

EKONOMİK GÖRÜNÜM

OCAK 2007

REEL SEKTÖR

► 2006 Yılı III. Çeyrek GSYİH Sonuçları

	Üretim Yöntemine Göre GSYİH Özet Sonuçları			
	Cari Fiyatlarla Milyar ABD Doları	Gelişme Hızı (%)	Sabit Fiyatlarla (Milyon YTL)	Gelişme Hızı (%)
GSYİH				
2005-III	111.4	22,1	45.5	7,7
2005-IV	97.9	18,3	36.6	9,5
2005 Yıllık	361.5	20,3	146.8	7,4
2006-I	80.5	12,7	31.9	6,5
2006-II	91.8	13,7	37.5	7,8
2006-III	117.8	5,8	47.0	3,4
2006 Dokuz Aylık	290.1	10,1	116.4	5,6

Kaynak : TÜİK

dalgalanma sonucunda ekonomik beklentilerdeki bozulmayla birlikte ekonomik faaliyette ve büyüme performansında bir yavaşlama beklenen bir durumdu. Ancak büyümeyle ilgili öncü sayılabilecek göstergeler, büyümenin yönü hakkında kesin bir işaret vermese de, büyümedeki yavaşlamanın çok keskin olmayacağı yorumunu yapmaya elverişli idi.

Sektörler itibarıyla incelendiğinde, GSYİH büyümesinin bu denli düşük gerçekleşmesinde tarımdaki gerilemenin ve ticaret ile ulaştırma-haberleşme sektörlerindeki düşük oranlı büyüme performansının etkili olduğu görülmektedir. Sanayi sektöründeki görece yüksek büyüme oranı, ticaret ve ulaştırma-haberleşme sektörlerinde canlılık sağlayamamıştır. İnşaat sektöründe ise büyüme, başlanan projelerin bitirilmesi çabasıyla sürmektedir.

Harcamalar itibarıyla incelendiğinde ise düşük büyüme performansında, toplam harcamaların %65,2'sini oluşturan özel nihai tüketim harcamalarının 2002'den itibaren geçen 19 çeyreklik dönemde 2002'nin ilk çeyreğindeki %1,9'luk gerilemeden sonra en düşük oranda büyümesinin etkili olduğu görülmektedir. Özel sektörün makine ve teçhizat yatırımlarındaki yavaşlama da büyüme oranının düşmesine neden olan bir diğer faktördür.

Büyüme Hızları (%)
(1987 Fiyatlarıyla)

	2005 III. Çeyrek	2006 III. Çeyrek	2005 Dokuz Aylık	2006 Dokuz Aylık
Üretim Yönünden				
Tarım	7,5	-2,0	7,3	-1,2
Sanayi	5,7	6,4	5,3	7,3
Hizmetler	8,5	4,4	7,3	5,9
Harcamalar Yönünden				
Özel Tüketim	10,4	1,3	6,4	6,2
Özel Yatırım	29,0	13,0	18,9	18,8
Mal ve Hizmet İhracatı	3,9	5,7	7,7	4,1
Mal ve Hizmet İthalatı	11,2	1,7	10,2	6,6
GSYİH	7,7	3,4	6,7	5,6
GSMH	8,0	3,0	6,8	5,7

Kaynak : TÜİK

Yılın üçüncü çeyreğinde sanayi ve inşaat sektörlerinin büyümesi, büyüme oranını yükseltirken, tarım sektöründeki negatif büyüme ve inşaat haricindeki hizmetler sektöründe gerçekleşen düşük büyüme oranları GSYİH büyümesinin sınırlı kalmasına neden olmuştur. Tarım sektöründeki %2'lik gerileme haricinde diğer sektörlerde büyüme sürmüştür. Tarım sektöründeki daralmada, geçen yıl gerçekleşen yüksek üretim artışının yarattığı baz etkisinin de rolü olduğu görülürken, sektördeki bu gerileme büyüme oranını 0,4 puan aşağı çekmiştir. 2002 yılından itibaren geçen 18 çeyrekte ortalama %8,2 büyüyen sanayi sektörü, yılın üçüncü çeyreğinde %6,4 büyüyerek, büyümeye 1,6 puan katkı yapmıştır. Sanayi sektöründeki büyüme çok keskin bir yavaşlamaya işaret etmese de, söz konusu sektördeki büyümenin ticaret ve ulaştırma-haberleşme sektörlerinde canlılık sağlayamaması hizmetler sektöründeki büyümenin de sınırlı kalmasına neden olmuştur. Ticaret sektörü %3,7 büyürken, ulaştırma ve haberleşme sektörü %0,9 oranında büyüebilmiştir. GSYİH içerisinde %23,6 oranında payı olan ticaret sektörünün söz konusu dönemdeki büyümesi, 2002'den bu yana geçen 19 çeyrekte görülen en düşük büyüme oranı olup, sektörün büyümeye katkısı 0,9 puanla sınırlı kalmıştır. 2002'den bu yana en düşük büyüme oranının görüldüğü diğer bir sektör olan ulaştırma-haberleşme sektörünün büyümeye katkısı ise 0,1 puan olarak gerçekleşmiştir. İnşaat sektörü yılın üçüncü çeyreğinde de yüksek oranda büyümüş ve büyümeye 0,8 puan katkı sağlamıştır. Piyasalarda yaşanan dalgalanma sonrasında kurlardaki yükseliş ve beklentilerdeki bozulmayla birlikte, özellikle yatırım malı ve tüketim mallarında ciddi oranda olmak üzere ithalattaki gerileme, ithalat vergilerindeki büyümenin de 2002'den bu yana geçen çeyrekler içerisinde en düşük düzeyde gerçekleşmesine neden olmuştur. İthalat vergilerinin büyümeye katkısı 0,2 puan olmuştur. GSYİH içerisinde toplam ağırlıkları %8,1 olan mali kuruluşlar, konut sahipliği, serbest meslek ve hizmetler, devlet hizmetleri gibi alanlarda dikkat çekici bir gelişme gözlenmemekte olup, bu sektörlerin büyümeye toplam katkıları 0,2 puan olarak gerçekleşmiştir.

Harcamalar tarafından bakıldığında, 2006 yılının üçüncü çeyreğinde dayanıklı tüketim malı harcamaları, gıda ve içki harcamaları ile kamu kesiminin makine-teçhizat yatırımları büyümesinin gerilediği, devletin tüketim harcamaları dışındaki kalemlerde de büyümenin yavaşladığı görülmektedir. Söz konusu dönemde harcamalar içinde %65,2 oranında payı olan özel nihai tüketim harcamaları %1,3 büyüyerek büyümeye 0,8 puan katkı yapmıştır. Bu sınırlı büyümede, özel tüketim içerisindeki toplam payları %57 olan gıda ve içki ile dayanıklı tüketim malları harcamalarının sırasıyla %1,1 ve %8,9 oranında gerilemesi etkili olmuştur. Gıda, içki ve dayanıklı tüketim malları harcamalarının gerilemesi, GSYİH büyümesini sırasıyla 0,3 ve 1,1 puan daraltmıştır. Faiz oranlarındaki yükselişle birlikte, faize duyarlı bir harcama kalemi olan dayanıklı tüketim malları harcamasının önemli ölçüde kısıldığı görülmektedir. Beklentilerdeki bozulmayla birlikte gıda harcamalarının da gerilemesi dikkat çekicidir. Yarı dayanıklı ve dayanıksız tüketim malları harcamaları büyümesinin ise sürdüğü ve GSYİH büyümesine 1,7 puan katkı yaptığı görülmektedir. Özel nihai tüketim harcamaları içerisinde yer alan enerji, ulaştırma, haberleşme, hizmetler ve konut sahipliği kalemlerinde de büyüme önemli oranda gerilemiş, söz konusu kalemlerin büyümeye toplam katkıları 0,4 puan olmuştur.

Devletin nihai tüketim harcamaları büyümesi bir önceki döneme göre yavaşlamış görünse de, 2002'den itibaren çeyrek dönemler itibariyle gelişimi incelendiğinde 2006'nın II. çeyreğindeki %18'lik büyümeden sonra %15,4 ile en yüksek büyüme kaydedilmiştir. Bu büyüme oranı ile devlet harcamalarının büyümeye katkısı 0,8 puan olarak gerçekleşmiştir. Maaş ücret harcamaları büyümesi %1,9'la büyümeye 0,1 puan katkı yapmış, diğer cari harcamalar ise %32,3 oranında büyüyerek büyümeye 0,7 puan katkı yapmıştır.

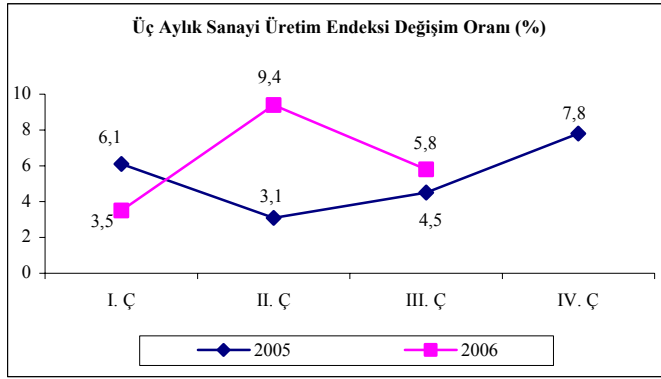
Gayri safi sabit sermaye yatırımları büyümesi %9,4 olarak gerçekleşmiş ve büyümeye 2,2 puan katkı yapmıştır. Kamu sektörünün yatırımları %5,6 oranında gerileyerek büyümeye 0,3 puan daraltıcı etki yaparken, özel sektör büyümesi %13 oranında gerçekleşmiş ve bunun büyümeye katkısı 2,5 puan olarak gerçekleşmiştir. Özel sektörün yatırımları artmaya devam ederken, dikkat çekici olan söz konusu büyümenin 2003'ten bu yana geçen çeyrek dönemlerde 2005'in ilk çeyreğinden sonra gerçekleşen en düşük büyüme oranı olması ve bunun sebebinin de özel sektörün yatırımları içerisinde %61 oranında payı olan makine teçhizat yatırımlarının önceki dönemlere

kıyasla önemli oranda yavaşlayarak %4,8 oranında büyümesidir. Özel sektörün konut yatırımları ise yüksek oranda büyümeye devam etmektedir.

Üçüncü çeyrek büyüme verilerinde dikkat çekici diğer bir gelişme de stok değişmelerinin -675 bin YTL olarak gerçekleşmesidir. Sanayide büyüme sürerken ve tüketim gerilerken stoklarda artışın olmaması ve fiziki bir unsur olan stokların negatif düzeyde açıklanması, önümüzdeki dönemlerde yapılacak bir düzeltmenin işareti olarak algılanabilmektedir.

