetler hesabında verilen fazlanın azalmasındaki en önemli etmen turizm, taşımacılık ve inşaat hizmetleri dışındaki kalemlerde yaşanan net çıkışlar olmuştur. 2006 yılının ilk iki ayı gerek kötü hava koşulları gerekse kuş gribi vakaları nedeniyle turizm sektörü için yavaşlamanın yaşandığı aylar olmuştur. TÜİK tarafından yayınlanan verilere göre 2006 yılı ilk iki ayında gelen turist sayısı geçen yılın aynı dönemine göre %7,4 azalmasına rağmen turizm gelirleri %3,2 artış göstermiştir. Turist başına yapılan harcamaların artışının doğurduğu bu sonuç Türkiye'nin turizm sektöründe bir dönüşüm yaşandığına dair bir işaret olması dolayısıyla önümüzdeki dönemde dikkatle izlenmelidir.

2005 yılının ilk iki ayında 1.029 milyon dolar döviz çıkışıyla sonuçlanan yatırım geliri hesabındaki açık 2006 yılının aynı döneminde %7,6 gerileyerek 951 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir.

Sonuç olarak dış ticaret açığının artışı ve hizmetler hesabındaki fazlanın geçen yıla göre azalması cari işlemler açığını arttıran gelişmeler olmuştur. Yatırım geliri dengesindeki açığın 2005 yılına göre daha düşük olması ve cari transferlerdeki artış ise cari açığı sınırlandıran gelişmeler olmuştur.

### ► Sermaye ve Finans Hesapları

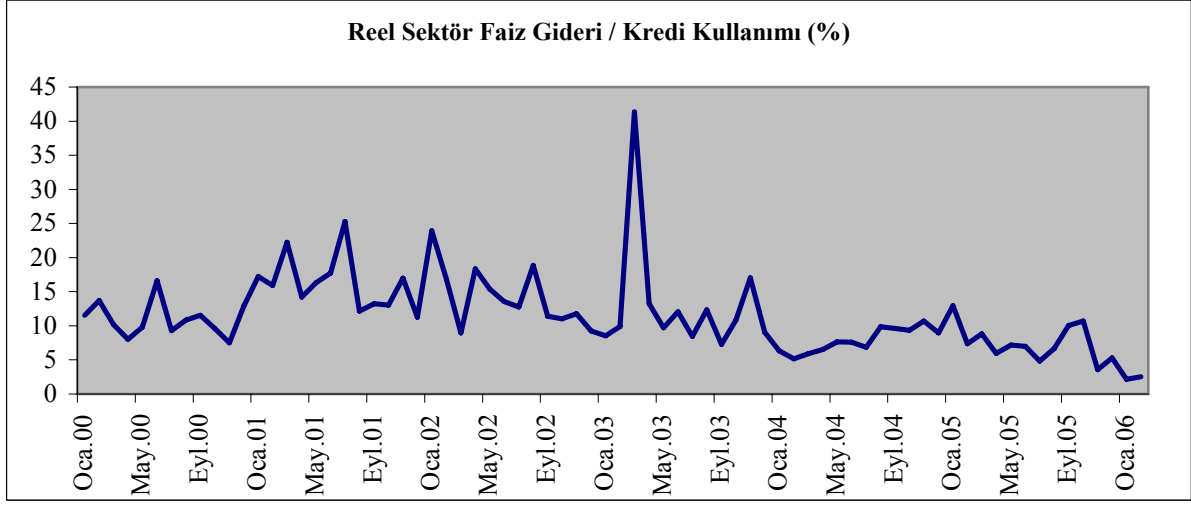
2006 yılı Şubat ayında net sermaye girişi 8.8 milyar dolar gibi yüksek seviyede gerçekleşmiştir. Bu sermaye girişinin 104 milyon doları doğrudan yatırımlar 1.2 milyar doları portföy yatırımları yoluyla girerken 7,5 milyar dolarlık büyük bölümü ise diğer yatırımlar kalemiyle olmuştur. 1.2 milyar dolarlık portföy yatırımlarının 1 milyar dolarlık bölümünü yabancıların yurtiçinde hisse senedi ve DİBS alımları oluşturmuştur. Portföy yatırımlarındaki bu döviz girişi gelişmekte olan piyasalara fon akımının devam ettiğine dair önemli bir işarettir. Şubat ayında diğer yatırımlar yoluyla 7.5 milyarlık döviz girişi dikkat çekmektedir. Diğer yatırımlar kanalıyla sermaye girişinin kaynağını, geçmiş aylarda olduğu gibi bankaların ve reel sektörün yurtdışında kullandığı krediler oluşturmuştur. Bankalar Şubat ayında 1.3 milyar dolar kredi kullanırken bu tutarın 1.2 milyar dolarlık bölümü kısa vadeli krediler oluşturmuştur. Reel sektör ise tamamı uzun vadeli olmak üzere 3.1 milyar dolar kredi kullanmıştır. Şubat ayında bankalar ve reel sektör kanalıyla büyük miktarda döviz girişi yaşanırken kamu kesimi IMF'e olan borcunu 1,5 milyar dolar azaltmıştır.

Cari işlemler açığının 5.9 milyar dolar gibi yüksek bir seviyede gerçekleştiği Ocak – Şubat döneminde finansman hesaplarına bakıldığında net sermaye girişinin 2005 yılının ilk iki ayına göre %104 artarak 12.9 milyar dolara ulaştığı görülmektedir. 2006 yılının ilk iki ayındaki sermaye girişinin 585 milyon doları doğrudan yatırımlar 3.3 milyar doları portföy yatırımları, 9 milyar doları ise diğer yatırımlar yoluyla gerçekleşmiştir. 2005 yılında 8.6 milyar dolara ulaşarak rekor kıran doğrudan yatırımlarda Ocak – Şubat dönemleri karşılaştırıldığında 2006 yılında %25'lik bir artış yaşanmıştır. Portföy yatırımları 2006 yılının ilk iki ayında Merkez Bankası Başkanı atanmasındaki belirsizlik ve sosyal güvenlik yasa tasarısındaki gecikme gibi etkenlerin piyasalarda yarattığı olumsuz hava nedeniyle bir önceki yılın aynı dönemine göre %27,9 gerilemiştir. Yabancılar bu dönemde 1.1 milyar dolar DİBS, 664 milyon dolar hisse senedi alımı gerçekleştirmişlerdir. Ocak – Şubat döneminde net sermaye girişinin %70'lik bölümü diğer yatırımlar yoluyla olmuştur. Yılın ilk iki ayında diğer yatırımlar yoluyla giren döviz miktarı geçen yılın aynı dönemine göre 7.7 milyar dolar artarak 9 milyar dolara ulaşmıştır.

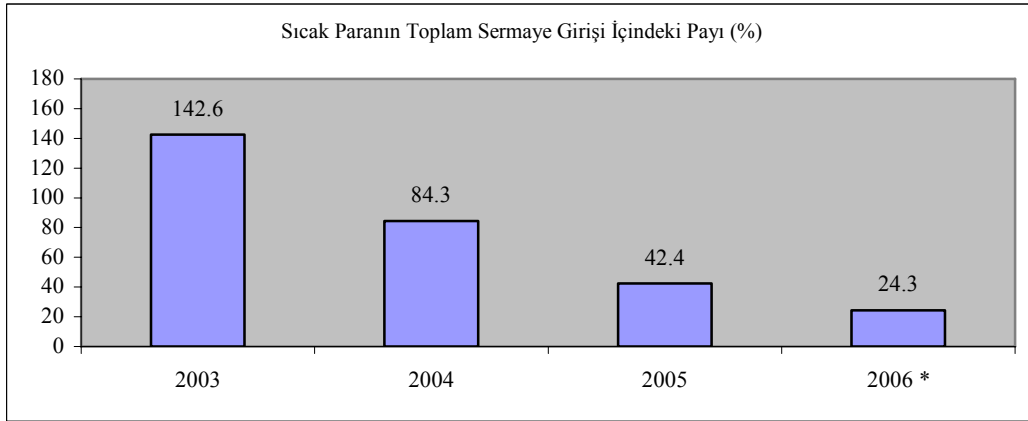
Yurtdışı Kredi Kullanımı		Ocak Şubat	
Milyar Dolar	2005	2005	2006
<b>Bankalar</b>	<b>9.1</b>	<b>-0.2</b>	<b>1.1</b>
Uzun Vadeli	6.4	-0.1	0.2
<b>Reel Sektör</b>	<b>13.5</b>	<b>-0.3</b>	<b>7.8</b>
Uzun Vadeli	9.7	0.2	8.0

Kaynak:TCMB

Cari açığın finansmanında portföy yatırımlarındaki gerilemeyle birlikte bankaların ve reel sektörün kullandığı yurtdışı kredilerin ağırlığı artmıştır. 2005 yılında yurtdışı piyasalardan 9.7 milyar doları uzun vadeli olmak üzere 13.5 milyar dolar net kredi kullanan özel sektör kredileri 2006 yılının ilk iki ayında 7.8 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bankacılık sektörünün ise 2006 yılının ilk iki ayında yurtdışı piyasalardan sağladığı krediler 1.1 milyar dolar olurken, uzun vadeli olanların payı %18 gibi düşük bir düzeyde kalmıştır.



Ekonomideki belirsizliklerin azalmasıyla birlikte risk primlerinin düşmesi yurtdışı kaynak kullanımını kolaylaştırmıştır. Yukarıdaki grafik reel sektörün kullandığı yurt dışı kredilere karşılık ödediği faiz giderlerini göstermektedir. 2001 yılında ortalama %16,3 olan söz konusu oran 2006 yılı Şubat ayı itibariyle %2,5'e gerilemiştir.



\*2006 yılı Şubat ayı itibariyle

Cari açığın yüksek seyrettiği son dönemde finansman yapısı önemini arttırmaktadır. Daha önceki raporlarda da vurgulandığı gibi cari açığın finansman kalitesindeki artış dikkat çekmektedir. Bu açıdan sıcak para verileri de önem kazanmaktadır. Sıcak paraya ilişkin birçok tanım yapılmakla birlikte üzerinde uzlaşılmış bir tanım bulunmamaktadır. Vakıfbank Ekonomik Araştırmalar Servisi tarafından yapılan sıcak para\* tanımlaması uyarınca 2003 yılından itibaren sıcak para biçiminde ülkeye giren dövizin toplam sermaye girişi içindeki payı giderek azalmaktadır. 2003 yılında 10,2 milyar dolar olarak gerçekleşen sıcak para girişi toplam sermaye girişinin %142,6'sini oluşturmuştur. 2003 yılından itibaren sıcak para mutlak değer olarak artmasına rağmen gerek doğrudan yatırımlar gerekse bankacılık ve reel kesimlerin sağladığı uzun vadeli kredilerin artmasına paralel olarak toplam içindeki payı gerilemiştir. Sıcak para miktarı 2005 yılında 18,6 milyar dolara yükselmesine rağmen toplam sermaye girişinin %42,4'üne gerilemiştir. 2006 yılının ilk iki ayı itibariyle ise başta bankacılık ve reel sektörün sağladığı uzun vadeli kredilerin artışının etkisiyle toplam içindeki payı %24,3'e gerilemiştir.

Net hata ve noksan kaleminin de hesaba katılmasıyla toplam döviz açığımız yılın ilk iki ayında 5.3 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. 12,9 milyar dolarlık net sermaye girişi sonucunda 7.6 milyar dolarlık rezerv birikimi sağlanmış, Merkez Bankası rezervleri ise 6 milyar dolar artmıştır.

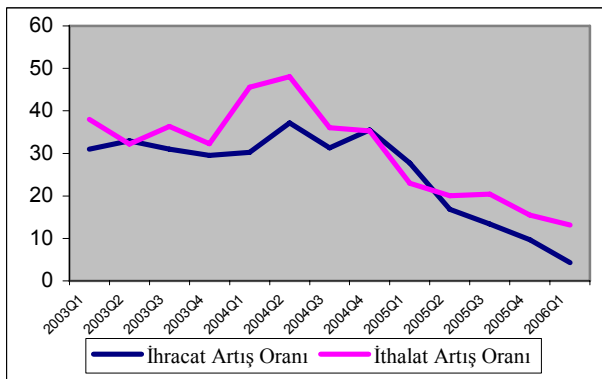
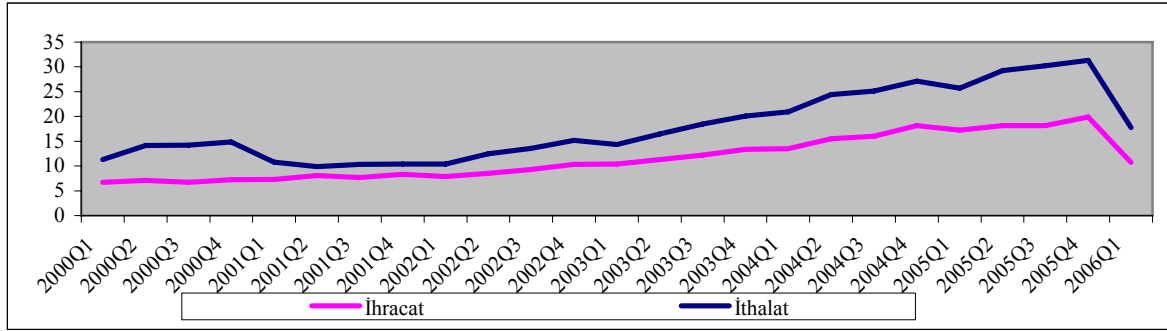
\* Sıcak Para = Hisse Senedi + Yurtdışında DİBS alımları + Bankaların kısa vadeli kredileri + Reel sektörün kısa vadeli kredileri + Banka mevduatları + Net hata noksan

## DIŞ TİCARET

Dış Ticaret						
Milyon \$	Mart			Ocak - Mart		
	2005	2006	DEĞ.(%)	2005	2006	DEĞ.(%)
<b>İhracat</b>	6.592	6.975	5,8	17.241	17.985	4,3
<b>İthalat</b>	10.196	11.189	9,7	25.732	29.123	13,2
<b>Dış Ticaret Dengesi</b>	-3.604	-4.214	16,9	-8.492	-11.138	31,2
<b>Karşılama Oranı (%)</b>	64,6	62,3		67,0	61,8	

*Kaynak:TÜİK*

TÜİK tarafından açıklanan verilere göre Mart ayında ihracat geçen yılın aynı ayına göre %5,8 artarak 7 milyar dolara yükselmiştir. İthalat ise %9,7 artarak 11.2 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Mart ayında ithalat ve ihracatta 2005 yılı Aralık ayından sonraki en yüksek aylık değerlere ulaşılmıştır. Sonuç olarak geçen yıl Mart ayında 3.6 milyar dolar olan dış ticaret açığı %16,9 oranında artarak 4.2 milyar dolara yükselmiştir. Mart ayında ihracatın ithalatı karşılama oranı %62,3 oranında gerçekleşmiştir. Yılın ilk üç ayı itibariyle ihracat geçen yılın aynı dönemine göre %4,3 artışla 18 milyar dolara yükselirken, ithalat %13,2'lik artışla 29.1 milyar dolar seviyesinde gerçekleşmiştir. Böylece yılın ilk çeyreğinde dış ticaret açığı 2005 yılının aynı dönemine göre %31,2 yükselerek 11.1 milyar dolara ulaşmıştır. Mart ayı sonu itibariyle yıllık dış ticaret açığı 45.8 milyar dolara yükselmiştir.



Yukarıdaki grafikte ithalat ve ihracat arasındaki farkın yani 2002 yılından itibaren arttığı görülmektedir. İthalat ve ihracatın büyüme oranları karşılaştırıldığında dış ticaret açığındaki artışın nedenleri daha da netleşmektedir. Yandaki grafikte görüldüğü gibi, son dönemde ihracattaki yavaşlama sonucunda ithalat ve ihracatın artış oranları arasındaki fark giderek büyümektedir. 2003 yılından itibaren yılın ilk çeyrekleri itibariyle bakıldığında, 2005 yılının ikinci yarısı hariç, ithalat büyüme oranının ihracatın büyüme oranının üzerinde seyrettiği görülmektedir. Bunun sonucunda dış ticaret açığının artış oranı da büyümektedir.

### ► İhracat

2006 yılı Mart ayında toplam ihracatın %93,9'unu oluşturan imalat sanayii ihracatı bir önceki yılın aynı ayına göre %6 artış göstermiştir. Bu açıdan bakıldığında imalat sanayii ihracatı toplam ihracat artışının belirleyicisi olmuştur. Mart ayında tekstil sektörünün ihracatında yaşanan daralma devam etmiştir. Mart ayında bir önceki yılın aynı ayına göre %3,5 azalan tekstil sektörü ihracatı yılın ilk çeyreğinde %7,5 gerilemiştir. En büyük ihracat kalemi olan motorlu kara taşıtları ihracatı ise Mart ayında %2,8'lik sınırlı bir artışla 1 milyar dolara ulaşmıştır. Demir ve çelik ihracatı ise 2006 yılının ilk üç ayında geçen yılın aynı dönemine göre %4,6 gerileyerek 1.5 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.

Euro Bölgesi İhracatı Ülke Payları						
	İngiltere	ABD	Çin	Japonya	Diğer Asya Ülkeleri	Türkiye
2002	19.0	17.0	2.8	3.1	13.0	2.0
2003	18.4	15.7	3.3	3.0	12.8	2.3
2004	17.8	15.1	3.5	2.9	13.1	2.8
2005	16.4	15.0	3.5	2.8	13.4	2.8
2006	16.4	15.0	3.5	2.8	13.4	2.8

Türkiye'nin İhracatı Ülke Payları					
	Fransa	Almanya	İtalya	İngiltere	ABD
2002	5.9	16.3	6.6	8.4	9.3
2003	6.0	15.8	6.8	7.8	7.9
2004	5.8	13.8	7.4	8.8	7.7
2005	5.2	12.9	7.7	8.1	6.7
2006	5.8	12.1	9.1	8.2	7.6

Türkiye'nin ihracat performansı değerlendirilken AB ile Türkiye'nin ticaret ilişkilerindeki karşılıklı durumlarının analizi bilgilendirici olacaktır. Yukarıdaki tablodan da görüldüğü gibi, Türkiye'nin en büyük ticaret ortağının Avrupa Birliği ülkeleri ve Amerika Birleşik Devletleri olduğu görülmektedir. Türkiye toplam ihracatının %55'ini, toplam ithalatının ise %40'ını Avrupa Birliği ülkeleri ile gerçekleştirmektedir. Avrupa Birliği ülkelerinin Türkiye'nin dış ticareti için önemini ortaya koyduktan sonra Avrupa Birliği'nin ticaret ortaklarına baktığımızda, Euro bölgesi değerlendirildiğinde, bölgenin ihracatının büyük bölümünü İngiltere, ABD ve Diğer Asya ülkelerine yaptığı görülmektedir. Türkiye'nin ihracatı içinde AB'nin payı çok yüksek iken AB'nin ihracatında Türkiye'nin payı oldukça düşük kalmaktadır.

Türkiye İhracatçılar Meclisi (TİM) tarafından açıklanan Nisan ayı ihracat rakamları itibariyle ihracat bir önceki yılın aynı ayına göre %6 artarak 6.4 milyar dolara ulaşmıştır. Nisan ayında ihracat artışının %6'da kalmasına hazır giyim, demir ve demir dışı metaller ve çimento sektörlerinde yaşanan ihracat gerilemeleri neden olmuştur. Yılın ilk dört ayındaki ihracat ise 2005 yılının aynı dönemine göre %6,9 artarak 24.9 milyar dolara yükselmiştir.

#### ► İthalat

Mart ayında ara malı ithalatı %7,9, sermaye malı ithalatı %6,7 artarken, tüketim malları ithalatında artış oranı %25,1 olarak gerçekleşmiştir. Tüketim malı ithalatındaki yüksek artış trendi Mart ayında da devam etmektedir. Tüketim malı ithalatı Mart ayında 1.5 milyar dolar olarak gerçekleşmiş, yılın ilk üç aylık döneminde ise geçen yılın aynı dönemine göre %36,3 artarak 3.6 milyar dolara ulaşmıştır. Gerek iç talebin canlı olması gerekse YTL'deki değerlendirme tüketim malları ithalatını arttıran başlıca faktörler olmuştur. Tüketim malları arasında en yüksek artış yaşanan kalem otomobil ithalatı olmuştur. Ocak – Mart döneminde 1.7 milyar dolarlık ara malı ithalatı artışının 393 milyon doları ham petrol ithalatındaki artıştan kaynaklanmıştır. Türkiye yılın ilk üç ayı itibariyle ham petrolün varilini ortalama 58 dolardan ithal etmiş, üç aylık ham petrol ithalatı ise 2 milyar dolara ulaşmıştır. Nisan ayında 75 dolara kadar yükselen petrol fiyatlarının 2006 yılında düşmeyeceği beklentisi göz önüne alındığında ham petrol faturasının önümüzdeki dönemde daha da artacağı öngörülmektedir.

Sonuç olarak Mart ayı sonu itibariyle yıllık dış ticaret hacmi 194 milyar dolara yükselmiştir. 2005 yılı Mart ayı sonunda 169.3 milyar dolar olan dış ticaret hacminde 24.8 milyar dolar artış yaşanmıştır. Dış ticaret hacmindeki artışın 17.6 milyar doları ithalattaki artıştan kaynaklanmıştır. İhracatın dış ticaret hacmindeki artışa katkısı ise 7.2 milyar dolarda kalmıştır. Özetleyecek olursak dış ticaret hacmindeki her 100 birimlik artışın 70 birimi ithalattan kaynaklanmıştır.

Dışa Açıklık (%)	Dış Ticaret Oranı	Dış Ticaret Açığı/GSYİH	Dış Ticaret Hadleri
2003	48,3	-9,2	100,0
2004	53,5	-11,4	100,6
2005	52,6	-11,9	99,7

Yandaki tabloda görüldüğü gibi, 2003 yılından itibaren Türkiye'nin dışa açıklık oranı artarken dış ticaret hadlerinin aleyhinde -ithal edilen malların fiyatları artarken, ihraç edilenlerin fiyatlarının düşmesi- gelişmesi sonucunda dış ticaret açığının GSYİH'ya oranında artış yaşanmıştır. Bu açıdan bakıldığında dışa açıklığı artan Türkiye'den fiyatlar yoluyla dışarıya kaynak transferi gerçekleştiği görülmektedir.

**Vakıfbank Ekonomik Araştırmalar Birimi olarak 2006 yılı ihracat tahminimiz 78.2 milyar dolar, ithalat tahminimiz ise 134.6 milyar dolardır.**



## BANKACILIK SEKTÖRÜ

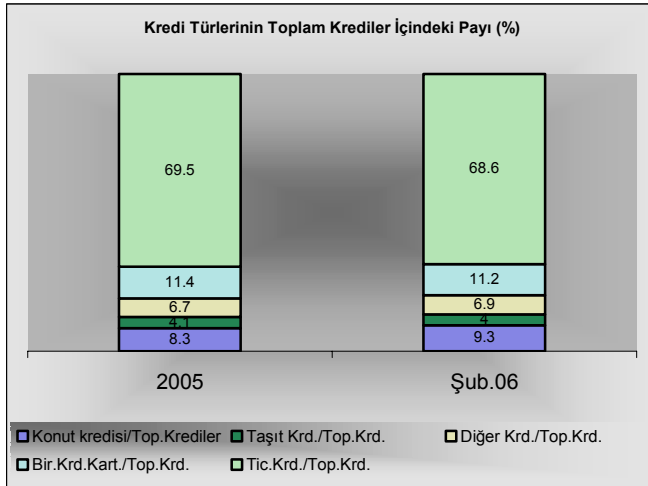
Bankacılık Sektörü Bilanço Yapısı				Değişim %	
(Milyon) YTL	Ara.05 (1)	Oca.06 (2)	Şub.06 (3)	(3)-(1)	(3)-(2)
Nakit Rezervler	46.751	39.777	40.500	-13,4	1,8
Men.Değ.Port.	143.016	143.365	146.778	2,6	2,4
Krediler	149.937	150.169	155.806	3,9	3,7
Duran Aktifler	21.015	21.605	21.601	2,8	-0,02
Diğer Aktifler	36.243	31.326	32.114	-11,4	2,5
<b>Top.Aktif</b>	<b>396.962</b>	<b>385.642</b>	<b>396.839</b>	<b>-0,03</b>	<b>2,9</b>
Mevduat	243.121	239.752	247.942	1,9	3,4
Mevduat Dışı Kayn.	100.108	90.729	92.212	-7,9	1,6
Özkaynaklar	53.733	55.161	56.685	5,5	2,8
<b>Toplam Pasif</b>	<b>396.962</b>	<b>385.642</b>	<b>396.839</b>	<b>-0,03</b>	<b>2,9</b>

Kaynak: BDDK

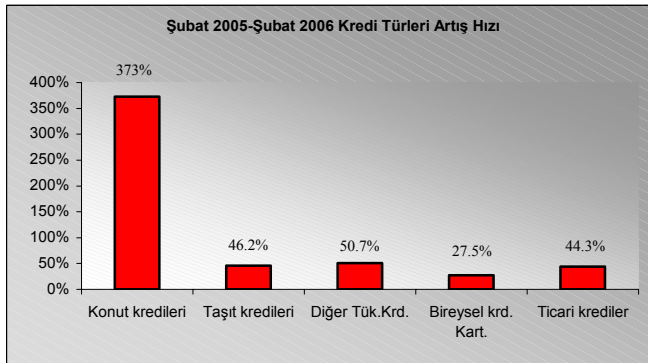
### ► Aktif Yapısı

Türk bankacılık sektörünün toplam aktifleri son bir yılda %29 artarken, 2006 yılının ilk iki ayında 2005 sonuna göre %0,03 azalarak 396.962 milyon YTL'den 396.839 milyon YTL'ye gerilemiştir. Bu gerilemede nakit rezervler kalemindeki %13,4'lük azalış etkili olmuştur. Bu azalmaya bağlı olarak nakit rezervlerin toplam aktifler içindeki payı %11,8'den %10,2'ye gerilemiştir. Ancak kredi hacmi ve menkul değerler portföyü artmaya devam etmiştir.