Piyasalarda yaşanan dalgalanmanın ardından YTL'nin değer kaybetmesinin etkisiyle ihracattaki büyüme önceki dönemlere göre daha yüksek düzeyde gerçekleşmiş, ithalat ise daha düşük oranda büyümüştür. Böylece, net mal ve hizmet ihracatının büyüme katkısı 1,7 puan olmuştur.

► Üçüncü Çeyrek Sanayi Üretim Endeksi



Sanayi üretim endeksi (1997=100), yılın üçüncü üç aylık döneminde bir önceki yılın aynı dönemine göre %5,8 oranında artarak 142,7 olarak gerçekleşmiştir. Sanayi üretim endeksinin gelişimi, geçen yılın aynı dönemine ve bu yılın ilk üç aylık dönemine göre yüksek bir oranda gerçekleşse de, yılın ikinci çeyreğindeki %9,4'lük artışın gerisinde kalmıştır. Bu gelişme, piyasalarda yaşanan dalgalanmanın ve geçen yılın aynı döneminde sanayi üretim endeksinin yılın ikinci çeyreğine göre yüksek bir düzeyde olmasının yarattığı

baz etkisiyle açıklanabilmektedir.

İKTİSADİ FAALİYET KOLLARI	2006 ÜÇÜNCÜ ÇEYREK		2005 ÜÇÜNCÜ ÇEYREK	
	Endeks	Değişim	Endeks	Değişim
Toplam Sanayi	142,7	5,8	134,9	4,5
Madencilik Sektörü	113,9	9,0	104,5	2,3
İmalat Sanayi Sektörü	140,9	5,2	133,9	4,1
Elektrik, Gaz ve Su Sektörü	179,2	9,3	163,9	8,4

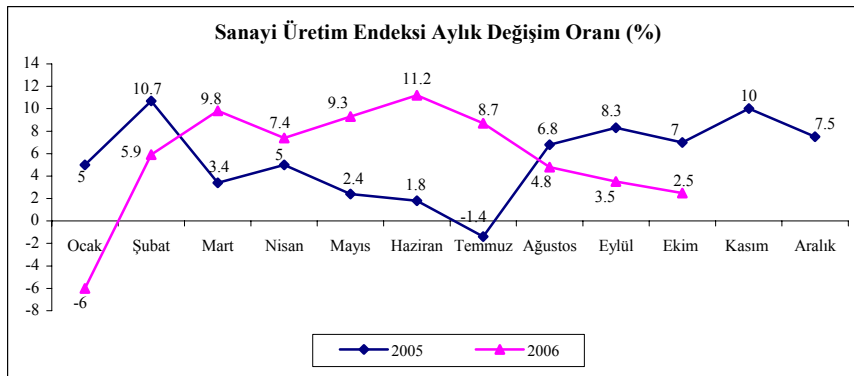
Kaynak : TÜİK

Sanayi üretim endeksinde %86,92 oranındaki payıyla endeksin seyrini belirleyen imalat sanayiinde %5,2'lik; madencilik sektöründe %9'luk; elektrik, gaz ve su sektörlerinde ise %9,3'lük üretim artışı gerçekleşmiştir. İmalat sanayi endeksindeki artışta da bir önceki döneme göre bir gerileme söz konusudur. Ancak, imalat sanayiinde baz

etkisi toplam sanayi üretim endeksindeki kadar değildir.

Sektörler itibariyle üretim artışları incelendiğinde, gıda, ana metal, makine-teçhizat, büro, muhasebe ve bilgi işlem makineleri, elektrikli makine ve cihazlar ile taşıt araçları sektörlerinin üretim artışına katkıda bulunduğu, radyo, TV, haberleşme araçları, tıbbi, hassas ve optik aletler, plastik, mobilya, diğer ulaşım araçları, giyim ve tütün sektörlerindeki üretim gerilemesinin ise sanayi üretimindeki artışı sınırladığı görülmektedir.

► Ekim Ayı Sanayi Üretim Endeksi



2005 yılı Ekim ayında %7 artan sanayi üretim endeksi, 2006 yılı Ekim ayında %2,5'lik artışla 135,5'e; imalat sanayi üretim endeksi ise %3,3'lük artışla 135,6'ya yükselmiştir. Mevsimsel etkilerden arındırılarak yapılan değerlendirmede, 2006 Haziran'da 140,4 olan endeksin son döneme kadar düşüş trendinde olduğu,

Eylül ayında 138,5; Ekim’de ise 138,4 değerini aldığı görülmektedir.

İKTİSADİ FAALİYET KOLLARI	EKİM				OCAK-EKİM			
	Endeks	Değişim	Endeks	Değişim	Endeks	Değişim	Endeks	Değişim
	2006		2005		2006		2005	
Toplam Sanayi	135.5	2,5	132.2	7,0	136.7	5,8	129.2	4,8
Madencilik	96.2	-13,3	111.0	15,0	97.9	5,2	93.1	13,1
İmalat Sanayi	135.6	3,3	131.3	6,5	136.0	5,5	128.9	4,1
Elektrik, Gaz ve Su	157.8	2,5	154.0	7,9	167.8	8,5	154.6	7,2

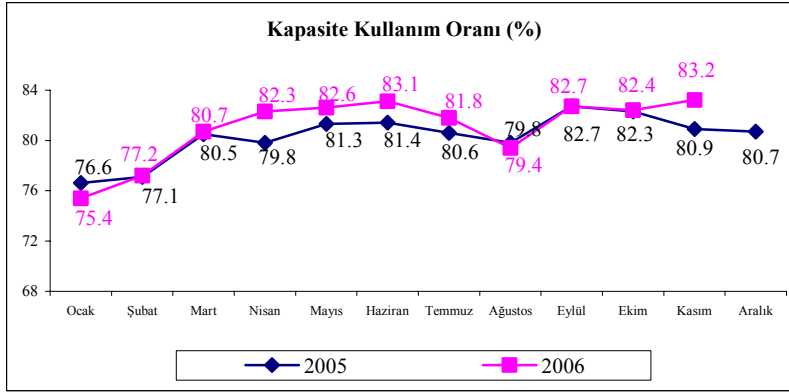
KAYNAK : TÜİK

Ekim 2006 döneminde endeksin yaklaşık %90’lık bölümünü oluşturan imalat sanayi sektöründe %3,3 oranında üretim artışı olurken, elektrik, gaz ve su sektörü üretimi %2,5 artmış, madencilik sektörü üretimi ise %13,3 oranında azalmıştır.

Ekim ayında imalat sanayi içerisinde değerlendirilen 22 alt sektörün sekizinde üretim gerilerken, 14 sektörde üretim artışı yaşanmıştır. Ekim ayında imalat sanayiinin alt sektörlerinde geçen yılın aynı ayına göre üretimi en fazla düşen sektör %42,1 ile diğer ulaşım araçları olurken, bu sektörü plastik-kauçuk, tıbbi, hassas ve optik aletler, radyo, TV, haberleşme araçları, mobilya ve giyim sektörleri izlemiştir. Geçen yılın aynı ayına göre üretimini %323,6 ile en fazla artıran sektör büro, muhasebe ve bilgi işlem makineleri olurken, bu sektörü elektrikli makine ve cihaz, metal eşya, ana metal, makine-teçhizat ve bütün sektörleri takip etmiştir.

Yılın ilk on aylık döneminde 6 sektörde üretim gerilerken, 16 sektörde üretim artmıştır. Üretim artışının en yüksek düzeyde gerçekleştiği sektörler büro, muhasebe, bilgi işlem makineleri, elektrikli makine ve cihazlar, diğer ulaşım araçları, makine teçhizat ve deri sektörleri olurken, üretimi en fazla gerileyen sektörler radyo, TV, haberleşme araçları, plastik-kauçuk, kağıt ve giyim sektörleri olmuştur.

► Kasım Ayı Kapasite Kullanım Oranları



2005 yılı Kasım ayında %82,4 olan üretim değeri ağırlıklı kapasite kullanım oranı, Kasım 2006 döneminde kamu sektöründe %89,3; özel sektörde %82,1 olmak üzere toplam %83,2 olarak gerçekleşmiştir. Mevsimsel etkilerden arındırıldığında ise, kapasite kullanım oranının Nisan ayındaki %83,5’lik değerinin ardından, Kasım ayında %82,3 ile yılın ikinci en yüksek değerinde olduğu görülmektedir. Kasım

ayında gerçekleşen kapasite kullanım oranı, 2005 yılından bu yana gerçekleşen en yüksek orandır.

2006 Ekim ayında son bir yıllık süreçte, 22 alt sektörden 15’inde kapasite kullanım oranı yükselirken, 7 sektörde kapasite kullanım oranı düşmüştür. Söz konusu dönemde on dört sektörde kapasite kullanım oranları %80’in üzerinde iken, sekiz sektörde %80’in altına düşmüştür.

Yılın ilk on bir ayında %81 olarak gerçekleşen kapasite kullanım oranı, geçen yılın aynı döneminde gerçekleşen kapasite kullanım oranınının 0,7 puan üzerindedir. İlk on bir aylık dönemde kapasite kullanım oranı on beş sektörde %80’in üzerinde iken, 7 sektörde %80’in altında gerçekleşmiştir. Kok kömürü ve rafine edilmiş petrol ürünleri, ağaç ve mantar ürünleri ile taşıt araçları sektörlerinde ise kapasite kullanım oranı %85’in üzerinde gerçekleşmiştir.

Tam Kapasite Çalışmama Nedenleri (%)		
	Kasım Ayı	
	2006	2005
İç Pazarda Talep Yetersizliği	47,6	45,4
Dış Pazarda Talep Yetersizliği	17,9	21,5
Mali İmkansızlık	3,5	11,7
Yerli Mallarda Hammadde Yetersizliği	4,3	3,4
İthal Mallarda Hammadde Yetersizliği	2,9	2,5
İşçilerle İlgili Meseleler	1,8	1,4
Enerji Yetersizliği	0,9	0,8
Diğer Nedenler	21,0	13,3

Kaynak: TÜİK

Aylık İmalat Sanayi Eğilim Anketi sonuçlarına göre, geçen yılın aynı ayı ile karşılaştırıldığında tam kapasite ile çalışmama nedenleri arasında iç pazarda talep yetersizliği, yerli ve ithal mallarda hammadde yetersizliği, işçilerle ilgili meseleler, enerji yetersizliği ve diğer nedenlerin etkilerinin arttığı, dış pazarda talep yetersizliği ve mali imkansızlığın etkilerinin ise azaldığı görülmektedir.