Menkul değerler portföyü şubat ayında 2005 yıl sonuna göre %2,6 artarken toplam aktiflerin gerilemiş olması menkul değerlerin toplam aktifler içindeki payının %36,1'den %37'ye çıkmasına neden olmuştur.



Sektörün aktif kalemleri içindeki en büyük artış 2006 yılının ilk iki ayında yine krediler kaleminde gerçekleşmiştir. Bu artışla birlikte kredi hacminin toplam aktif içindeki payı %37,8'den %39,3'e yükselmiştir. Banka grupları itibariyle kredi hacmindeki artışları incelediğimizde kamu bankalarında kredi hacmi azalırken diğer banka gruplarında artmıştır. Kredi türlerinin toplam krediler içindeki paylarına bakıldığında konut kredilerinde kaydedilen yüksek artış nedeniyle bireysel kredilerin toplam krediler içindeki payında hızlı bir artış göze çarparken ticari kredilerin payı gerilemeye devam etmektedir. Ticari kredilerin toplam krediler içindeki payı 2005 sonunda %69,5 iken 2006 yılının ilk iki ayında % 68,6'ya gerilemiştir.



Kredi Türleri itibariyle son bir yıl içinde en büyük artışların bireysel kredilerde yaşandığı görülmektedir. Tüketici kredileri içinde konut kredileri artış oranı %373 ile birinci sırada yer alırken en düşük artış %27,5 ile bireysel kredi kartlarında gerçekleşmiştir. Ticari kredilerdeki artış oranı ise tüketici kredilerinin oldukça gerisinde kalmıştır.

Kredi hacmi artmaya devam ederken takipteki alacaklar da şubat ayı itibariyle dönem sonuna göre %1,2 oranında artış göstermiştir. Kamu bankaları dışındaki tüm banka gruplarında takipteki alacaklar kaleminde artışlar meydana gelmiştir. Ancak takipteki alacaklar kalemindeki artışın kredi hacmindeki artışın gerisinde kalması kredilerin takibe dönüşüm oranını düşürmeye devam etmektedir. Dönem sonu itibariyle %5 olan takibe dönüşüm oranı 2006 yılının ilk iki ayında %4,8'e gerilemiştir. Takipteki alacaklara %90 oranında karşılık ayrıldığı da düşünülecek olursa şu an itibariyle takipteki alacakların sektör için bir sorun teşkil etmediği söylenebilir.

Kredilerin Takibe Dönüşme Oranı			
% pay	Ara.04	Ara.05	Şub.05
<b>Konut</b>	0,5	0,13	0,11
<b>Taşıt</b>	0,7	1,2	1,4
<b>Bireysel Kredi kartları</b>	4,6	7,8	8,3
<b>Ticari Krediler</b>	7,6	5,7	4,7

Kaynak: BDDK

Şubat ayı itibariyle kredi türlerinin takibe dönüşüm oranları incelendiğinde konut ve ticari kredilerde takibe dönüşüm oranları düşmeye devam ederken taşıt ve bireysel kredi kartlarında artışlar ortaya çıkmıştır. Kredi kartları takibe dönüşüm oranı ise sektör ortalamasının oldukça üzerinde gerçekleşmiştir. Bu durum büyük ölçüde kredi kartlarının bir ödeme aracı olarak kullanılması gerekirken bir tüketici kredisi

gibi uzun vadeli borçlanma aracı olarak kullanılmasından kaynaklanmaktadır. Kredi kartları faiz oranları diğer bütün tüketici kredilerinin üstünde bir faiz oranına sahip olduğundan kredilerin geri dönüşümünde ciddi sıkıntılar yaşanmaktadır.

İlk beş sektör itibariyle durum değerlendirildiğinde;

En çok Pay alan 5 Sektör % Pay		Tkb.Dön.Orn.	
2005	Şub.06	2005	Şub.06
Top.Tic.ve Kom. 9	Top.Tic.ve Kom. 8,9	4,3	4,1
Tekstil San 6,8	Tekstil San 6,9	18,6	17,7
İnşaat 5,3	İnşaat 5,8	6,4	5,7
Gıda-Meş.-Tütün 5,4	Metal Ana San. 4,8	2,9	4,6
Finansal Aracılık 7,8	Finansal Aracılık 4,7	0,5	0,9
34,3	31,1		

Kaynak: BDDK

Ticari kredilerden en çok pay alan 5 sektör 2006 yılının ilk iki ayı itibariyle incelendiğinde hem sektör sıralamasında bir değişiklik meydana gelmiş hem de metal ana sanayi sektörü gıda sektörünün yerini alarak ilk beş sektör içine girmiştir. Ayrıca ilk beş sektörün ticari krediler içindeki payı 2005 yılı sonunda %34,3 iken 2006 yılının ilk iki ayında %31,1'e gerilemiştir. Bu sektörler itibariyle kredilerin takibe dönüşüm oranları incelendiğinde metal ana sanayi ve finansal aracılık hariç takibe dönüşüm oranlarında düşme görülmektedir.

### ► Pasif Yapısı

Bankacılık sektörünün 2006 yılının ilk ayı itibariyle fon kaynakları incelendiğinde dönem sonuna göre en büyük artış %5,5 ile özkaynaklarda meydana gelirken bunu %1,9 artış ile mevduat izlemiştir. Sektörün mevduat dışı kaynaklarında ise dönem sonuna göre %7,9'luk bir gerileme göze çarpmaktadır.

Sektörün bilanço büyüklüğü gerilerken mevduat hacmindeki %1,9'luk artış mevduatın fon kaynakları içindeki payının %61,2'den %62,5'e çıkmasına neden olmuştur. Mevduatın para cinsi kompozisyonuna bakıldığında ise sağlanan ekonomik istikrarın devamı ile birlikte TP lehine dönüşümün devam ettiği görülmektedir. Dönem sonunda %63,5 olan TP mevduatın toplam mevduat içindeki payı şubat ayı itibariyle %64,1'e yükselmiştir. Mevduatın vade yapısı incelendiğinde 2005 yılı sonunda %82,7 olan vadesiz ve 1-3 ay arası mevduatın toplam mevduat içindeki payının %84,2'ye çıktığı görülmektedir. Sektörün aracılık işlevi göstergelerinden biri olan mevduatın krediye dönüşüm oranı ise %61,7'den %62,8'e yükselmiştir.

Şubat ayı itibariyle sektörün mevduat dışı kaynakları repo işlemlerinden sağlanan fonlar kalemindeki %58'lik gerilemeye bağlı olarak %7,9 oranında azalmıştır. Sektörün yabancı fon kaynakları içindeki en büyük pay mevduattan sonra %13,8 ile bankalara borçlar kalemine aittir. Bankalara borçlar kaleminde 2006 yılının ilk ayı itibariyle dönem sonuna göre fazla bir değişiklik yaşanmamıştır.

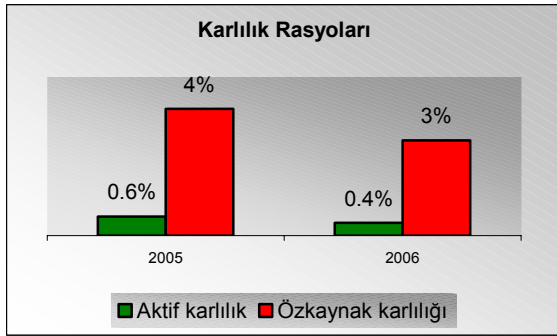
<b>Dış Piyasalardan Sağlanan Krediler</b>			
(Milyon USD)	Ara.05	Şub.06	Değişim %
<b>Sendikasyon kredileri</b>	8.176	9.240	13,0
<b>Seküritizasyon kredileri</b>	7.038	7.013	-0,3

*Kaynak: BDDK*

Sektörün dış piyasalardan sağladığı krediler 2006 yılının ilk iki ayı itibarıyla %6,6 artışla 1 milyar dolar artarak 16.2 milyar dolara yükselmiştir.

Sektör kaynaklarındaki en büyük artış menkul değerler değer artış fonunda gerçekleşen %26 büyümenin etkisiyle %5,5 ile özkaynaklarda gerçekleşmiştir. Bu artışla birlikte sektörün özkaynaklar toplamı 53.733 milyon YTL'den 56.685 milyon YTL'ye çıkmıştır. Özkaynaklar kalemindeki yüksek oranlı artış özkaynakların fon kaynakları içindeki payını %13,5'ten %14,3'e çıkarmıştır.

Sektörün net dönem karı 2006 yılının ilk iki ayında geçen yılın şubat ayına göre %14 oranında azalarak 1.963 milyon YTL'den 1.690 milyon YTL'ye gerilemiştir. Net dönem karındaki azalışta faiz gelirleri %10,8 artarken faiz giderlerinin %17,1 ile faiz gelirlerinin üstünde artması belirleyici etken olmuştur. Kredilerden alınan faizler %27 artarken, menkul değerlerden alınan faizlerdeki %7,6 oranındaki gerileme faiz gelirlerindeki artışı sınırlandıran faktörlerden birisidir. Sektör gelirlerindeki en büyük artış %34,6 ile faiz dışı gelirlerde ortaya çıkmıştır. Faiz dışı gelirlerde %25,1 ile bankacılık hizmet gelirleri birinci sırada yer alırken bunu %4,4'lük artışla kredilerden alınan ücret ve komisyonlar izlemiştir. Sektörün faiz dışı giderleri ise %6 artmıştır. Faiz dışı giderler içinde en büyük artış %20 ile personel giderlerinde meydana gelmiştir.



2006 yılı şubat ayı itibarıyla sektör aktif karlılığı karlılıktaki azalışa bağlı olarak %0,6'dan %0,4'e; özkaynak karlılığı ise %4'ten %3'e gerilemiştir.

## ULUSLARARASI GELİŞMELER

### ► Dünya'daki ve Türkiye'deki Ekonomik Gelişmeler

#### **Türkiye'nin ekonomik gücü artıyor....**

Uluslararası Para Fonu'nun (IMF), ay içinde yayımlanan Dünya Ekonomik Görünüm Raporu'nda SGP (Satın alma gücü paritesi) ile hesaplanan 2005 GSYİH'sı ile dünya sıralamasında 19'uncu olan Türkiye'nin, 2006 yılında 18'inci sıraya, gelecek 4-5 yıl içerisinde ise 16'ncı sıraya yükseleceği ifade edilmiştir. Raporla ayrıca, Türkiye'nin 2006 yılında % 6, 2007 yılında ise % 5 oranında büyüyeceği öngörüsüne yer verilirken, geçen yıl % 6.3 olan cari işlemler açığının GSMH'ye oranının, bu yıl % 6.5 olacağı tahmin edilmiştir.