İşyerlerinin Mevcut ve Beklenen Durumu (Kasım 2006)		
Konu	Mevcut Durum (%)	Beklenen Durum (%)
Üretim Miktarı	4,7	0,1
Yurtiçi Satışlar	8,8	-1,0
Satış Fiyatları	0,0	0,1
Hammadde Fiyatları	0,3	0,3

Kaynak: TÜİK

“İmalat Sanayiinde Eğilimler Anketi”ne katılan işyerlerine göre, 2006 yılı Kasım ayında bir önceki aya göre üretim miktarı %4,7; yurtiçi satışlar %8,8 artmıştır. Hammadde fiyatları bir önceki aya göre %0,3 artarken, satış fiyatları değişmemiştir. Aralık ayında üretim miktarının ve satış fiyatlarının %0,1 ve hammadde fiyatlarının %0,3 oranında artması; yurtiçi satışların ise %1 oranında azalması beklenmektedir.

► İşgücü Piyasasındaki Gelişmeler

Kurumsal Olmayan Sivil Nüfusun İşgücü Durumu	2004	2005	2005	2006
	Yıllık	Yıllık	Eylül	Eylül
Kurumsal Olmayan Sivil Nüfus (000)	70.556	71.611	71.827	72.803
15 ve Daha Yukarı Yaşta Nüfus (000)	49.906	50.826	50.991	51.851
İşgücü (000)	24.289	24.565	24.989	25.444
İstihdam (000)	21.791	22.046	22.566	23.128
İşsiz (000)	2.498	2.520	2.423	2.316
İşgücüne Katılma Oranı(%)	48,7	48,3	49,0	49,1
İstihdam Oranı (%)	43,7	43,4	44,3	44,6
İşsizlik Oranı (%)	10,3	10,3	9,7	9,1
Tarım Dışı İşsizlik Oranı(%)	14,3	13,6	12,9	12,0
Eksik İstihdam Oranı(%)	4,1	3,3	3,1	3,3
İşgücüne Dahil Olmayanlar (000)	25.616	26.260	26.002	26.407

Kaynak : TÜİK

döneminde tarım sektöründe çalışan sayısı geçen yılın aynı dönemine göre 98 bin kişi azalmış, tarım dışı sektörlerde çalışan sayısı ise 660 bin kişi artmıştır. İstihdam edilenlerin sayısı 23 milyon 128 bin kişiye ulaşmış; işgücüne katılmadaki 455 bin kişilik artış ve 562 bin kişinin istihdam edilmesiyle işsiz sayısı 107 bin kişi azalarak 2 milyon 316 bin kişiye gerilemiştir.

Çalışanların %28,4’ü tarım, %19,6’sı sanayi, %6,1’i inşaat, %46’sı ise hizmetler sektöründe istihdam edilmektedir. 2005 yılının aynı dönemine göre tarım sektöründeki istihdam 1,1 puan azalırken, hizmetler sektörü istihdamı 0,5 puan artmıştır.

Eylül 2006 döneminde işgücüne katılma oranı, Ağustos 2006 dönemine göre 0,4 puan gerilemiş, geçen yılın aynı dönemine göre ise 0,1 puan gerileyerek %49,1 olarak gerçekleşmiştir. İşgücü piyasasının önemli sorunlarından olan kayıtdışı istihdam geçen yılın aynı dönemine göre 0,7 puan azalarak %49,8’e gerilemiştir. Tarım sektöründe kayıtdışı çalışma oranı %88’den %88,4’e yükselirken, tarım dışı sektörde %34,8’den %34,5’e düşmüştür.

► Üretimle İlgili Gelişmeler

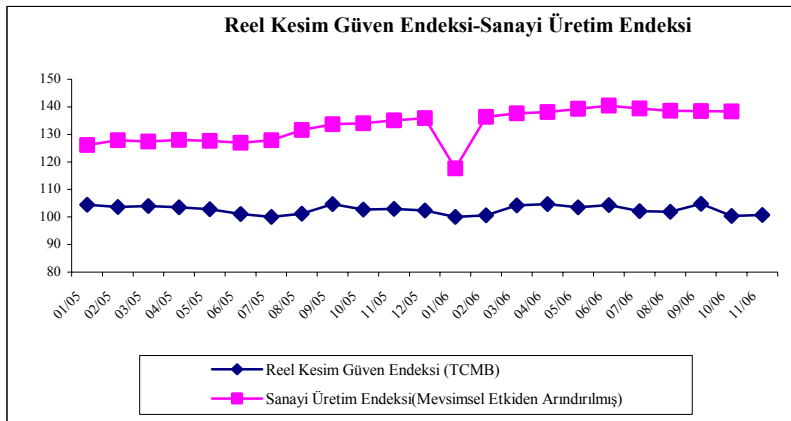
Mayıs-Haziran aylarındaki dalgalanmanın ertesinde bozulan beklentiler, faiz ve döviz kurlarında yükselişle birlikte büyüme performansında bir yavaşlamanın olması beklenmekteydi. Bu yavaşlamanın, dalgalanmanın kısa süreli olması ve döviz kurlarının tekrar gerilemesi nedeniyle çok keskin olmayacağı öngörülmekteydi. Ancak, üretimle ilgili son açıklanan veriler, yaşanan dalgalanmanın üretimde beklentilerin ötesinde bir yavaşlamaya neden olduğunu göstermektedir.

Yılın üçüncü çeyreğinde sanayi sektörü büyüme oranında diğer dönemlere göre önemli oranda bir düşüş olmasa da, sektördeki görece yüksek büyüme oranının ticaret ve ulaştırma gibi sektörlerde canlılık sağlayamaması, sanayi sektörü performansında ihracata yönelik üretimin etkili olduğunu göstermektedir. Nitekim, Mayıs ayından itibaren ihracat artışı yüksek oranlarda gerçekleşmiştir. Bununla beraber, YTL'nin yeniden değer kazanması sonucunda ihracat artış oranı Eylül ayında ciddi oranda olmak üzere Temmuz ayından Kasım ayına kadar olan dönemde gerilemiştir. Ekim ayında, geçen yılın aynı ayına göre %0,2 oranında gerileyen ihracat, Kasım ayında ise geçen yılın aynı ayına göre %42,9 oranında artmıştır. Bu gelişmede, geçen yılın aynı ayında ihracatın görece düşük bir düzeyde gerçekleşmesinin etkili olduğu gözden kaçmasa da, söz konusu gelişmenin, Kasım ayında üretim artışının Eylül ve Ekim ayına göre yüksek bir oranda olmasını sağlaması beklenmektedir. TİM verilerine göre Aralık ayında ihracat artışı %19,2 olarak gerçekleşmiştir. Aralık ayında Kasım ayına göre ihracat artış hızı gerilese de, bu oranla 2006 Aralık ayındaki ihracat rakamının yılın en yüksek düzeyine ulaşması, ihracatın Aralık ayında da üretime desteğinin süreceğine işaret etmektedir.

Sanayi üretim endeksi artış oranı Haziran ayından bu yana düşmektedir. Eylül ayında önceki yılın aynı ayına göre %3,5 oranında artan sanayi üretim endeksi, Ekim ayında %2,5 oranında artmıştır. İmalat sanayiinde üretim artışı Ekim'de %3,3 olarak gerçekleşmiştir.

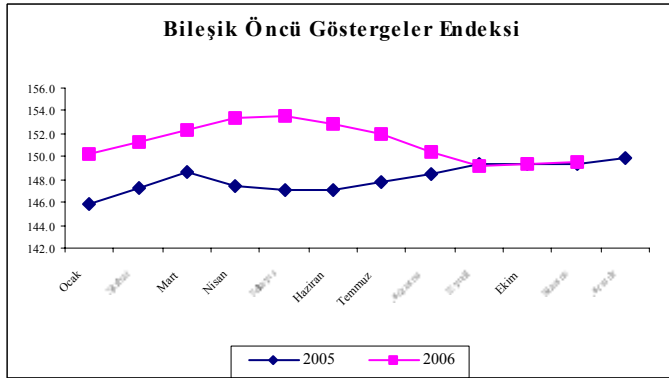
Mayıs-Ekim ayları arasında ara malı ithalatının artış hızı gerilerken, Kasım ayında ara malı artış hızının %40,5 ile yılın en yüksek oranına ulaşması dikkat çekicidir. Ara malı ithalatında geçen yılın aynı ayına göre gerçekleşen bu artış oranı, Kasım ayında üretim hacminin yüksek olacağına işaret etmektedir.

Sanayi üretim endeksinde sektörlere yatırım malı üreten makine-teçhizat sektöründeki güçlü üretim artışı Ekim ayında da görülmekte iken, yılın üçüncü çeyreğine ilişkin GSYİH verilerinde yatırım harcamalarının hız kaybettiği görülmektedir. Dolayısıyla makine-teçhizat sektöründeki üretim artışlarında ihracata yönelik üretim yapılmasının etkili olduğunu söylemek mümkündür. Üçüncü çeyrekte gayri safi sabit sermaye yatırımları büyümesi %9,4 olarak gerçekleşmiştir. 2003 yılından ilk çeyreğinden 2006'nın üçüncü çeyreğine kadar olan 14 çeyreklik dönemde ortalama %40,9 büyüyen özel kesimin makine teçhizat yatırımlarının, 2006 yılının üçüncü çeyreğindeki büyümesinin %4,8'de kalması, yatırım harcamalarının hız kestiğine yönelik önemli bir göstergedir.