#### **Deutsche Bank: Türkiye'nin kredi notu yükselecek...**

Uluslararası yatırım bankası Deutsche Bank, sosyal güvenlik reformunun, Türkiye'nin geleceği açısından önemli bir reform olduğunu bildirmiştir. Deutsche Bank tarafından yapılan analizde, sosyal güvenlik reformunun da tamamlanmasıyla, IMF'nin üçüncü gözden geçirmesinin önünde bir engelin kalmadığı vurgulanırken, IMF heyetinin üçüncü gözden geçirmesinin Mayıs ayında tamamlanmasının beklendiği ifade edilmiştir. Analizde ayrıca, IMF'nin üçüncü gözden geçirmesinin tamamlanması ve Türkiye'nin Gayri Safi Yurtiçi Hasıla istatistiklerinin revize edilmesinin ardından, özellikle kredi derecelendirme kuruluşu Standard&Poors'un, Türkiye'nin kredi notunu yükseltebileceği de belirtilmiştir.

#### **Opec Toplantısı**

Doha'da bir araya gelen petrol üreticisi ve tüketicisi ülkeler, varil başına 75 dolar civarında seyreden ham petrolün, dünyanın en büyük ekonomisi ABD'den, Afrikalı yoksul uluslara kadar her ülke için bir tehdit oluşturduğu konusunda görüş birliğine varmış, ancak petrol fiyatlarının nasıl düşürülebileceği konusunda görüş ayrılıkları yaşamıştır. Tüketiciler üretimin artırılmasını talep ederken, üreticiler de petrol sektörüne yapacakları yatırımın karşılığını alma garantisi istemiştir.

#### **G-7 toplantısı**

21 Nisan'da Washington'da yapılan, G-7 ülkelerinin Maliye Bakanları ve Merkez Bankaları yetkililerinin katıldığı toplantıda doların kırılganlığı ve global dengesizlikler vurgulanmış, küresel dengesizlikleri çözmeye katkıda bulunmak üzere Çin'e esnek döviz kuruna geçme ve Asya ülkelerine para birimlerine değer kazandırma çağrısı yapılmıştır. Uluslararası piyasalarda petrolün fiyatının yüksek olmasına karşın büyümenin devam ettiği vurgulanan toplantıda, yoksul ülkelerin borçlarının silinmesi konusu da ele alınmıştır.

#### **IMF ve Dünya Bankası Toplantısı**

IMF ve Dünya Bankası tarafından yapılan bahar toplantılarında, kamuoyunda artan eleştiriler doğrultusunda IMF'nin küresel eşitsizlikleri gidermek için yeni bir rol üstlenmesi ve IMF'nin karar mekanizmalarında ülkelere tanınan oy haklarının yeniden düzenlenmesi kararlaştırılmıştır. Toplantılarda, IMF'nin karar organı İcra Kurulu'na yapılan mali katkıları temel alarak karar vermesinin, zengin ülkelere söz hakkı tanırken, yoksul ülkelere yeterli söz hakkı tanımadığı konusu eleştirilmiş, Asya ülkelerinin dünya ekonomisinde artan ağırlıklarına paralel olarak söz hakkının artırılması gündeme gelmiştir.

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

IMF'ye verilen taahhütlerden sosyal güvenlik reformu kapsamındaki Sosyal Sigortalar ve Genel Sağlık Sigortası Kanunu Tasarısının TBMM Plan Bütçe Komisyonu'nda kabul edilmesinin ardından, Uluslararası Para Fonu (IMF) heyetinin, "Stand-by" düzenlemesine ilişkin 3. Gözden Geçirme incelemeleri için 5 Mayıs Cuma günü Türkiye'ye gelmesi kesinlik kazanmıştır.

Son bir aylık dönemde Türkiye-AB ilişkileri açısından gündeme gelen en kritik konular; AB'nin Genişlemeden Sorumlu Komiseri Olli Rehn'in, Güney Kıbrıs Rum Yönetimi (GKRY) gemi ve uçaklarına Türk liman ve havaalanlarının tek taraflı açılmamasının Türkiye'nin bu yıl müzakere sürecinde bir siyasi gerginlikle karşı karşıya kalmasına yol açabileceği yönünde açıklamalarda bulunması ve AB'nin eğitim ve kültür konusunda fiili müzakerelerin başlaması için siyasi kriter şartı getirmeye çalışması olmuştur. Öte yandan AB Komisyonu'nun Türkiye ile kamu alımları ve rekabeti konularında fiili müzakereleri başlatmama kararı alması, karara gerekçe olarak da kamu ihalelerinde Türk-yabancı ayırımının kaldırılmasını ve Türkiye'nin konuyla ilgili eylem planı

sunmamasını göstermesi, önümüzdeki dönemde müzakerelerin ilerlemesinin Türkiye'nin mevzuat değişikliklerini ne kadar sürede yaptığını ve AB'nin öne süreceği açılış performans kriterlerine bağlı olacağını göstermiştir.

### ► Gelişmiş Ülkeler

#### ▪ ABD

ABD Merkez Bankası'nın (Fed) 27-28 Mart'ta yaptığı ve 0,25 puanlık faiz artırımı kararı aldığı toplantının tutanaklarının açıklanmasıyla beklentiler 2 yıldır süren faiz artırımı döngüsünün sona ereceği yönünde şekillenmiştir. Toplantı tutanaklarında Açık Piyasa Komitesi (FOMC) üyelerinin çoğunluğunun faiz artırımı sürecinin sonuna gelindiği yönünde görüş bildirdikleri, bundan böyle faiz kararlarının ekonomik verilere her zamankinden daha duyarlı hale geldiği belirtilmiştir. Ayrıca, işgücü ve mal piyasalarında sıkışıklık olmamasına rağmen, kapasite kullanım oranının yüksekliğinin ve artan emtia fiyatlarının enflasyonist riskler konusunda dikkatli olmayı gerektirdiği ifade edilmiştir.

Bu arada Fed başkanı Bernanke Kongre'ye yaptığı konuşmada FOMC toplantısı tutanaklarını destekleyici yönde açıklamalarda bulunmuş, Fed'in açıklanacak ekonomik verilerin gösterdiği seyir doğrultusunda faiz artırımına ara verilebileceğini ifade etmiştir. Ancak Bernanke, gayri resmi bir toplantıda faiz artırımının sonuna gelindiği yönündeki sözlerinin yanlış anlaşıldığını ifade etmiş, beklentilerin yön değiştirmesine neden olmuştur. Nitekim ABD ekonomisine ilişkin veriler ve petrol ve emtia fiyatlarındaki rekor artışlar ABD'de faiz artırımı sürecinin sona erdiği yolundaki görüşlerin değişebileceği yorumlarının yapılmasına neden olmaktadır. Örneğin, ABD tarım dışı istihdam beklentilerin üzerinde, 211,000 artarak 135 milyona ulaşmış, Şubat ayında %5,1 artan işsizlik, Mart ayında %4,8 artmıştır. Bu veriler işgücü piyasasındaki sıkışmaya ve büyümenin devam ettiğine işaret etmektedir. İnşaat harcamaları Ocak ayında %0,4 artmışken, Şubat'ta %0,8 artış göstererek beklentilerin üzerinde gerçekleşmiştir. Perakende satışların artış oranı beklentisi Mart ayı için %0,5 iken, gerçekleşen %0,6 olmuştur. Şubat ayında perakende satışlar %0,8 düşmüştü. Dayanıklı mal siparişleri %6,1 ile Mayıs 2005'ten beri en yüksek artışı göstermiştir. Kapasite kullanım oranı Mart'ta %81'den %81,3'e çıkarak 2000 yılından beri en yüksek düzeyine çıkmıştır. Tüketici güven endekslerine gelince; Conference Board tüketici güven endeksi Nisan ayı için 107,5'ten 109,6'ya çıkmış, Michigan Üniversitesi tüketici güven endeksi ise 88,9'dan 87,4'e gerilemiştir.

ABD Temel Ekonomik Göstergeleri					
(%) Değişim	2002	2003	2004	2005	En Son
<b>Büyüme</b>	2,4	2,7	4,2	3,5	4,8 (2006 Q1)
<b>İşsizlik</b>	5,8	5,6	5,5	5,07	4,7 (Mart 06)
<b>Enflasyon (CPI)</b>	1,6	2,3	2,7	3,4	3,6 (Mart 06)
<b>Fed Faiz Oranı</b>	1,25	1,00	2,25	4,25	4,75 (Mart 06)

Kaynak: Fed, Bureau of Labor Statistics

ABD Mart ayı üretici fiyatları %0,5, çekirdek üretici fiyatları %0,1, tüketici fiyatları %0,4, çekirdek tüketici fiyatları ise %0,3 artış göstermiştir. Üretici fiyatlarının %0,4, çekirdek üretici fiyatlarının %0,2, tüketici fiyatlarının %0,4 ve çekirdek tüketici fiyatlarının %0,2 olarak açıklanması beklenmekteydi.

Nisan ayında ABD ekonomisine ilişkin açıklanan ekonomik verilerden en önemlisi, 2006 yılının ilk çeyreğine ilişkin büyüme rakamı olmuştur. Buna göre reel GSYİH büyüme oranı yıllık bazda beklentiler doğrultusunda %4,8 olarak açıklanmıştır. 2005'in son çeyreğinde %1,7 olarak gerçekleşen büyüme oranının ilk çeyrekte bu kadar artmasına etki eden faktörlerin başında bir önceki çeyreğe göre %5,5 oranında artan kişisel tüketim harcamaları gelmiştir.

ABD Şubat ayı dış ticaret açığı \$65,7 milyar ile beklentilerin altında gerçekleşmiştir. İhracat %1,2, ithalat %2,3 azalırken, ABD'nin Çin ile olan dış ticaret açığının %22,7 azalması dış ticaret açığındaki gerilemenin başlıca sebebi olarak gösterilmektedir.

#### ▪ Euro Bölgesi

Avrupa Merkez Bankası (ECB) 4 Mayıs tarihli toplantısında faiz oranını değiştirmeyerek %2,50 seviyesinde bırakmıştır. ECB'nin ekonomik canlanmayı engelleyecek yönde bir adım atmaktan çekindiği, faiz kararlarını enflasyonu da göz önünde tutarak bu çerçevede alacağı düşünülmektedir.

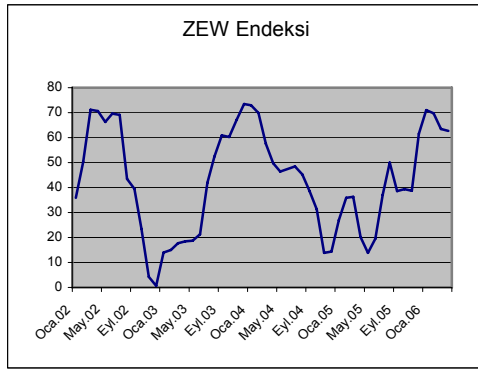
Euro Bölgesi Temel Ekonomik Göstergeleri					
(%) Değişim	2002	2003	2004	2005	En Son
<b>Büyüme</b>	0,9	0,7	2,1	1,3	1,7 (2005 Q4)
<b>İşsizlik</b>	8,5	8,9	8,8	8,3	8,2 (Şubat 06)
<b>Enflasyon (HICP)</b>	2,28	1,97	2,36	2,22	2,3 (Şubat 06)
<b>ECB Faiz Oranı</b>	2,75	2	2	2,25	2,5
<b>M3 Para Arzı Artışı</b>	6,9	7,1	6,6	7,4	8,6 (Mart 06)

*Kaynak: ECB, Eurostat, Reuters*

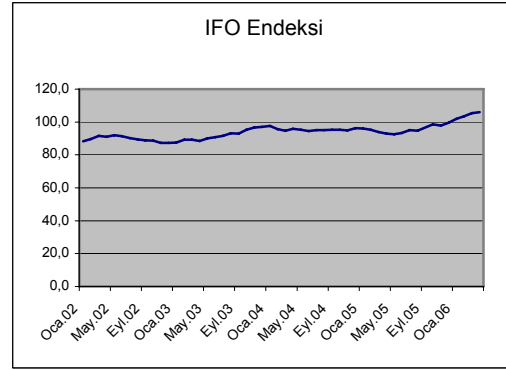
Euro Bölgesi Harmonize Tüketici Fiyat Endeksi (HICP) Mart ayında %2,2 artışla Şubat'ta gösterdiği %2,3'lük artışın altında kalmıştır. %8,2'ye düşen işsizlik oranıyla birlikte enflasyon verisi, Euro Bölgesi'yle ilgili enflasyon endişesinin devam etmesine yol açmıştır. Nitekim ECB yetkilileri de enflasyonist risklere işaret eden açıklamalarda bulunmuş, petrol fiyatlarındaki artışın ücretlere ve fiyatlara

yansıtılarak enflasyon üzerinde beklenmeyen etkiler yaratabileceğine dair endişelerini dile getirmişlerdir.

Almanya'da finans piyasası aktörlerinin ekonomiye güvenini yansıtan ZEW endeksi bu ay 63,4'ten 62,7'ye düşmüş, IFO işalemi güven endeksi 105,4'ten 105,9'a yükselmiştir. ZEW endeksindeki düşüş Alman ekonomisinin performansının beklendiği kadar yüksek olmayabileceği görüşlerinin dile getirilmesine yol açmıştır.



*Kaynak: ZEW*



*Kaynak: IFO*

Şubat ayında %7,9 olarak gerçekleşen Euro Bölgesi M3 para arzı, Mart ayında %8,6 artarak son üç yılın en yüksek seviyesine ulaşmıştır. M3'teki bu artış ECB'nin Haziran ayında faiz artırımına gitmesi beklentisini güçlendirmiştir.

Öte yandan, IMF tarafından yayınlanan Dünya Ekonomik Görünüm Raporu'nda, hanehalkı tüketiminin durgun olduğu Euro Bölgesi ekonomik büyümesinin global talebe bağlı kalmaya devam edeceği, bu çerçevede ECB'nin faiz oranlarını yükseltmekte acele etmemesi gerektiği uyarısında bulunulmuştur. Raporla 2006 yılı büyüme oranları Euro Bölgesi için %2, Almanya için %1,3, İtalya için %1,2 olarak tahmin edilmiştir.

#### ▪ **Japonya**

Japonya Merkez Bankası (BoJ) aylık toplantısında beklentiler doğrultusunda %0 olan gösterge faiz oranını değiştirmemiş, geçtiğimiz ay uygulamaya başlayacağını ilan ettiği sıkılaştırıcı para politikasının devam ettiğini bildirmiştir. Toplantının ardından yayınlanan ekonomik ve finansal değerlendirme raporunda ekonomik faaliyet hacminin, ihracatın ve sanayi üretiminin artmaya devam ettiği, ekonomik büyümenin artmasının beklendiği ifade edilmiştir. BoJ Başkanı, Temsilciler Meclisine yaptığı sunumda faiz oranlarını enflasyonla uyumlu bir şekilde düşük seviyelerde tutmaya devam edeceklerini, piyasalara verilen likiditenin düzeyinin azaltılması ile sıfır faiz oranı uygulamasının birbirinden bağımsız olduğunu, uzun vadeli faiz oranlarında son zamanlarda görülen artışı yakından takip ettiklerini, bu artışın ekonomide görülen canlanmadan kaynaklanması açısından önemli olduğunu belirtmiştir.

Japon ekonomisiyle ilgili açıklanan ekonomik verilerden bazıları şu şekilde bir seyir izlemiştir: Ocak ayında 719 milyar Yen olarak açıklanan cari işlemler fazlası, Şubat'ta 2,2 trilyon Yen'e çıkmıştır. Mart ayında çekirdek tüketici enflasyon oranının %0,5 artması, BoJ'un faiz artırımına başlama ihtimalini güçlendirmiştir. Enflasyon verileri yanında işsizlik oranının değişmeyerek %4,1'de kalması da bu beklentiye desteklemiştir. Bu arada Mart

ayı sanayi üretimi %0,2 artarak ekonominin canlanmaya devam ettiği görüşünü desteklemiştir. Sanayi üretimi önceki ay %1,2 düşüş kaydetmişti.

► **Gelişmekte Olan Ülkeler**

▪ **Çin**

Çin'in İran'ın nükleer çalışmaları konusunda yaşanan anlaşmazlıkta ılımlı tavır takınması ve ABD ile son dönemde ilişkileri hassaslaşan Latin ülkeleriyle yakın ticari ilişkilerde bulunması nedeniyle, ABD ile Çin arasındaki ilişkiler gergin hale gelmiştir.

<b>ABD-Çin Dış Ticaret Rakamları (Milyon \$)</b>					
	2001	2002	2003	2004	2005
<b>ABD İhracat</b>	19,2	22,1	28,4	34,7	41,8
<b>ABD İthalat</b>	109,4	133,5	163,3	210,5	243,5
<b>Dış Ticaret Açığı</b>	90,2	111,4	134,9	175,8	201,7

Aslında ilişkilerin gerilmesindeki temel etken, yandaki tablodan da görüldüğü gibi ABD ile Çin arasındaki ticaretin ABD aleyhine gelişmesidir. ABD yetkilileri bu

gelişme için Çin'in uyguladığı döviz kuru politikasını eleştirmekte, Çin'in döviz kuru üzerindeki kontrollerini azaltması gerektiğini ve Temmuz ayında yapılan %2,1'lik revelüasyonun yeterli olmadığını belirtmektedir. Öte yandan, ABD'nin Çin mallarına yüksek gümrük tarifesi uygulama tehditlerine karşılık Çin'in toplam döviz rezervleri içinde ABD dolarının payını azaltma girişiminde bulunabilecek olması ABD'de uzun vadeli faizlerini arttırabilecek bir tehdit olarak ortaya çıkmaktadır.

ABD ile Çin arasındaki gerginlikler devam ederken bu ay ABD'yi ziyaret eden Çin Devlet Başkanı, iki ülkenin ticari ilişkilerini iyileştirmek için; Çin'in döviz kurlarını daha esnek hale getirme konusunda reformlara devam edeceğini, uluslararası ticaret anlaşmalarına uyacağını ve fikri mülkiyet haklarını daha iyi koruyacağını belirtmiş, iç talebi artırma politikaları yoluyla ABD'den yaptığı ithalatı arttıracığını taahhüt etmiştir.

ABD yetkilileri Çin'le olan ticaretin ABD aleyhine gelişmesini önlemek için yuanın daha yüksek oranda revalüe edilmesini önerirken, bazı analistler farklı bir görüşü savunmaktadır. Bu görüşe göre yuanın daha yüksek oranda revalüe edilmesi Çin ihraç mallarının fiyatını artırarak, hem ABD'de hem dünyada enflasyonist baskıların yaygınlaşmasına yol açabilecektir. Bu nedenle, Çin'in yüksek oranlı bir revalüasyondan ziyade ılımlı bir revalüasyona gitmesinin yanında, işgücü ücretlerini arttıracak ve fikri mülkiyet haklarını iyileştirecek önlemler almasının daha sağlıklı olacağı vurgulanmaktadır. IMF tarafından yayınlanan Dünya Ekonomik Görünüm Raporu'nda da, yuanın değerinde ortaya çıkacak keskin bir artışın ABD tahvillerine olan ilgiyi azaltabileceği ve ABD'nin cari açığının en büyük finansörü konumunda bulunan Çin'in ABD tahvillerine yönelik talebinin azalmasının doların önemli ölçüde değer kaybına yol açacağı belirtilmektedir.

Bu tartışmalar çerçevesinde yuanın revalüasyonu ile ilgili olarak son dönemdeki bazı olumlu gelişmeler de olmuştur. Çin'in ay içinde bireysel yatırımcıların bir yılda alabileceği döviz miktarını 20 bin dolara yükseltmesiyle ilk kez yurtdışında hisse ve diğer kıymetlere alım yapılmasına olanak sağlaması yuan kuru üzerindeki baskıyı hafifletici etki yaratmıştır.

Yuanın düşük değeri Çin'e ABD'ye karşı dış ticarete avantaj sağlarken bir yandan da ülke ekonomisini yönetebilme gücü üzerinde her geçen gün daha yavaşlatıcı bir etki yaratmaktadır. Çin'in ülke içine giren spekülasyon sıcak parayı engelleyebilmek için faizleri düşük tutması, buna bağlı olarak da yurtiçi kredi talebinin artması ekonominin aşırı ısınmasına yol açmaktadır. Çin Merkez Bankası aşırı ısınmayı önlemek için %5,58 olan faiz oranını %5,85'e yükseltmiştir. Faiz artırımından bu yana Yuan'ın %1,2 daha değer kazanması ise piyasalar tarafından umut verici bir gelişme olarak algılanmıştır.

- **Brezilya**

Brezilya Merkez Bankası referans faiz oranının (Selic Rate) gelişimi	
Faiz Kararı Tarihi	Faiz Oranı
19.01.2005	18,25
16.02.2005	18,75
16.03.2005	19,25
20.04.2005	19,50
18.05.2005	19,75
15.06.2005	19,75
20.07.2005	19,75
17.08.2005	19,75
14.09.2005	19,50
19.10.2005	19,00
23.11.2005	18,50
14.12.2005	18,00
18.01.2006	17,25
08.03.2006	16,50
19.04.2006	15,75

Kaynak: Brezilya Merkez Bankası

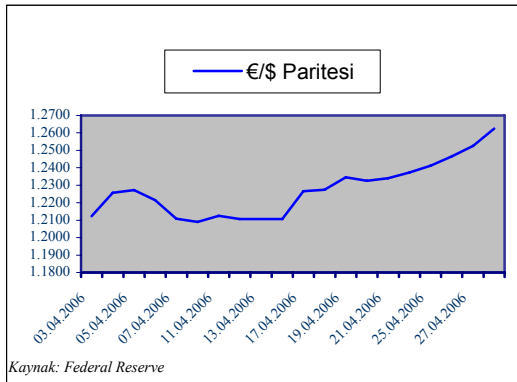
2000 yılından bu yana ekonomi politikalarını ciddi bir şekilde uygulayarak ekonomisini çok daha sağlıklı bir yapıya kavuşturan Brezilya'da, açıklanan son İş Güveni Anketi ekonominin olumlu gidişatını bir kez daha teyit etmiştir. Çekirdek enflasyonun Mart ayında beklentilerin altında %0,45 oranında artması ise enflasyonun kontrol altında olduğunu göstermiş ve faiz indirimini devam edeceğinin sinyallerini vermiştir. Brezilya Merkez Bankası Para Politikası Komitesi, ılımlı enflasyon ve ekonomideki toparlanmayı cesaretlendirmek için referans faiz oranını beklentiler doğrultusunda 75 baz puan daha düşürerek, %16,50'den %15,75'e çekmiştir. Yandaki tabloda 2005 yılının başından itibaren Brezilya Merkez Bankası'nın referans faiz oranlarının gelişimi yer almaktadır. Merkez Bankası'nın faiz kararları enflasyon hedeflemesiyle ilgili önemli bir örnek olması dolayısıyla Türkiye piyasaları açısından da önem taşımaktadır.

- **İran**

ABD-İran arasında yaşanan gerginlik pek çok ülkenin İran'la yaptığı ticari anlaşmaları askıya almasına yol açarken, uluslararası kredi derecelendirme kuruluşu Fitch de, İran'ın döviz cinsinden notunu BB-'den B+'ya indirmiştir. Fitch gerekçe olarak, İran'ın nükleer programı sebebiyle Batı ile arasında oluşan gerilimi ve İran'a karşı uluslararası yaptırım uygulanması ihtimalinin güçlenmesini göstermiştir. Öte yandan ABD'nin İran'ın nükleer faaliyetlerini durdurulmaması durumunda askeri müdahale yapacağı tehditleri, Türkiye'nin de içinde bulunduğu komşu ülkeleri tedirgin etmektedir. Hem jeopolitik hem de diplomatik açıdan ABD'nin olası bir müdahalesinde en çok etkilenebilecek ülkelerden biri de Türkiye olacaktır. İran kaynaklı gerginlikle ay içinde rekor kıran petrol ve emtia fiyatlarının global ekonomi üzerinde yarattığı dengesizliklerin uluslararası piyasalar üzerinde baskı oluşturmaya devam etmesi beklenmektedir.