Üreticilerin, ekonominin bugünü ve geleceğine yönelik değerlendirmelerinin izlenmesine ve yatırım kararlarının ne yönde oluşacağına yönelik tespitler yapmaya imkan veren göstergelerden biri olan ve TCMB tarafından hazırlanan Reel Kesim Güven Endeksi, Kasım ayında bir önceki yılın aynı dönemine göre 2,2 puan azalmış, bir önceki aya göre ise 0,3 puan artarak 100,7 olarak gerçekleşmiştir. Bir önceki ayla kıyaslandığında, endeksteki

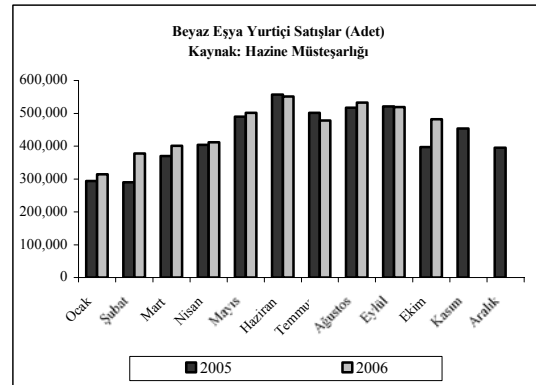
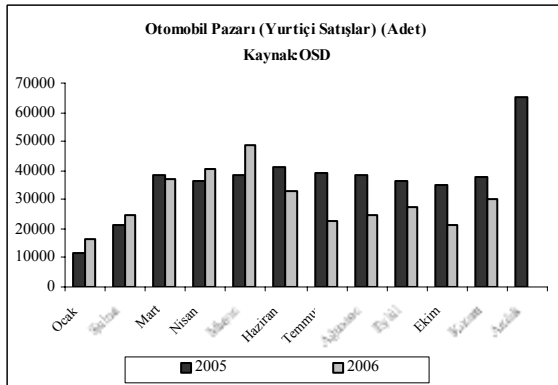
sınırlı artışta genel gidişat, ihracat imkanları ve toplam istihdam beklentilerindeki iyileşme etkili olurken, iç pazara satılan mal hacmi, mamul mal stok miktarı ve yatırım harcaması beklentilerindeki bozulmanın endeksteki artışı sınırlandıran etkenler olduğu görülmektedir. Geçen yılın aynı ayıyla kıyaslandığında, hammadde ve mamul mal stok hacmi ile toplam sipariş eğilimleri artarken, yatırım harcaması, üretim hacmi ve toplam istihdam beklentileri ile genel gidişat konusundaki görüşler ve iç pazara satılan mal hacmi eğilimlerinde azalış dikkat çekmektedir.



TCMB tarafından hazırlanan, iskontolu hazine ihalesi faiz oranı, elektrik üretim miktarı, ara malları ithalatı ile TCMB tarafından hazırlanan İktisadi Yönelim Anketi'nin ihracat imkanları, mamul mal stok miktarı, istihdam (gelecek üç ay), iç piyasadan alınan yeni siparişlere (gelecek üç ay) ilişkin sorularına verilen yanıtlarla oluşturulan Bileşik Öncü Göstergeler Endeksi Kasım ayında 2005'in aynı ayına göre 0,1 puan; bir önceki aya göre ise 0,2 puan yükselerek 149,5 olarak gerçekleşmiştir.

► Taleple İlgili Gelişmeler

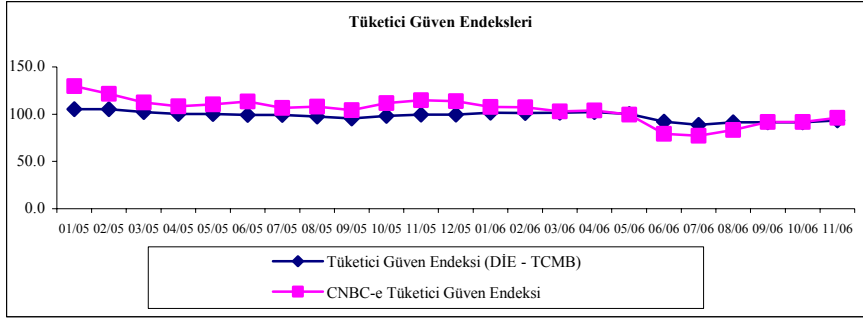
Yılın üçüncü çeyreğinde özel nihai tüketim harcamaları büyümesi %1,3 olarak beklentilerin altında gerçekleşmiştir. Tüketim harcamalarının bu denli düşük bir oranda büyümesinde dayanıklı tüketim mali harcamalarının %8,9; gıda ve içki harcamalarının %1,1 oranında büyümesinin etkili olduğu görülmektedir. Yurtiçi otomobil ve beyaz eşya satışları verileri, bu ürünlere yönelik talebin azaldığını göstermekte iken, gıda ve içkiye yönelik talebin de beklenmeyen ölçüde gerilemesi, özel tüketim harcamaları büyümesinin çok sınırlı kalmasına neden olmuştur.



Yurtiçi otomobil satışları Haziran ayından itibaren geçen yılki değerlerinin altında kalmıştır. Ekim ayında %39,3 gerileyen yurtiçi otomobil satışları, Kasım ayında %19,5 oranında gerilemiştir. Otomobil ithalatı da yurtiçi satışlara paralel olarak azalmaya devam etmektedir. Ekim ayında %39,7 oranında gerileyen otomobil ithalatı, Kasım ayında %23,4 oranında azalmıştır. Beyaz eşya satışları Ağustos ayı hariç Haziran –Eylül döneminde geçen yılın aynı dönemine göre gerilemiştir. Eylül ayında söz konusu gerileme %0,4 olarak gerçekleşmiştir. Ekim ayında ise beyaz eşya satışları %21,2 oranında artmıştır. Ancak, bu artışta geçen yıl Ekim ayında beyaz eşya satışlarının çok düşük gerçekleşmesinin etkili olduğu görülmektedir. Şubat-Eylül arası dönemde geçen yılın aynı ayına göre ayda ortalama %87,1 oranında artan beyaz eşya ithalatı, Ekim ayında önemli oranda yavaşlayarak %26,3 oranında artmıştır.

Bireysel kredilerin artış oranı gerilemeye devam etmektedir. Konut kredileri aylık artış oranı Mart ayından bu yana düşmeye devam etmektedir. Konut kredileri Ekim ve Kasım aylarında aylık %1,4 oranında artmıştır. Taşıtlı kredileri ise Temmuz ayından itibaren aylık bazda gerileme göstermiştir. Ekim ve Kasım aylarında taşıtlı kredileri %1,2 oranında gerilemiştir. Bireysel kredi kartları ise Haziran ayındaki %6,2'lik yükselişin dışında yıl başından itibaren aylık olarak %0,1-%2,5 arasında değişen oranlarda artmakta iken, Kasım ayında %1,3 oranında gerilemiştir.

Yılın ilk yedi ayında aylık bazda geçen yılın aynı dönemine göre ortalama %32 oranında artan, Ağustos-Ekim arası dönemde ortalama %7,5 azalan tüketim malları ithalatı, Kasım ayında %4,5 oranında artmıştır. Söz konusu artışta otomobil ithalatındaki artışın etkili olduğu görülmektedir.



Temmuz 2006'da son iki yılın en düşük düzeyi olan 88,60'ya gerileyen TCMB-TÜİK işbirliğiyle hazırlanan tüketici güven endeksi, Ağustos ayından itibaren yükselmeye devam etmektedir. Ekim ayında 91,6 değerini alan endeks Kasım ayında 93,35'de yükselmiştir. Güven endeksinin bir önceki aya

göre yükselmesi, tüketicilerin mevcut ve gelecek dönem satın alma güçlerine, gelecek dönem genel ekonomik duruma ve iş bulma olanakları ile mevcut dönemin dayanıklı tüketim malı almak için uygunluğuna dair değerlendirmelerinin iyileşmesinden kaynaklanmıştır. Ancak endeksin 100'ün altında kalan bu düzeyi tüketici güveninde kötümserliği göstermektedir.

Temmuz ayında 77,10 değeriyle son iki yılın en düşük seviyesine gerileyen CNBC-e tüketici güven endeksi de Ağustos ayından bu yana artma eğilimindedir. Ekim ayında 91,84 olan endeks, Kasım ayında 96,32 seviyesine yükselmiştir. CNBC-e alt endekslerinden tüketim eğilim endeksindeki %2,1'lik gerileme dışında bir önceki aya göre diğer endekslerde artış olmuştur. Alt endekslerden tüketici beklenti endeksi bir önceki aya göre %5,2 artarken, tüketim endeksi %3,9 artarak 2006 yılında Mayıs ayındaki 155,15'lik değerinin ardından 150,37 ile ikinci en yüksek değerine ulaşmıştır. Tüketim endeksinin hem geçen yılın Kasım ayına, hem de bir önceki aya göre daha yüksek gerçekleşmesinde, otomobil satışlarının daha önceki aylara göre artması ve konut talebinin hafif de olsa yükselmesinin etkili olduğu belirtilmiştir.

Üçüncü çeyrek büyüme verileri büyüme performansının beklentilerin ötesinde gerilediğini göstermiştir. Yılın son çeyreklik dönemine ilişkin açıklanan veriler, yılın son çeyreğinde de büyüme performansının düşük bir düzeyde olacağına işaret etmektedir. Ancak, Kasım ve Aralık aylarında ihracattaki olumlu gelişmelerin iç piyasada üretim sürecini canlandıracak etki yapması beklenmektedir.

2007 yılında büyüme, önemli ölçüde yurtdışı gelişmelere ve yurtiçi siyasi gelişmelere bağlı olacaktır. Büyüme etkileyecek en önemli dışsal etken, Türkiye'nin ihracat yaptığı ülkelerdeki büyüme performansının seyridir. ABD ekonomisindeki yavaşlamanın ılımlı olması halinde, AB ülkeleri büyüme performansında bir düşüş beklenmemektedir. Ancak, yavaşlamanın sert olması halinde, bunun AB ülkelerine etki etmesi ve Türkiye'nin de bundan dolayı etkilenmesi söz konusu olabilecektir. Yurtdışı piyasalarda öngörülemez bir dalgalanma da, kur ve faizlerin yükselmesine yol açarak 2006 yılında olduğu gibi, büyüme performansını olumsuz etkileyebilecektir. Diğer taraftan, yurtiçinde cumhurbaşkanlığı seçiminin yapılacağı Mayıs ayına kadar oluşacak belirsizlik nedeniyle ve 2006'nın aynı döneminde yüksek büyüme sağlanmasının yarattığı baz etkisiyle büyüme hızının düşük gerçekleşmesi, ancak ikinci yarıda 2006'daki düşük büyüme hızı ve cumhurbaşkanlığı konusunda bir sonuca ulaşılmasının etkisi ile büyüme hızının yükselmesi beklenmektedir. Tüm bu etkenler gözönüne alındığında 2007 yılında %4 civarında bir büyüme öngörüyoruz.

VakıfBank Ekonomik Araştırmalar Birimi olarak 2006 yılı büyüme oranı tahminimiz %5,5'tir.