► **Uluslararası Piyasalar**

- **Pariteler**

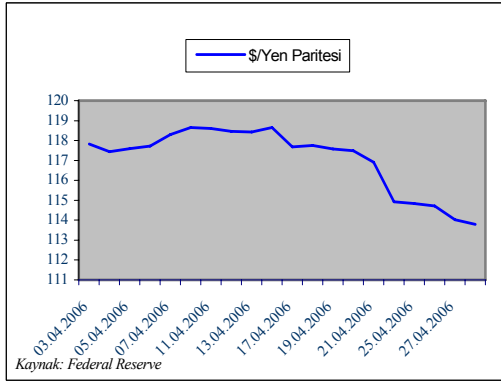


Fed'in Mart ayında gösterge faiz oranını 25 puan artırmasıyla 1,2030 seviyelerine kadar gerilemiş olan €/€ paritesi, ECB'nin Mayıs ayında faiz oranlarını artıracığı beklentisinin piyasalara hakim olmasıyla 1,2270 seviyelerine kadar çıkmıştır. Ayrıca, bazı Körfez ülkelerinin merkez bankalarının döviz rezervleri içinde euronun payını artıracaklarını ve Çin Parlamentosu'ndan bir yetkilinin, Çin'in sahip olduğu ABD tahvillerinin miktarını azaltabileceğini açıklaması da doları olumsuz etkileyen faktörler olmuştur. ABD tarım dışı istihdamın 211.000 artarak 135 milyona ulaşması dolardaki kayıpları sınırlayıcı bir faktör olmuştur. Bütün bu gelişmelerin etkisiyle 1,2210 – 1,2290 aralığında seyreden €/€ paritesi, ECB Başkanı Jen

Claude Trichet'nin Mayıs ayında faiz artırımını yapılmayacağı şeklinde algılanan açıklamaları nedeniyle 1,2200 seviyelerinden 1,2090'lara kadar gerilemiştir. ABD dış ticaret açığının Şubat'ta \$65,7 milyar'a inerek, \$67,5 milyar civarındaki beklentilerin altında kalması da dolara destek vermiştir. Kaynak kullanımındaki iyileşme ve enerji ve emtia fiyatlarındaki artışın yarattığı enflasyonist baskı dolayısıyla Mayıs ayında Fed'in faiz oranını 25 baz puan daha artırarak %5'e çıkarmasına kesin gözüyle bakan piyasa, Fed yetkililerinden gelen açıklamalar ve FOMC tutanakları doğrultusunda faiz artırımlarına Mayıs ayından sonra ara verileceği beklentisini satın almış, böylece parite 1,2340 düzeyine çıkmıştır. Bu arada Mart ayı tüketici fiyat endeksinin önceki aya göre %0,4,



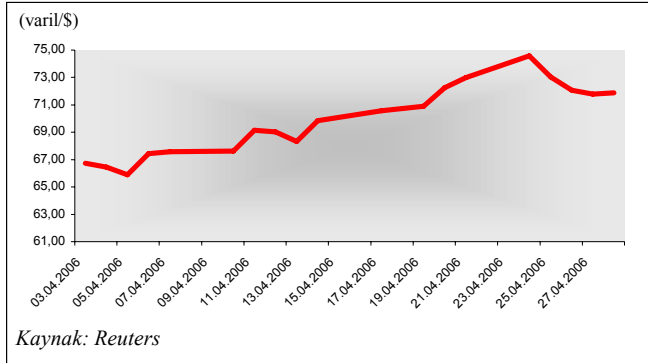
çekirdek tüketici fiyat endeksinin ise %0,2 olan beklentilerin üzerinde %0,3 oranında artması doların bir miktar toparlanmasına yol açsa da Fed toplantı tutanakları paritenin seyrinde daha etkili olmuştur. Bu arada ECB icra kurulu üyesi J.M.Gonzalez Paramo'nun faiz artışlarının hız kazanabileceği şeklindeki açıklaması euronun dolar karşısında son yedi ayın en yüksek seviyesi olan 1,2410'a çıkmasına neden olmuştur. Nisan ayının son haftasında açıklanan ABD ekonomisine ilişkin veriler €/ \$ piyasasında pek etkili olmamış, İsveç, Finlandiya ve Rusya Merkez Bankaları'nın, döviz rezervleri içinde euronun payını artıracaklarını açıklamaları uluslararası piyasalarda tedirginlik yaratmış, dolardaki değer kaybının 1,2525'e ulaşmasına neden olmuştur. Ardından, Fed Başkanı Bernanke'nin Kongrede yaptığı konuşmanın Fed'in Mayıs ayından sonra faiz artışlarına son vermesi ihtimalini güçlendirmesi ile birlikte parite 1,2630'lara kadar yükselmiştir. Bu gelişmeler ışığında yıl sonuna kadar paritenin 1,3500 seviyelerine çıkma olasılığı gündemdedir.



Japon Yen'i ise, Japon yatırımcıların Nisan ayında başlayan yeni mali yılda ülke dışındaki yüksek getirili aktiflere daha fazla yatırım yapacakları spekülasyonları nedeniyle uluslararası piyasada \$ ve € karşısında değer kaybetmiş, 117,80 seviyelerine inmiştir. Daha sonra, Japon Merkez Bankası'nın (BoJ) toplantısında beklentiler yönünde kısa vadeli faiz oranlarını %0 düzeyinde tutacağını açıklaması ile 118,60'e kadar gerilemiştir. Ancak BoJ'un Temmuz ayında faiz artırımını yapabileceğine dair beklentiler ve Fed'in faiz artırımına son vermesi ihtimali Yen'i 116,90 seviyesine çıkarmıştır. Fed Başkanı Bernanke'nin açıklamaları ve Japonya'da açıklanan bir dizi ekonomik verinin etkisiyle \$/Yen paritesi 114,10'a kadar gerilemiş, kar realizasyonlarının etkisiyle dalgalı bir seyir izlemiştir.

## ► Emtia Piyasası

### ▪ Petrol



Nisan ayının ilk haftalarında Batı ile İran arasında yaşanan gerginliğin yeniden tırmanması ve Nijerya'da yaşanan terörist eylemlerin arz kesintisi yaratması gibi olaylardan olumsuz etkilenen petrol fiyatları 7,5 aylık aradan sonra yeniden 70,85 dolar seviyesine yükselmiştir. Ay ortalarına doğru, ABD'de petrol stoklarının azalması ve ABD'nin İran'a müdahale yapacağı olasılığının artması fiyatların rekor kırarak 75 doların üzerine çıkmasına yol açmıştır. Fiyatlardaki yükselişte İran ve ABD arasındaki gerginlik en büyük etken olurken, doların zayıf seyri, arzın

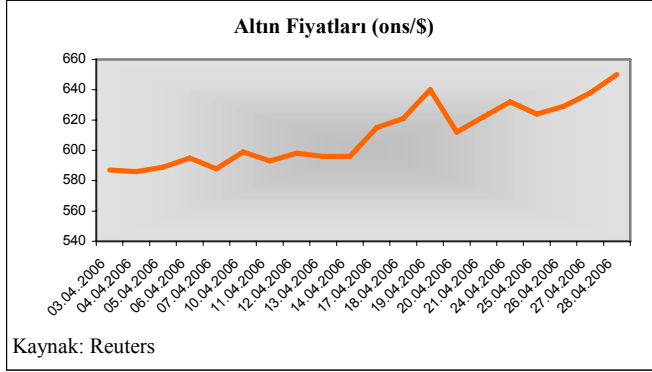
yazın yükselecek talebi karşılamayacağı beklentileri ve piyasada yatırım amaçlı petrol alımının artması yükselişi destekleyen diğer faktörler olmuştur.

Önümüzdeki dönem petrol talebinin azalmayacağı beklentilerine bağlı olarak petrol fiyatlarındaki yükselişin devam etmesi, iyi durum senaryosunda petrolün varil fiyatının 80 dolar, ABD'nin İran'a askeri müdahale yapması gibi kötü durum senaryosunda ise 100 dolar seviyesine çıkması beklenmektedir.

22 Nisan 2006 tarihli The Economist'de yer alan araştırmaya göre, cari fazla veren en büyük grup artık gelişmekte olan Asya değil, petrol ihracatçılarıdır. Petrol fiyatlarındaki artış petrol üreticisi ülkelerin gelirleriyle uluslararası alanda daha fazla söz sahibi olma konusunda elini güçlendirirken yeni süper güçlerin doğmasına yol açmaktadır. Yaşanan gelişmeler Rusya ve Venezüella'nın sahip oldukları enerji kaynaklarını uluslararası siyasette ağırlıklarını artırmak için kullanmaya başladıklarını göstermiştir. Petrol ihracatçısı ülkelerin verdiği cari fazlanın 2002 yılından bu yana dört kat artarak geçtiğimiz yıl 400 milyar dolara ulaştığı belirtilmiş, 2006 yılı sonunda bu rakamın 480 milyar dolara çıkması öngörülmüştür. Analistler, petrodolar olarak adlandırılan bu

paranın, petrol ithalatçısı ülkelere geri dönüşünün; ihracatçı ülkelerin daha fazla mal ve hizmet ithal etmesi ya da cari işlem fazlalarını küresel sermaye pazarına yatırmaları ile mümkün olacağı ifade edilmiştir. Bu durumun ABD'nin ve diğer ithalatçıların cari açıklarının finanse edilmesine yardımcı olabileceği vurgulanmıştır. The Economist ayrıca, ihracatçıların petrodolarlarını şimdiye kadar fazla kullanmadıkları için, bu kez petrol gelirlerinin ömrünün daha önceki petrol şoklarına kıyasla daha uzun olacağını belirtmiştir.

#### ▪ Altın ve Kıymetli Madenler



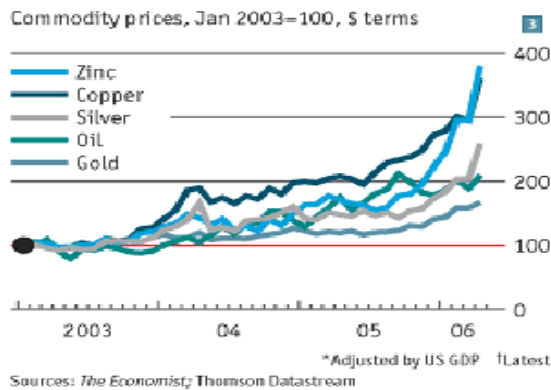
ABD ve İran arasında yaşanan gerginlikler ile birlikte petrol fiyatlarında yaşanan yükseliş altın ve diğer kıymetli madenlerin fiyatlarının rekor seviyelere çıkmasına yol açmıştır. Mart ayını 586,70 dolarla kapatan altın fiyatları, Nisan ayı içinde 600 Dolar seviyesini geçerek Aralık 1980'den bu yana en yüksek seviye olan ons başına 645 dolar düzeyine çıkmıştır. İran'la yaşanan gerginlik dışında fiyatları etkileyen diğer faktörler, Çin ve Hindistan'dan gelen aşırı talep, Uzakdoğu ve Rusya gibi ülkelerin merkez bankalarının altın rezervlerini artırma eğilimine girmesi ve daha fazla getiri arayışına giren

emeklilik fonlarının emtia piyasalarına yönelmesi olmuştur. Önümüzdeki dönem yukarıda belirtilen faktörlere de bağlı olarak fiyatlardaki yükselişin devam etmesi beklenmektedir.

Değerli madenler piyasası için danışmanlık yapan GFMS firması da ay içinde yayınladığı anketinde (Gold Survey 2006), mevcut koşulların devam etmesi durumunda altın fiyatlarının 1980'li yıllardaki fiyatların üzerine çıkarak ons başına 850 dolara ulaşacağı öngörüsünde bulunmuştur.

Altın fiyatlarının rekor seviyelere ulaşması, başta gümüş ve bakır olmak üzere diğer kıymetli madenlerin fiyatlarının da yükselmesine yol açmıştır. 1 ons gümüşün fiyatı son 23 yılın en yüksek seviyesi olan 12,90 dolar düzeyine çıkmıştır. Gümüş madeninin elektronik sektörü, yakıt hücreleri ve bazı enerji uygulamaları gibi alanlarda kullanılması nedeniyle gümüş fiyatlarının ekonomik büyümeyle beraber daha da artması beklenmektedir.

En çok işlem gören kıymetli madenlerden birisi olan bakırın fiyatı gelişmekte olan ülkelerden, özellikle Çin'den gelen aşırı talep ve stoklarla ilgili kaygılar nedeniyle rekor düzeye çıkmış, 1 ton bakırın fiyatı son 17 yılın zirvesi olan 7 bin dolara yaklaşmıştır. Dünyanın belli başlı bakır üreticilerinden Meksika ve Şili'de madencilik sektöründe yaşanan grevler üretimin azalacağı kaygılarını artırarak fiyatlardaki yükselişi desteklemiştir. Orta vadede, yüksek fiyatların bakıra olan talebi azaltması ve fiyatların düşmesi beklenmektedir.



15 Nisan 2006 tarihli The Economist'te yer alan analize göre, Çin ekonomisinin büyümeye başlamasıyla birlikte emtialara olan talebinin artması ve emtia üreticilerinin uzun bir süre düşük seviyede yatırım yapmasının arz yetersizliği oluşturması ve emtia piyasasında spekülasyonun fiyatların aşırı yükselmesine yol açmıştır. Analizde emtia fiyatlarındaki yükselişin beklendiği gibi aşırı enflasyona neden olmayacağı görüşüne yer verilmiştir. The Economist, global ekonomideki ısınmayla birlikte faiz oranlarının yükselmesi ve buna bağlı olarak tahvil getirilerinin artmasıyla birlikte, önümüzdeki dönem emtia piyasasına yapılan yatırımların tahvil piyasasına kayacağını öngörmüştür.

▪ Eurobond ve Eurotahvil Piyasaları

*Gelişmekte Olan Ülke Tahvilleri*

Ülke	Vade	Getiri (%)	Fiyat
Türkiye	01.30	7,23	152,188
Brezilya	08.40	6,81	128.375
Arjantin	12.33	8,35	99.188
Meksika	04.33	6.77	108.875
Rusya	03.30	6,14	108.188

Nisan ayı başında ABD’de açıklanan verilerin enflasyonist baskıların arttığına işaret etmesi, ABD Merkez Bankası’nın (Fed) faiz artışı eğiliminin beklenenden uzun sürebileceği endişesi yaratmış ve gelişmekte olan ülke tahvillerinin bir miktar değer kaybetmesine yol açmıştır. 2030 vadeli Türkiye tahvilinin fiyatı 151.875 seviyelerini görürken, 2040 vadeli Brezilya

tahvilinin fiyatı 127.563/127.688 aralığına inmiştir. Ay ortasında, ABD uzun vadeli tahvil getirilerinin son dört yıldır ilk kez % 5’in üstüne çıkması da gelişmekte olan ülke tahvillerinde satışların yoğunlaşması neden olan bir diğer unsur olmuştur. Yoğun satışlarla birlikte, 2030 vadeli Türkiye tahvilinin fiyatı 151.438, Brezilya tahvilinin fiyatı ise 127.750 seviyelerine düşmüştür. Fed Başkanı’nın ay sonunda yaptığı açıklamalar faiz artışında sonlara geldiği düşüncesinin ağırlık kazanmasına neden olurken, gelişmekte olan ülke tahvillerinin fiyatları da yeniden yükselme eğilimine girmiştir.

	24 Mart	28 Nisan	Değişim (%)
EMBI+	202	178	11,8
Türkiye	184	171	7,0
Brezilya	234	218	6,8
Arjantin	356	314	11,8
Meksika	134	122	8,9
Rusya	110	100	9,0

*Kaynak: IMF*

Önümüzdeki ay başında gerçekleşecek Avrupa Merkez Bankası (ECB) ve ABD Merkez Bankası (Fed) toplantıları, gelişmekte olan ülke tahvilleri açısından büyük önem taşımakta olup, Fed’in bu toplantıda faiz oranını %5’e yükseltmesi ve bu nedenle gelişmekte olan ülke tahvilleri üzerinde satış baskısı ortaya çıkması beklenmektedir.

► *Dünya Borsaları*

Ülke	31 Mart	28 Nisan	(%) Değişim
NASDAQ (ABD)	2.342	2.322	-0,85
DOW JONES (ABD)	11.350	11.367	0,15
NİKKEİ (JAPONYA)	17.059	16.906	-0,90
DAX (ALMANYA)	5.970	6.009	0,65
BOVESPA (BREZİLYA)	37.705	40.363	7,05
MERVAL (ARJANTİN)	1.798	1.908	6,12
MEKSİKA (IPC)	19.146	20.646	7,83

Ay başında açıklanan imalat sektörü verilerinin ekonominin yavaşlamakta olduğu yönünde endişeler yaratmasıyla karışık seyreden ABD borsaları farklı sektörlerle ilgili haberler ve veriler doğrultusunda hareket etmiştir. Ay ortalarına doğru petrol ve diğer emtia fiyatlarındaki hızlı yükselişin enflasyonda artışa ve tüketiciler ile şirketlerin harcamalarını kısımlarına yol açacağı ve Fed’in faiz artışlarının ekonomik büyümeye engel olacağı endişeleri Dow Jones ve Nasdaq endekslerini düşürmüştür. Daha sonra başta

finans ve teknoloji şirketleri olmak üzere şirketlerden gelecek yüksek kar açıklamaları beklentisinden olumlu etkilenen borsalar, Fed’in faiz artırımı sürecinin sonuna yaklaşıldığını açıklamasıyla yükselişe geçmiştir. Ay sonunda açıklanan konut satışları ve tüketici güven endekslerinin beklentilerin üzerine çıkmasının, faiz oranı artışlarına gerekçe olması ihtimali yüksek kar açıklamalarını gölgede bırakarak borsaların düşüşle kapanmalarına neden olmuştur. Dow Jones endeksi Nisan ayında Mart ayına göre %0,15 değer kazanırken, Nasdaq endeksi %0,85 düşmüştür.

Tokyo Borsası ay başında açıklanan Tankan araştırmasının sonuçlarından olumlu etkilenmiş, ABD faiz oranlarında artış ihtimali şirketlerin kredi maliyetlerini yükselteceği için bilhassa ihracatçı firmaların hisselerini olumsuz etkilemiştir. Ayrıca şirket haberleri, sektörel bazda kayıplara yol açmıştır. Fed’in faiz artırımlarıyla

ilgili açıklamalarının faiz endişelerini gidermesine rağmen, Çin'in faiz oranını yükseltmesi Nikkei endeksini aşağı çekmiştir.

Gelişmekte olan ülke borsalarında Nisan ayında yaşanan gelişmeler incelendiğinde; 10 yıllık ve 30 yıllık ABD bono faizlerinde yaşanan yükselişin bu ülke borsalarının hızını bir miktar azalttığı ancak ay sonuna doğru ibrenin tekrar yukarı döndüğü görülmektedir. Brezilya ve Arjantin'de yaşanan yolsuzluk olayları, Türkiye'de Merkez Bankası Başkanı'nın kim olacağı konusundaki belirsizlik bu ülkelerin borsalarını geçici de olsa olumsuz etkilemiştir. Rusya borsası artan cari işlemler fazlası ve yükselen petrol fiyatlarından olumlu etkilenmeye bu ay da devam etmiştir. 4 Mayıs'ta yapılacak ECB toplantısı ve ardından 10 Mayıs'taki Fed toplantısı kısa vadede gelişmekte olan ülke borsalarını etkileyebilecek en önemli unsurlar olarak görünmektedir.

Gelişmiş Ülke Borsaları Ne Kadar Kazandı		Gelişmekte Olan Ülke Borsaları Ne Kadar Kazandı	
Ülke	Yılbaşından bu yana dolar bazında (%)	Ülke	Yılbaşından bu yana dolar bazında (%)
<b>ABD (Dow Jones)</b>	<b>4,6</b>	<b>Türkiye</b>	<b>6,1</b>
<b>ABD (Nasdaq)</b>	<b>6,0</b>	<b>Brezilya</b>	<b>17,3</b>
<b>Almanya</b>	<b>11,2</b>	<b>Arjantin</b>	<b>14,9</b>
<b>Fransa (SBF 250)</b>	<b>12,7</b>	<b>Meksika</b>	<b>4,2</b>
<b>İngiltere</b>	<b>7,1</b>	<b>Rusya</b>	<b>23,6</b>
<b>İspanya</b>	<b>12,8</b>	<b>Çin</b>	<b>12,7</b>
<b>Japonya (Nikkei)</b>	<b>5,0</b>	<b>Hindistan</b>	<b>19,9</b>

The Economist dergisi tarafından yapılan analizde, bu yılın ilk çeyreğinden itibaren petrol fiyatlarındaki yükselişe ve faiz oranlarındaki genel artış eğilimine rağmen global ekonomide büyümenin sürdüğü ve borsaların kazandırmaya devam ettiği belirtilmiştir. Yandaki tabloda The Economist'in baz aldığı 25 gelişmekte olan ülkeden yedi tanesi yer almaktadır. Analizde borsaların yükselişe neden olan faktörler; güçlü borsalardaki yükselişlerin diğerlerini de olumlu etkilemesi, Japon ekonomisinin 15 yıllık durgunluktan sonra büyümeye başlaması ve

2006 yılında büyümeye devam edeceği beklentisinin uluslararası piyasalara moral vermesi, Çin'in para birimi Yuan'ın değerinin yükseltilmesi yönünde attığı adımlar ve Fed'in son faiz artırım kararından sonra beklentilerin tersine gelişmekte olan ülke piyasalarına fon girişinin azalmaması olarak sıralanmıştır.

## Global Dengesizlikler: ABD Cari Açığı ve Petrol Fiyatlarındaki Artış

IMF'nin Dünya Ekonomik Görünüm Raporu'nda da petrol fiyatları ile ilgili yapılan analizde, petrol fiyatlarındaki artış ile ABD cari açıkları arasındaki ilişki global dengesizlikler çerçevesinde ele alınmıştır. Raporun vurguları itibarıyla, son bir kaç yıldır uluslararası global dengesizliklere damgasını vuran iki ana gelişme bulunmaktadır. Bunlar ABD'nin cari açıklarındaki artış ve petrol fiyatlarındaki artıştır.

### Petrol Fiyatları ve ABD'nin Cari Açığı

	Petrol fiyatları	ABD		
		Cari açık	GSYİH	Cari Açık /GSYİH
2000	28,43	-415,9	9817,0	4,2
2001	19,38	-389,4	9890,7	3,9
2002	29,46	-475,2	10048,8	4,7
2003	32,51	-519,6	10320,6	5,0
2004	43,36	-668,1	10755,7	6,2
2005	60,00	-804,9	11131,1	7,2

Kaynak: IMF

Raporda, global dengesizliklerin yapısının geçmişle kıyaslandığında önemli bir farklılık gösterdiği belirtilmektedir. Buna göre, 1970'lerdeki petrol şoku dönemlerinde büyük ölçekli dış açıklar petrol ihracatçısı olmayan ülkelere kaynaklanırken; 2002 sonrası yaşanan petrol şoku döneminde ABD'nin dış açıkları önemli bir faktör olarak ortaya çıkmaktadır. ABD'nin dünya ekonomisindeki payı dikkate alındığında 2002 sonrası dönemde yaşanan fiyat artışları dünya ekonomisinin geneline ilişkin endişeleri arttırmaktadır.

Bu çerçevede ele alındığında üç temel soru ortaya çıkmaktadır:

- Petrol ihracatçısı ülkelerin, petrol gelirlerindeki artışı harcama davranışları geçmişteki petrol şokları ile karşılaştırıldığında farklılık göstermekte midir?
- Petrol ihracatçısı ülkeler petrol gelirlerindeki artışın önemli bir kısmını tasarruf ediyorlarsa, bu tasarrufların uluslararası fon havuzuna yönelişi nasıl olacak ve bunların plasman biçimleri uluslararası likidite koşullarını nasıl etkileyecek?
- Daha önceki soruların doğal bir uzantısı olarak, petrol fiyatlarındaki artışın ABD faiz oranları ve gelişmekte olan ülkelerin tahvil spreadleri üzerindeki etkisi ne olacak?

1- IMF'nin raporunda birinci soruya şu biçimde cevap verilmektedir.

OPEC üyesi ülkelerin petrol gelirlerinin Dünya GSYİH'sı içindeki payı azalmasına rağmen (1974 ve 1979 'da yaklaşık % 2 iken; 2003 yılında yaklaşık %1,1) petrol ihracatçısı ülkelerin elde ettiği gelirlerin düzeyi 2005 yılında, 2003 yılına göre iki kat artarak 500 milyar dolara ulaşmıştır. Bu açıdan bakıldığında temel soru şöyle formüle edilebilir: Acaba petrol ihracatçısı ülkelerin petrol gelirlerini harcama hızları ne olacak? Petrol gelirlerini harcama hızları hem global dengesizlikler üzerindeki etkisi açısından hem de kendi ülkelerindeki yurt içi ekonomik gelişmeler açısından son derece önemli görünmektedir. Bu açıdan IMF raporunda petrol ihracatçısı ülkelerin gelirlerini harcama davranışları geçmişle kıyaslanmaktadır. Bu kıyaslamalardan ikisi kabaca yapılan kıyaslamalar olup genel bilgi verici mahiyettedir. Buna göre;

- Mevcut koşullarda petrol gelirlerinin harcama oranı daha önceki petrol şoku dönemleriyle kıyaslandığında daha yüksektir. Petrol üreticisi ülkelerin yaptığı toplam ithalatın petrol ihracatına oranı 1974'de %38, 1979'da %75 iken 2004 yılı itibarıyla %90'dır.
- Petrolden elde edilen gelir itibarıyla marjinal ithalat eğilimine bakıldığında 1973-1975 döneminde marjinal ithalat eğilimi 0,52 iken, 1978-1981 döneminde 0,42 ve 2003-2005 döneminde ise 0,24'dür. Yani geçmişteki şoklarla karşılaştırıldığında marjinal ithalat eğilimi daha düşük görünmektedir.