PARA POLİTİKASI ANALİZİ

► 2006 Yılında Enflasyon Hedeflemesi

Türkiye’de 2002-2005 yılları arasında örtük enflasyon hedeflemesi uygulanmıştır. Bu süreçte, temel olarak, açık enflasyon hedeflemesinin ön koşullarının sağlanması öngörülmüş ve bu çerçevede gerek kurumsal gerekse operasyonel altyapıya ilişkin hazırlıklar tamamlanmıştır. 2006 yılı başından itibaren ise Merkez Bankası açık enflasyon hedeflemesine geçmiştir. Bu uygulamaya geçiş ile birlikte temel politika aracı olan kısa vadeli faiz oranları, daha önce tavsiye organı niteliğinde olan Para Politikası Kurulu’nda (PPK) oylanarak karara bağlanmaya başlanmıştır. Açık enflasyon hedeflemesinin getirdiği bir diğer yenilik para politikasının temel iletişim aracı olarak üç ayda bir Enflasyon Raporu’nun yayımlanması olmuştur. Bu raporların daha önceki temel para politikası metinlerinden en önemli farklılığı, raporlarda sayısal enflasyon öngörülerine ve bu öngörülerle uyumlu olası politika davranışlarına yönelik beklentilere yer verilmesidir. Uygulamadaki en önemli yeniliklerden biri de hesapverilebilirlik mekanizmasının çerçevesinin çizilmesi ve bunun devreye girmiş olmasıdır.

Enflasyon hedeflemesinin ilk yılı olan 2006 yılında yurtiçi ve yurtdışı kaynaklı pek çok sorunla karşılaşmıştır. TCMB’nin performansı bazı açılardan olumlu olarak algılanabilse de açık enflasyon hedeflemesinde tek performans kriteri gerçekleşen enflasyon ile hedef arasındaki farktır. Dolayısıyla, 2006 yıl sonu enflasyonunun %9,65 ile %5’lik hedefin üzerinde gerçekleşmiş olması 2006 yılında Merkez Bankası’nın başarılı olarak nitelendirilmesini güçleştirmektedir.

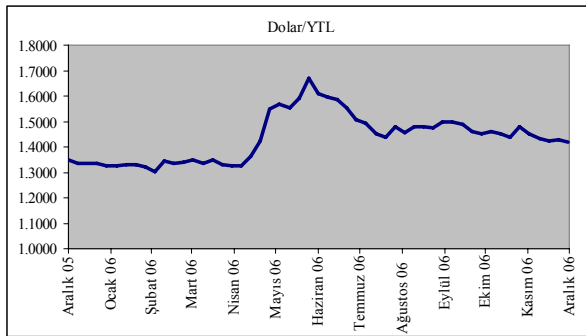
Aşağıdaki Tablo’da 2006 yılı içerisinde alınan politika kararları ve diğer önemli gelişmeler kronolojik sırada verilmektedir.

2006 Yılında Para ve Kur Politikası ile İlgili Önemli Tarihler ve Kararlar

Tarih	Başlık	Karar
23 Ocak	PPK Toplantısı	Faizler %13,50’de sabit tutuldu.
31 Ocak	I. Enflasyon Raporu	
15 Şubat	Doğrudan Döviz Alımı	5.4 milyar dolar döviz alımı.
23 Şubat	PPK Toplantısı	Faizler %13,50’de sabit tutuldu.
23 Mart	PPK Toplantısı	Faizler %13,50’de sabit tutuldu.
18 Nisan	TCMB Başkanı Değişikliği	
27 Nisan	PPK Toplantısı	0,25 puanlık faiz indirimi: %13,25
28 Nisan	II. Enflasyon Raporu	
16 Mayıs	Döviz Alım İhalelerine Ara Verilmesi	
25 Mayıs	PPK Toplantısı	Faizler %13,25’de sabit tutuldu.
7 Haziran	Olağanüstü PPK Toplantısı	1,75 puanlık faiz artırımı: %15,00
13 Haziran	Doğrudan Döviz Satışı	494 milyon dolar döviz satışı.
20 Haziran	PPK Toplantısı	Faizler %15,00’de sabit tutuldu.
23 Haziran	Doğrudan Döviz Satışı	763 milyon dolar döviz satışı.
25 Haziran	Olağanüstü PPK Toplantısı	2,25 puanlık faiz artırımı: %17,25 YTL Depo alımlarına başlanması. Döviz piyasalarına müdahale kararı.
26 Haziran	Doğrudan Döviz Satışı	848 milyon dolar döviz satışı.
28 Haziran	Gecelik Faizlerde Teknik Değişiklik	Borç verme faiz oranı %20,25’ten %22,25’e yükseltildi.
20 Temmuz	PPK Toplantısı	0,25 puanlık faiz artırımı: %17,50
28 Temmuz	III. Enflasyon Raporu	
24 Ağustos	PPK Toplantısı	Faizler %17,50’de sabit tutuldu.
26 Eylül	PPK Toplantısı	Faizler %17,50’de sabit tutuldu.
19 Ekim	PPK Toplantısı	Faizler %17,50’de sabit tutuldu.
31 Ekim	IV. Enflasyon Raporu	
10 Kasım	Döviz Alım İhalelerine Başlanması	
23 Kasım	PPK Toplantısı	Faizler %17,50’de sabit tutuldu.
21 Aralık	PPK Toplantısı	Faizler %17,50’de sabit tutuldu.

2006 yılının ilk üç ayında politika faizini %13,50 düzeyinde tutan Para Politikası Kurulu'nun bu dönemde yaptığı değerlendirmelerde dikkat çeken ortak noktalar, hizmet fiyatlarındaki katılıkların ve artan petrol fiyatlarının enflasyon üzerinde oluşturduğu baskı ile iç talebin enflasyona verdiği desteğin geçmiş dönemlere göre azalmasının beklendiğine yönelik açıklamalardır. Yine bu dönemde uluslararası likiditede ortaya çıkabilecek olası ters yönlü hareketlerin yarattığı risklere de sık sık dikkat çekilmiştir. 15 Şubat tarihinde gerçekleştirilen ve 5.4 milyar dolar ile rekor düzeyde döviz alımına konu olan doğrudan döviz müdahalesine gerek duyulmasına rağmen, bu dönemde sık sık risk algılamalarına yönelik açıklamalar yapılmış olması, bu uyarıları daha ilginç hale getirmektedir.

Durmuş Yılmaz'ın TCMB Başkanlığına atanmasının ardından 27 Nisan'da yapılan PPK toplantısında faizlerde 25 baz puan indirme gidilmesi daha çok politik bir karar olarak nitelendirilmiştir. Bu karardan bir önceki toplantıya ilişkin değerlendirmede yer alan "...orta dönemde politika faizlerinin yükselme olasılığı, aşağı inme ya da sabit kalma olasılığına kıyasla daha düşüktür; kısa dönemde ise sabit kalma olasılığının geçen toplantıya göre azaldığı ifade edilebilir" ifadenin atama süreci tartışmalarının da etkisiyle çok fazla dikkat çekmemesi faiz indirim kararının büyük ölçüde siyasi olarak nitelendirilmesinde önemli rol oynamış gibi görünmektedir.



Bu karardan bir hafta sonra, Nisan ayı enflasyon rakamlarının %1,34 ile oldukça yüksek gerçekleştiğinin açıklanması beklentilerde bozulmaya neden olmuş, uluslararası konjonktürün ve yurtdışı siyasi gelişmelerin de etkisiyle kurlarda Mayıs ayında yukarı doğru bir hareket başlamıştır. Bu gelişmeler üzerine Merkez Bankası, döviz alım ihalelerinin 16 Mayıs'tan itibaren durdurulduğunu açıklamış, ancak 25 Mayıs'ta olağan toplantısını yapan PPK politika tepkisi vermemiştir. Bu toplantıya ilişkin değerlendirmeler incelendiğinde, politika tepkisinin

döviz kurlarında yaşanan değişimlerin geçici ya da kalıcı olup olmasına bağlı olarak farklılaşabileceği gibi, bu kararı bugün bile haklı gösterebilecek, teorik altyapısı sağlam ifadeler dikkat çekmektedir. Bu çerçevede 25 Mayıs'ta yapılan toplantıda politika tepkisi verilmemesi, döviz kurunda yaşanan hareketin Merkez Bankası tarafından geçici olarak algılandığı izlenimi uyandırmaktadır. Ancak, bu noktada gözden kaçırılan unsur para otoritelerinden daha çok karar birimlerinin beklentilerinin önemli olduğudur. Yani, döviz kuru hareketinin karar birimleri tarafından geçici veya kalıcı olarak değerlendirilmesi politika tepkisini belirleyecek asıl unsurdur. Kredibilitesi yüksek bir para otoritesi sayesinde kurlardaki dalgalanmalar karar birimleri tarafından, kalıcı olsalar dahi, geçici olarak algılanabilir ve enflasyon hedefine duyulan güven sayesinde fiyatlama davranışları üzerinde etkili olmaz. Bu nedenle gelecek dönem enflasyonuna odaklanan bir merkez bankasının tepki vermesi de rasyonel olmaz.

25 Mayıs'da yapılan bu değerlendirmenin ardından Mayıs ayı TÜFE artışının %1,88 olarak açıklanmasıyla PPK olağanüstü toplanmak durumunda kalmış ve 7 Haziran'da yapılan toplantıda 175 baz puanlık faiz artırımını yapmıştır. Bunun yanı sıra, 13 Haziran'da döviz piyasalarına doğrudan müdahalede bulunularak 494 milyon dolarlık döviz satışı gerçekleştirilmiştir. Bu gelişmelerin ardından 20 Haziran'da yapılan olağan PPK toplantısında ise politika faizleri değiştirilmemiştir.

Nisan ve Mayıs ayı enflasyonlarının oldukça yüksek çıkması, atama süreci nedeniyle yaşanan gelişmeler ve yurtdışı konjonktürün etkisiyle döviz kurlarındaki yukarı doğru hareket hızlanmış, PPK kararları ve TCMB'nin teknik yeterliliği ciddi şekilde tartışılmaya başlanmış ve bu dönemde Merkez Bankası önemli ölçüde kredibilite kaybına uğramıştır. Bu gelişmeler sonucunda, PPK olağan toplantısından 5 gün sonra 25 Haziran'da tekrar olağanüstü toplanmak durumunda kalmış ve toplantıda şok politika olarak nitelendirilebilecek önlemler alınmıştır. Toplantıda kısa vadeli faizler 225 baz puan artırılarak politika faizi %15'ten %17,25'e çıkarılırken, bu kararın etkinliğini güçlendirmek amacıyla YTL depo alımlarına başlanması kararına varılmıştır. Ayrıca döviz likiditesi sağlanması gerektiği değerlendirilmiştir ve bu nedenle doğrudan satış ve ihaleler yoluyla döviz piyasalarına müdahalede bulunulmuştur.