2-İkinci soruyla ilgili olarak IMF raporunda şu saptama yapılmaktadır: Uluslararası finansal sistemin yapısı zaman içinde önemli bir değişime uğramış, sermaye piyasalarına dayalı finansal yapı bankacılık sistemine dayalı finansal yapının yerini almıştır. Yani petro-dolarlar itibarıyla oluşan fon fazlaları piyasa mekanizmasının işleyişine dayalı bir sistem içinde plase edilmekte dolayısıyla küçük ölçekli finansal araçların fonların plasmanındaki rolü giderek azalmakta; fonların plasmanları daha çok alıcı ve satıcıların katılımı ile gerçekleşmektedir.

3-Üçüncü soru itibarıyla bakıldığında raporda Warnock ve Warnock (2006) çalışmasından hareketle şu saptamalar yapılmaktadır: ABD'ye yönelik sermaye akımları ABD faiz oranlarını düşürücü etki yapmaktadır. Mayıs 2005'e kadar olan 12 aylık dönemde ABD'ye yönelik sermaye akımları 10 yıllık ABD tahvil faiz oranını 86 baz puan düşürücü etki yapmıştır. Söz konusu çalışmaya göre, petrol ihraç eden ülkeler cari fazlalarının üçte birini ABD tahvillerine yatırması durumunda

son iki yıllık dönemde petrol fiyatlarındaki artış ABD faiz oranını % 0,33 düşürücü etki yapması söz konusu olacaktı. Raporunda petrol dolarları nedeniyle ABD'ye yönelecek sermaye akımlarının ABD faiz oranını düşürücü etki yapacağı belirtilmekle birlikte bu etkinin istatistiki olarak ölçümü çok kolay görünmemektedir. Çünkü petrol ihracatçısı ülkelerden ABD tahvillerine yönelen fonların hacmiyle ilgili spesifik bir data seti bulunmamaktadır. Gelişmekte olan ülkeler açısından bakıldığında raporda şu saptama yapılmaktadır. Petrol fiyatlarındaki artış petrol ihracatçısı olmayan gelişmekte olan ülkelerin cari açıklarını arttıracak; cari açık bu ülkelerin kredi notu ve görünümünün değerlendirilmesinde çok önemli olduğu için gelişmekte olan ülkelerin tahvil spreadleri artacaktır. Ancak petrol ihracatçısı ülkelerin cari fazlalarının bir kısmını gelişmekte olan ülke tahvillerine plase etmeleri, bu ülkelerin tahvillerinin fiyatını arttırarak tahvil spreadlerinin düşmesine yol açacaktır. Dolayısıyla ortaya çıkacak sonuç hangi etkinin dominant olduğuna bağlıdır.

Petrol ihracatçısı ülkelerin elde ettikleri gelirlerin global piyasalardaki faizler üzerindeki olası etkilerini ABD ve diğer ülkeler açısından değerlendirirken aşağıdaki gelişmeleri de göz önünde bulundurmakta fayda vardır:

- ✓ ABD'de 2005 yılında ve 2006'nın ilk aylarında kısa ve orta vade için faiz oranları para politikasının sıkılaşmasıyla birlikte artmış, buna karşılık uzun vadeli faiz oranlarında düşüş gözlenmiştir. Bu durum getiri eğrisinin yatay bir seyir izlemesine, hatta negatif bir eğilim kazanmaya başlamasına neden olmuştur.
- ✓ ABD Merkez Bankası (FED) Başkanı Bernanke Mart ayında New York Economic Club tarafından düzenlenen bir toplantıda yaptığı konuşmada bu gelişmenin sebepleri olarak şunları ortaya koymuştur:
  - Uzun vadede enflasyon beklentisinin düşmesi dolayısıyla uzun vadeli tahvil talebinin artarak, fiyatlarının yükselip faizlerinin düşmesi,
  - Global düzeyde planlanan tasarrufların planlanan yatırımlardan fazla olması,
  - ABD Hazinesi'nin uzun vadeli tahvil ihracatının azalmış olması,
  - Emeklilik sigortası şirketlerinin portföylerinde uzun vadeli tahvillere ağırlık vermeleri,
  - Asya ülkeleri başta olmak üzere bazı ülkelerin ABD doları cinsinden rezervlerini arttırmaları,
  - Belirsizliği azalan istikrarlı bir enflasyon, enflasyon beklentilerinin merkez bankası hedeflerine yakınsaması, makroekonomik değişkenlerin oynaklığının azalmış olması ve bu azalma eğiliminin devam edeceği beklentisi.

ABD kongresine sunulan para politikası raporunda (Şubat 2006) yer alan ifadeler Bernanke'nin görüşlerini destekler niteliktedir. Raporunda şu hususlar belirtilmiştir:

- ✓ Federal Açık Piyasa Komitesi (FOMC) kaynak kullanımındaki muhtemel artışların ve enerji maliyetlerinin enflasyonist baskıları artırma potansiyeli bulunduğunu ve izleyen dönemlerde de para politikasında sıkılaştırmaya gerek duyulabileceğini belirtmiştir.
- ✓ Komite üyelerinin 2006 reel GSYİH artış tahminleri genel olarak %3,5 civarındadır. İşsizlik oranının %4,75 ile %5 arasında olması beklenirken, çekirdek kişisel tüketim harcamaları endeksinin yaklaşık olarak %2 olacağı tahmin edilmektedir.
- ✓ Daraltıcı para politikası uygulamasına rağmen GSYİH artış oranının, uzun dönem artış oranı ortalamasından sapma göstermemesi; çekirdek tüketici fiyatlarının 2006 yılında artan enerji maliyetleri dolayısıyla yukarı yönlü baskı altında bulunması, fakat bu baskının yıl boyunca azalarak işgücü verimliliğindeki artışın maliyet artışlarını sınırlaması beklenmektedir.
- ✓ ABD Merkez Bankası (FED) Başkanı Bernanke'nin global piyasalar ile ilgili yaptığı saptamalardan hareketle kısa ve uzun vadeli faiz oranları arasındaki ilişki dünyadaki diğer iki önemli ekonomi açısından kabaca değerlendirilebilir. Aşağıdaki tablodan görülebileceği gibi, Euro bölgesinde de uzun vadeli faiz oranları kısa vadeli faiz oranlarına yaklaşma eğilimindeyken Japonya'da durum böyle değildir.

#### ABD, Euro Bölgesi ve Japonya'da Kısa ve Uzun Vadeli Faiz Oranları

	Üç Aylık faiz oranı (%)			10 Yıllık Faiz Oranı (%)		
	Euro Bölgesi	ABD	Japonya	Euro Bölgesi	ABD	Japonya
2003	2,33	1,22	0,06	4,16	4,00	0,99
2004	2,11	1,62	0,05	4,14	4,26	1,50
2005	2,18	3,56	0,06	3,44	4,28	1,39
2006	2,61	4,76	0,08	3,56	4,57	1,58

MAKROEKONOMİK GÖSTERGELER				
	2004	2005	En Son Yayınlanan	2006 HEDEF
GSMH (Cari Fiyatlarla, Milyon YTL)	430.511	487.202		536.259
GSMH (Cari Fiyatlarla, Milyar Dolar)	300.6	361.5		364.9
Kişi Başına GSMH	4.187	5.016		4.981
GSMH Büyüme Oranı (%)	8,9	7,4		5,0
Sanayi Üretim Endeksi Değişim Oranı (%)	9,9	5,3	5,0	(Şubat-2006)
Kapasite Kullanım Oranı	81,5	80,3	80,8	(Mart-2006)
İşsizlik Oranı	10,3	10,3	11,8	(Ocak-2006)
<b>Fiyat Gelişmeleri</b>				
TÜFE (Yıllık % Değişim)	9,32	7,72	8,83	(Nisan 2006)
ÜFE (Yıllık % Değişim)	13,84	2,66	4,96	(Nisan 2006)
<b>Parasal Göstergeler (Milyon YTL)</b>				
M1	28.793	41.759	40.804	(14.04.2006 Geçici)
M2	108.539	153.146	166.512	(14.04.2006 Geçici)
M2Y	184.404	229.587	242.640	(14.04.2006 Geçici)
Emisyon	13.465	19.612	21.281	(01.05.2006)
TCMB Brüt Döviz Rezervleri (Milyon \$)	36.006	48.320	59.670	(21.04.2006)
<b>Döviz Kuru</b>				
Dolar/YTL	1,3421	1,3430	1,3220	(02.05.2006)
Euro/YTL	1,8268	1,5904	1,6686	(02.05.2006)
Kur Sepeti (1\$+0.77Euro)	2,7487	2,5676	2,6068	(02.05.2006)
Euro/Dolar	1,3612	1,1842	1,2622	(02.05.2006)
Dolar/Yen	102.68	117.88	113.79	(28.04.2006)
TÜFE Bazlı Reel Kur Endeksi	140.60	171.20	172.40	(03-2006)
<b>Faiz Oranları</b>				
TCMB O/N (Borç Alma)	18,00	13,50	13,25	
TRILIBOR O/N	20,18	15,08	13,56	(02.05.2006)
<b>Ödemeler Dengesi (Milyon \$)</b>				
Cari İşlemler Açığı	-15.543	-22.852	-5.918	(Ocak - Şubat)
İthalat	97.540	116.048	29.122	(Ocak - Mart)
İhracat	63.167	73.122	17.984	(Ocak - Mart)
Dış Ticaret Açığı	-34.373	-42.926	-11.138	(Ocak - Mart)
<b>Kamu Ekonomisi (Milyon YTL)</b>				
Bütçe Gelirleri	110.720	134.819	37.788	(Ocak - Mart)
Bütçe Giderleri	141.020	144.562	39.375	(Ocak - Mart)
Bütçe Açığı	-30.300	-9.743	-1.050	(Ocak - Mart)
Faiz Dışı Fazla	26.188	35.936	10.232	(Ocak - Mart)
<b>Borç Stoku Göstergeleri (Milyar \$)</b>				
Merkezi Yönetim İç Borç Stoku	167.3	182.4	183.5	(Mart-2006)
Merkezi Yönetim Dış Borç Stoku	68.5	64.6	65.6	(Mart-2006)
Kamu Net Borç Stoku	272.2	271.5		
<b>İMKB</b>				
İMKB-100	24.971	39.777	44.251	(05.05.2006)

TÜRK BANKACILIK SEKTÖRÜ				
( Milyon YTL )	2004	2005	Oca.06	Şub.06
Toplam Aktif	306.464	396.962	385.642	396.839
Nakit Rezervler	32.867	46.751	39.777	40.500
Krediler	99.396	149.937	150.169	155.806
Menkul Değerler Portföyü	123.680	143.016	143.365	146.778
Mevduat	191.065	243.121	239.752	247.942
Mevduat Dışı Kaynaklar	70.423	100.108	90.729	92.212
Özkaynaklar	45.975	53.733	55.161	56.685
Net Dönem Karı	6.337	5.711	809	1.690

ULUSLARARASI EKONOMİK GÖSTERGELER				
	2004	2005	En Son Yayınlanan	
Uluslararası Piyasalar				
Altın (ons) \$	438.00	513.70	651.80	(Nisan 2006)
Petrol (Varil) \$	40.40	58.70	72.57	(Nisan 2006)
Borsa Endeksleri				
NASDAQ (ABD)	2.175	2.232	2.322	(Nisan 2006)
DOW JONES (ABD)	10.783	10.888	11.367	(Nisan 2006)
NİKKEİ (JAPONYA)	11.488	14.872	16.906	(Nisan 2006)
DAX (ALMANYA)	4.256	5.193	6.009	(Nisan 2006)
BOVESPA (BREZİLYA)	29.196	31.916	40.363	(Nisan 2006)
MERVAL (ARJANTİN)	1.375	1.554	1.908	(Nisan 2006)
ABD 10 Yıllık Hazine Tahvili Getirisi (%)	4,220	4,390	5,057	(28.04.2006)
Türkiye 2030 Vadeli Eurobond Getirisi (%)	8,720	7,130	7,396	(28.04.2006)
Eurobond Spread'leri (Puan)				
Türkiye		214	178	(Nisan 2006)
Arjantin		498	314	(Nisan 2006)
Rusya		109	100	(Nisan 2006)
Brezilya		285	218	(Nisan 2006)
Meksika		123	122	(Nisan 2006)

#### Ekonomik Araştırmalar Birimi

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

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