Alınan tedbirler, Merkez Bankası'nın temkinli ve kararlı tutumu ve iletişim politikasına verilen ağırlık etkisini kısa zamanda göstermiş, piyasalarda yaşanan dalgalanma durulmaya başlamıştır. 20 Temmuz'da 25 baz puanlık faiz artırımını ile sonuçlanan PPK toplantısını ardından yapılan 2006 yılı toplantılarında faiz oranları sabit tutulmuş ve Merkez Bankası söylemlerinde, 2007 yılı hedeflerine ulaşılabilmesi için ölçülü parasal sıkılaştırmanın devam ettirilmesinin gerekebileceğini ve temkinli duruşun 2007 yılının son çeyreğinin başına

kadar korunduğu senaryo dahilinde enflasyonun, 2008'in ilk çeyreği sonunda %1,7 ile %5,2 arasında kalarak hedef patikaya yakınsayacağı beklediğini ifade etmiştir. Yapılan açıklamalarda kamu harcamalarında öngörülen artışlara yapılan vurgular gittikçe artmış, enflasyondaki düşüşün öngörülenden daha yavaş olabileceği ve bu çerçevede mevcut sıkı duruşun uzun bir süre devam ettirilmesi gerekebileceği belirtilmiştir. Ayrıca risk primlerinin azalması nedeniyle %17,50 düzeyinde sabit tutulan nominal faizlerin giderek daha yüksek reel faize denk geldiği bu yüzden para politikasının sıkılaştığı ifade edilerek sıkı duruşun tanımı yapılmıştır.

GSMH'de %3 ve GSYİH'de %3,4 ile beklentilerin oldukça altında gerçekleşen 2006 yılının üçüncü çeyreğine ilişkin büyüme rakamlarının açıklanmasının ardından yapılan 21 Aralık tarihli PPK toplantısında, faiz oranları sabit tutularak TCMB enflasyon hedefleri konusundaki kararlılığını bir kez daha göstermiştir.

Haziran ayından itibaren politika faizlerini toplam 425 baz puan artıran TCMB, yayımladığı raporlarda ve konuşma metinlerinde 2006 yılının ikinci yarısından itibaren ekonomik aktivitede bir yavaşlama beklediğini belirtse de yavaşlamanın beklenenden daha hızlı gerçekleştiği görülmektedir. Son Enflasyon Raporu'nda çizilen senaryoda mevcut sıkı duruşun 2007 yılı son çeyreğinin başına kadar korunduğu ve daha sonra ölçülü bir faiz indirimine gidildiği şeklinde bir yol haritası çizilmiştir. 21 Aralık PPK toplantısına ilişkin değerlendirme özetlerinde son dönemdeki gelişmelerin Enflasyon Raporu'nda ortaya konulan görünümle tutarlı olduğu belirtilerek pek çok dışsal parametre tarafından etkilenebilecek bu yol haritasının halen geçerli olduğuna dair fikir verilmiştir. Merkez Bankası'nın düşük büyümeye rağmen yakın zamanda bir faiz indirimi sinyali vermemesi ve tek hedefinin fiyat istikrarı olması, kredibilite açısından oldukça önemlidir. Bu değerlendirme ilk bakışta basit bir cümle gibi görünse de, literatür, para politikasında enflasyonun yanı sıra çıktıda istikrara da dikkat edilip edilmemesi (katı ya da esnek enflasyon hedeflemesi) konusunda pek çok tartışmayla doludur ve bu tartışmalar para otoritelerinin politika davranışları ve karar birimlerinin beklentileri üzerinde önemli etkilerde bulunmaktadır.

Mishkin (2000) enflasyon hedeflemesinin yedi temel zayıf noktasını şöyle belirtmektedir:

1. Enflasyon hedeflemesi oldukça katıdır.
2. Bir geri besleme kuralı olması nedeniyle merkez bankasına geniş inisiyatif sağlamaktadır.
3. Çıktıda istikrarsızlığı artırma potansiyeli vardır.
4. Ekonomik büyümeyi düşürücü etki yapabilir.
5. Para politikasındaki gecikmeler ve enflasyonun kontrolünün zor olması merkez bankasının hesapverebilirliğinin zayıf olmasına neden olur. Bu dezavantaj özellikle gelişmekte olan ülkelerde daha belirgin olarak ortaya çıkar.
6. Enflasyon hedeflemesi mali baskınlığı engelleyemez.
7. Enflasyon hedeflemesinin gerektirdiği dalgalı döviz kuru finansal istikrarsızlığa neden olabilir.

Enflasyon hedeflemesinin ilk yılı olan 2006 yılında söz konusu dezavantajların hemen hepsi yaşanmış ve sene sonu %9,65 ile %5 olan hedefin oldukça üzerinde bir enflasyonla tamamlanmıştır. Bu süreçte enerji fiyatlarındaki artışlar, uluslararası likiditenin seyri gibi yurtdışı kaynaklı gelişmelerin yanı sıra, hizmet sektörü fiyatlarındaki katılıklar, olumsuz hava koşullarının yarattığı arz etkisi gibi yurtiçi ekonomik faktörler etkili olmuştur. Ayrıca, Merkez Bankası bağımsızlığına yönelik siyasi gelişmeler de sürece olumsuz katkı yapmıştır. Merkez Bankası her ne kadar 2006 yılı hedefini tutturamamış ve yoğun eleştirilere konu olmuş olsa da, son dönemdeki kararlı duruşu sayesinde kredibilitesini tekrar kazanmaya başlamıştır.

Gelinen noktada, 2007 yıl sonu için %4 olarak belirlenen enflasyon hedefinin tutturulmasının zor olduğu herkes tarafından kabul edilmektedir. Hatta Merkez Bankası da son Enflasyon Raporu'nda 2007 yıl sonu itibarıyla enflasyonun %3,5 ile %6,8 arasında olacağına öngörüldüğünü belirtmiştir. 2006 yılındaki risklere ek olarak 2007 yılındaki gelişmelerin seçimlerden büyük ölçüde etkilenecek olması nedeniyle 2007 yılında Merkez Bankası'nı zor bir dönem beklemektedir. Bu dönemin 2006 yılından en önemli farklılıklarından birisi de, son yılların aksine, bütçenin enflasyonun düşüş sürecine verdiği destek konusundaki belirsizliklerdir. Merkez Bankası da son dönemdeki söylemlerinde bu faktöre sık sık vurgu yapmakta ve özellikle verimlilik artırıcı yapısal reformların önemini ve kamu sektörünün fiyatlama kontrolünde olan mal ve hizmetlerin gelecek dönem fiyatlarına ilişkin belirsizlikleri dile getirmektedir. Mevcut görünümde 2007 yıl sonu enflasyonunun belirsizlik aralığının da dışında %7 dolaylarında gerçekleşeceği düşünülmektedir. Bu açıdan bakıldığında Merkez Bankası'nın belirttiği politika duruşunu büyük ölçüde etkileyecek bir gelişme olmadığı takdirde 2007 yılı sonlarına kadar faizlerde bir indirmeye gidilmesi mümkün görünmemektedir. Enflasyon görünümünde kısmi iyileşmelere neden olabilecek gelişmeler ise, ancak 2008 yılı hedeflerine yakınsamaya katkı sağlayabilecektir.

► Aralık Ayı Enflasyon Gerçekleşmeleri

% Değişim (2003=100)	TÜFE	ÜFE
	Aralık.2006	Aralık.2006
Bir önceki aya göre	0,23	-0,12
Bir önceki yılın Aralık ayına göre	9,65	11,58
On iki aylık ortalamalara göre	9,60	9,34

Kaynak:TÜİK

Aralık ayında TÜFE %0,23 artarken, ÜFE %0,12 gerilemiştir. Böylece yıllık artış TÜFE’de %9,65 ile tek hanede kalırken, ÜFE’de %11,58 olarak gerçekleşmiştir.

Aralık 2006’da Ana Harcama Gruplarının Enflasyona Yaklaşık Katkıları

	Aylık Değişime	Yıllık Değişime
Gıda ve alkolsüz içecekler	0,17	3,09
Alkollü içecekler ve tütün	0,00	0,28
Giyim ve ayakkabı	-0,17	0,16
Konut	0,12	2,29
Ev eşyası	0,01	0,50
Sağlık	0,00	0,20
Ulaştırma	0,04	1,06
Haberleşme	-0,01	0,06
Eğlence ve kültür	0,04	0,30
Eğitim	0,00	0,19
Lokanta ve oteller	0,02	0,91
Çeşitli mal ve hizmetler	-0,01	0,60
Yaklaşık katkıların toplamı	0,22	9,65
Gerçekleşme	0,23	9,65
Hesaplama hatası	-0,01	0,00

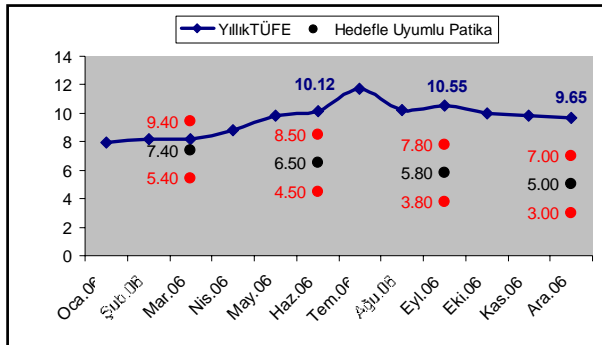
Kaynak: TÜİK verileri kullanılarak hesaplanmıştır

Ana harcama grupları itibariyle enflasyon gerçekleşmeleri incelendiğinde, %0,23’lük aylık enflasyonda üç ana harcama grubunun belirgin olduğu görülmektedir. Gıda ve alkolsüz içecekler ile konut ana harcama grupları aylık enflasyona toplamda, yaklaşık 0,29 puan katkıda bulunurken giyim ve ayakkabı ana harcama grubu sezon indirimlerinin etkisiyle aylık enflasyonu 0,17 puan düşürücü etkide bulunmuştur.

Gıda ve alkolsüz içecekler ile konut ana harcama grupları ortalama fiyatları 2006 yılında bir önceki yıla göre %11,17 ve %14,04 artarak yıllık enflasyona sırasıyla 3,09 ve 2,29 puan katkı yapmıştır. Böylece toplamda 5,38 puana ulaşan katkıyla 2006 yılında %9,65 olarak gerçekleşen yıllık TÜFE artışının temel belirleyicileri olmuşlardır. Özellikle olumsuz hava koşullarının etkisiyle gıda ve alkolsüz içecekler grubunun yıllık enflasyona yaptığı katkının 2006 yılında bir önceki yılın iki katını aştığı dikkat çekmektedir. Söz konusu ana harcama gruplarının geçen sene de yine ilk iki sırayı alarak %7,7’lik 2005 yılı enflasyonuna toplamda 3 puanın üzerinde katkı

yapmış olması bu durumun genel bir eğilim olduğuna işaret etse de bu, temelde söz konusu ana harcama gruplarının endeks içerisindeki ağırlıklarının sırasıyla %27,68 ve %16,29 ile ilk iki sırada gelmesinden kaynaklanmaktadır. Enflasyon gerçekleşmeleri açısından diğer önemli bir ana harcama grubu, endeks içerisindeki ağırlığı %10,48 olan ulaştırma grubudur. Bu ana harcama grubu da 2006 yılı enflasyonuna 1,06 puan katkıda bulunarak bu açıdan üçüncü sırada yer almıştır. Endeks içerisindeki %8,28’lik ağırlığıyla diğer bir önemli grup olan giyim ve ayakkabı ana harcama grubu ise 2006’da yıllık enflasyona sadece 0,16 puan katkıda bulunmuştur.

Aralık ayı itibariyle özel kapsamlı TÜFE göstergeleri incelendiğinde mevsimlik ürünler hariç hesaplanan “A” endeksinde %0,38 bir artış olduğu görülmekte, bu da aylık enflasyonun düşük çıkmasında mevsimsel fiyat gelişmelerinin etkili olduğuna işaret etmektedir. İşlenmemiş gıda ürünleri hariç hesaplanan “B” endeksindeki aylık değişimin ise %0,16 ile genel endeksteeki artışın gerisinde kalması, Aralık ayında işlenmemiş gıda ürünlerinin fiyatlarındaki artışın, genel TÜFE artışını az da olsa hızlandırdığını göstermektedir. Son dönemde Merkez Bankası tarafından da yakından takip edilen işlenmemiş gıda ürünleri, enerji, alkollü içkiler, tütün ürünleri ve altın hariç hesaplanan “H” endeksindeki yıllık artış hızı ise bir önceki aya göre gerilemiş ve Aralık ayında %8,89 olarak gerçekleşmiştir.



Bu gelişmelerle yıllık TÜFE enflasyonu %9,65 ile %5’lik yıl sonu hedefin oldukça üzerinde ve belirsizlik aralığının dışında gerçekleşmiştir. Böylece enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde hesap verme mekanizmasının Haziran ve Eylül aylarından ardından Aralık ayında da devreye girmesi söz konusu olmuştur. Hizmet sektörü fiyatlarında yaşanan katılık gibi yapısal sorunlara ek olarak olumsuz hava koşullarının yarattığı arz etkisi enflasyon hedefinin aşılmasında önemli rol oynamıştır. Ayrıca, döviz kurlarında yaşanan dalgalanmanın gerek ithal malları yoluyla direkt olarak, gerekse fiyatlama davranışlarını

etkileyerek dolaylı şekilde fiyatlar üzerinde baskı yaratması da enflasyonun 2006 yılında yükselmesinin temel nedenlerinden olmuştur. Enflasyonun temel dinamiklerini oluşturan bu faktörlerdeki gelişmelerin 2007 yılında

%4 olan hedefin tutturulmasında büyük öneme sahip olduğu görülmektedir. 2006 yılında alınan para politikası tedbirlerinin, yurtiçi talep üzerinde yaratacağı etkinin hizmet fiyatlarındaki baskıyı azaltacağı düşünülse de, seçimler nedeniyle yurtiçi talepteki azalmanın öngörülenden daha az olması riski bulunmaktadır. Bunun yanı sıra, faiz dışı harcamalarda öngörülen artışlar ve kamunun fiyatlama davranışı konusundaki belirsizlikler de 2007 hedefleri açısından risk unsuru olarak karşımıza çıkmaktadır. Ayrıca uluslararası konjonktüre ilişkin belirsizliklerin hala devam etmesi ve olumsuz hava koşullarının 2007'de de fiyatlar üzerindeki baskı oluşturması olasılığı söz konusudur. Tüm bunlar düşünüldüğünde, %4 olan 2007 yıl sonu enflasyon hedefinin tutturulması oldukça güç görünmekte, hatta yıl sonu enflasyonun belirsizlik aralığının da bir miktar dışında %7 dolaylarında gerçekleşmesi beklenmektedir.

Aralık Ayı'nda ÜFE'deki % değişim			
Sektörler	Sektör ağırlıkları	Bir önceki aya göre değişim	Yıllık değişim
GENEL	100	-0,12	11,58
Tarım	19,78	-1,07	2,53
Sanayi	80,22	0,10	13,81
<i>Madencilik</i>	1,47	0,30	13,57
<i>İmalat</i>	73,98	0,06	12,33
<i>Elektrik, gaz ve su</i>	4,77	0,44	36,90

Kaynak: DİE

Aralık ayında ÜFE bir önceki aya göre %0,12 gerilemiş, böylece yıllık ÜFE artışı %11,58 olarak gerçekleşmiştir. Ay içerisinde sanayi sektörü ortalama fiyatları %0,10 artarken, tarım sektöründe %1,07'lik fiyat düşüşü gözlenmiş, bu da ÜFE'nin Aralık ayında gerilemesine yol açmıştır.

ÜFE'deki yıllık değişime bakıldığında tarım fiyatlarının yıllık bazda %2,53 artmasına rağmen

sanayi sektöründe %13,81'lik bir fiyat artışı dikkat çekmektedir. Sektörlerin endeksteki ağırlıkları dikkate alındığında, söz konusu artışlar yıllık ÜFE artışına sırasıyla 0,50 ve 11,08 puan olarak yansımıştır. Alt sektörler bazında fiyat gelişmeleri incelendiğinde yıllık bazda en dikkat çekici artışın %36,9 ile elektrik, gaz ve su sektöründe gerçekleştiği görülmektedir. Söz konusu fiyat artışının genel ÜFE artışına katkısı yaklaşık 1,8 puan olmuştur. 2006 yılında ÜFE artışında en belirleyici diğer sektörler ise 0,89 puan ile tekstil ürünleri imalatı, 1,22 puan ile kok kömürü-rafine edilmiş petrol ürünleri ve 1,48 puanla ana metal sanayi olmuştur.

ÜFE'nin büyük ölçüde dış ticarete konu olan mallardan oluşması nedeniyle bu endeks döviz kurlarındaki değişimlere TÜFE'ye göre daha duyarlıdır. Bu nedenle Mayıs ve Haziran aylarında kurlarda görülen dalgalanma ÜFE üzerinde daha büyük etkide bulunmuş ve 2005 yılında %2,66 artan ÜFE 2006'da %11,58 artış göstermiştir.

Vakıfbank Ekonomik Araştırmalar Birimi olarak, 2007 yılı TÜFE artış oranı tahminimiz %7'dir.

KAMU MALİYESİ

► Merkezi Yönetim Bütçesi Gelişmeleri

Kamu Gelir ve Harcama Kalemleri								
Milyon YTL	Kasım			Ocak-Kasım				
	2005	Reel Değ. 2006 (%)	Değ.	2005	Reel Değ. 2006 (%)	Değ.	Ocak-Kasım Hedef Bütçe Hedefi (%)	2006/
Bütçe Gelirleri*	-	17.215	-	-	157.764	-	160.326	98,4
Genel Bütçe Gelirleri	16.072	16.864	-4,5	131.973	153.439	5,8	156.214	98,2
Vergi Gelirleri	11.818	13.422	3,4	108.205	125.952	6,0	132.199	95,3
Diğer Gelirler	4.254	3.441	-26,4	23.768	27.487	5,3	24.015	114,5
Bütçe Harcamaları	11.426	13.365	6,5	135.992	157.701	5,6	174.322	90,5
Faiz Dışı Harc.	8.782	10.097	4,7	94.56	113.633	9,4	128.062	88,7
Personel ve S.G.K.S.P.	2.806	3.731	21,0	30.698	39.529	17,2	40.995	96,4
Mal ve Hizmet Al.	1.445	1.575	-0,8	9.574	14.199	35,0	17.721	80,1
Sosyal Güv.	1.874	1.834	-10,9	21.763	22.63	-5,3	23.285	97,2
Sermaye Giderleri	666	926	26,7	5.841	8.043	25,3	12.452	64,6
Faiz Harcamaları	2.644	3.267	12,5	41.432	44.068	-3,2	46.26	95,3
Bütçe Dengesi	4.646	3.85	-24,6	-4.019	64	-101,4	-13.996	-
Faiz Dışı Denge	7.29	7.118	-11,1	37.412	44.131	7,4	32.264	136,8

Kaynak: Maliye Bakanlığı

Merkezi Yönetim Bütçesi, Kasım ayında kurumlar vergisi ve özelleştirme gelirleri tahsilatının etkisiyle 3.8 milyar YTL fazla vermiştir. Böylece 2006 yılı Ocak-Kasım döneminde bütçe 64 milyon YTL fazla vermiştir. Kasım ayındaki 7.1 milyar YTL'lik Faiz Dışı Fazla (FDF) ile yılın ilk on bir aylık dönemindeki FDF 44 milyar YTL'ye ulaşarak yıl sonu hedefinin %36,8 üzerinde gerçekleşmiştir.

Genel bütçe gelirleri Kasım ayında 2005 yılının aynı ayına göre reel olarak %4,5 gerileyerek 16.9 milyar YTL'ye düşmüştür. Kasım ayında tahsilatı gerçekleştirilen kurumlar vergisi, 2006 yılı Kasım ayında bir önceki yılın aynı ayına göre %23,3 reel gerileme göstermiştir. Bununla birlikte, dahilde alınan KDV tahsilatı 2005 yılının aynı ayına göre %30,5 reel artış göstermesine karşın, 2006 yılında Şubat ayından sonra en düşük seviyesinde kalmıştır. İthalde alınan KDV'deki artış eğilimi Kasım ayında da devam etmektedir. Sonuç olarak, dahilde alınan KDV tahsilatındaki gerileme yurtiçi talepteki bir gerilemeye işaret ederken, ithalden alınan KDV'nin artışı ise önümüzdeki dönemde ithalatta önemli bir yavaşlamanın olmayacağını göstermektedir. Kasım ayında vergi dışı gelirlerin büyük bölümünü ise Telekom hisse satışı dolayısıyla elde edilen 2.1 milyar YTL oluşturmuştur.

2006 yılının Ocak-Kasım dönemi itibariyle genel bütçe gelirleri 2005 yılının aynı dönemine göre reel olarak %5,8 oranında artarak 153.4 milyar YTL'ye yükselmiştir. 2006 yılının ilk on bir aylık döneminde vergi gelirleri bir önceki yılın aynı dönemine göre %6,0 artarken, vergi dışı gelir kalemlerinin artış oranı %5,3 olarak gerçekleşmiştir. Son aylarda vergi dışı gelirlerde gerileme yaşanmasına karşın, yıl sonu için hedeflenen tutarın %14,5 üzerinde tahsilat gerçekleşmiştir. Bütçe gelirlerinde 2006 yılı için belirlenen hedefin %98,4'lük bölümü tahsil edilmiştir. 2005 yılının aynı döneminde söz konusu oran %88,1 olarak gerçekleşmiştir.

Ocak-Kasım Dönemleri İtibariyle Vergi Gelirlerinin Yapısı (%)			
	2004	2005	2006
Vergi Gelirleri	100,0	100,0	100,0
Dolaysız Vergiler	33,6	33,6	31,9
Gelir Vergisi	20,9	20,2	20,8
Kurumlar Vergisi	11,0	11,0	8,7
Mülkiyet Üzerinden Alınan Ver.	1,7	2,3	2,4
Dolaylı Vergiler	66,4	66,4	68,1
KDV	13,3	11,7	11,8
ÖTV	26,5	27,4	26,7
İthalden Alınan KDV	17,2	16,7	18,2
Diğer	9,4	10,6	11,4

Kaynak: Maliye Bakanlığı

%18,2'ye yükselmiştir. 2006 yılında kurumlar vergisi oranlarında yapılan indirimle, kurumlar vergisi tahsilatının gerilemesi, dolaysız vergilerin payında gerilemeye neden olmuştur.

Kasım ayında faiz dışı harcamaların bir önceki yılın aynı ayına göre reel olarak %4,7 oranında artarak önceki aylara göre bir miktar yavaşladığı görülmektedir. Emekli Sandığı ve SSK'ya yapılan transfer harcamalarında görülen görece azalma ve mal ve hizmet alımlarındaki reel gerileme, Kasım ayında faiz dışı harcamaların artış hızını düşürmüştür. Ancak, söz konusu ayda faiz harcamalarındaki %12,5'lik reel artış, harcamaların artış hızının daha da gerilemesini engellemiştir. Ağustos, Eylül ve Ekim aylarında görece olarak düşük gerçekleşen sağlık harcamaları, başta Yeşil Kart ödemeleri dolayısıyla tekrar yüksek bir düzeyde gerçekleşmiştir.

2005 yılının ilk on bir aylık döneminde 136 milyar YTL olan bütçe harcamaları, 2006 yılının aynı döneminde %5,6'lık reel artışla 157.7 milyar YTL'ye yükselmiştir. Söz konusu dönemde bütçe harcamalarının artış hızı gelirlerin artış hızının altında gerçekleşmiştir. Kasım ayı sonu itibariyle, bütçe ödeneklerinin %90,5'lik bölümü kullanılmıştır. Bu oranın 2005 yılının aynı döneminde %87 olarak gerçekleştiği göz önüne alındığında harcamalarda ödenek kullanımının 2006 yılında arttığı görülmektedir.

Faiz dışı harcamalar 2006 yılının Ocak – Kasım döneminde bir önceki yılın aynı dönemine göre reel olarak %9,4 artarak 113.6 milyar YTL'ye yükselmiştir. Faiz dışı harcamalar içinde mal ve hizmet alımları (%35,0), personel ve sosyal güvenlik primi ödemeleri (%17,2) yüksek reel artış gösteren kalemler olmuştur. Faiz dışı harcamalarda Kasım ayı sonu itibariyle ödenek kullanım oranı %88,7 olarak gerçekleşmiştir. BAĞ-KUR'a yapılan transferlerde başlangıç ödeneğinin sadece %57,1'lik bölümün kullanılmış olması ve emeklilere vergi iadesi olarak ödenmesi planlanan 1.3 milyar YTL'nin kullanılmayacak olması, faiz dışı harcamaları rahatlatan gelişmeler olarak görülmektedir. Ancak sağlık giderleri, görev zararları, tarımsal destekleme ödemeleri ve sermaye transferleri gibi harcama kalemlerinde yıl sonu ödeneği aşılmıştır.

Kümülatif Program Tanımlı Faiz Dışı Fazla (milyon YTL)		
	Hedef	Gerçekleşme
Mart Sonu	7.550	7.646
Haziran Sonu	17.250	20.375
Eylül Sonu	29.250	30.571
Aralık Sonu	34.050	35.775*

Kaynak: Hazine

*Kasım Ayı sonu itibariyle

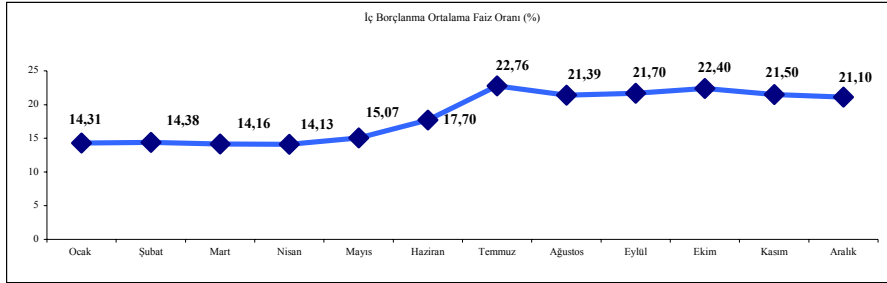
verilmiştir. Aralık ayında tarihsel olarak faiz dışı açık veriliyor olmasına karşın, Kasım ayında bütçede gösterilen yüksek performans, bu durumu telafi ederek, hedeflerden uzaklaşılmasını engelleyecektir.

Maliye politikasına ilişkin bütçe gerçekleştirmeleri ve faiz dışı fazla rakamları 2006 yılında olumlu bir performans gösterildiğine işaret etse de, bütçe kalemleri detaylı incelendiğinde bir takım yapısal sorunlar dikkat çekmektedir. Gelirler tarafında vergi dışı gelirler bütçe performansında önemli rol oynarken, vergi gelirlerinin yapısı da dolaylı vergiler lehine değişim göstermiştir. 2007 yılına ilişkin olarak 2006 yılındaki büyüme performansının yakalanamayacağı göz önüne alındığında dolaylı vergi tahsilatlarında yaşanacak olası bir gerileme bütçe performansını olumsuz etkileyecektir. Bununla birlikte, büyümedeki gerileme gelir ve kurumlar vergisi tahsilatlarını da benzer şekilde düşürebilecektir. Vergi gelirlerindeki olası gerilemeye ek olarak, 2006 yılında 10.6 milyar YTL'ye ulaşarak beklentilerin oldukça üzerinde gerçekleşen özelleştirme gelirlerinin 2007

yılında daha düşük bir düzeyde gerçekleşmesi beklenmektedir. Faiz dışı harcamalarda ise ödenek aşımının gerçekleştiği kalemler bütçe esnekliğini azaltmakta ve öncelikle yatırım harcamaları gibi harcama kalitesini yükselten kalemlerde tasarrufa gidilmesini zorunlu kılmaktadır. Bununla birlikte, Sosyal Güvenlik Reformu'na yönelik yasa tasarısının bazı maddelerinin iptal edilmesi nedeniyle reform sürecinin yavaşlayacak olması önümüzdeki dönemde transfer harcamalarıyla ilgili endişeleri arttırmaktadır. 2006 yılında piyasalarda yaşanan dalgalanma sonucunda borçlanma faizlerinin yükselmesi 2007 yılında faiz harcamalarını önemli ölçüde arttırmışken, Kasım ayında yapılacak olan genel seçimler faiz harcamalarının gerilemesini engelleyecektir. Sonuç olarak 2007 yılının, büyüme performansına bağlı olarak gelirler politikası, seçimlere ve reform çalışmalarına bağlı olarak ise harcama politikası açısından önemli bir yıl olduğu görülmektedir. Cari işlemler açığının 2007 yılında yine yüksek gerçekleşeceği beklentisi ile temel makroekonomik dengelerin sürdürülebilmesi için sıkı maliye politikası, önemini daha da arttırmaktadır.

► Borçlanma

Hazine Müsteşarlığı Aralık ayında düzenlediği üç ihale ile toplam 5.9 milyar YTL'lik net iç borçlanma gerçekleştirmiştir. Ancak, 28 Aralık tarihinde gerçekleştirilen referans bono ihalesinin valör tarihinin 4 Ocak olması nedeniyle Aralık ayındaki net borçlanma 4.3 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir. 5.6 milyar YTL iç borç itfası yapılan Aralık ayında iç borç çevirme oranı %76.8 olarak gerçekleşmiştir.



Hazine'nin aylık ortalama iç borçlanma faizi Aralık ayında, bir önceki aya göre 0.4 puan düşerek %21,1'e gerilemiştir. Aralık ayında iç borçlanmanın ortalama vadesi ise 423 gün olarak gerçekleşmiştir.

145.4 milyar YTL'si iç ve 25.4 milyar YTL'si dış olmak üzere toplam 170.8 milyar YTL borç servisinin yapıldığı 2006 yılında 125.9 milyar YTL borçlanma gerçekleştirilmiştir. Söz konusu borçlanmanın 111 milyar YTL'lik kısmı iç borçlanmadan oluşmuştur. Sonuç olarak, 2006 yılında iç borç çevirme oranı %76,3 olarak gerçekleşmiş ve hedefin altında kalmıştır. 2006 yılında Hazine'nin nakit rezervleri 6.2 milyar YTL artış göstermiştir. 2006 yılı ilk çeyreğinde iç borçlanmanın maliyeti 2005 yılı sonundaki seviyesini korumuş, ancak Mayıs ayında piyasalarda yaşanan dalgalanmanın ardından yükseliş eğilimine girmiştir. Bu nedenle Hazine sabit faizli borçlanma imkanı bulamamış ve değişken faizli borçlanmaya ağırlık vermiştir. Yılın kalan bölümünde de iç borçlanmanın maliyetinde önemli bir düşüş yaşanmamıştır. İç borçlanma faizlerindeki yükseliş, 2007 yılındaki faiz harcamalarının artmasına neden olmuş ve bütçeye ek yük getirmiştir. 2006 yılında uluslararası piyasalarda yapılan tahvil ihraçlarının maliyetlerinde bir değişiklik yaşanmamıştır. Euro cinsi ihraçlarda söz konusu maliyet %5,4, dolar cinsi ihraçlarda ise %7,4 olarak gerçekleşmiştir. 2006 yılında finansman açısından önemli noktalardan birisi de 2006 finansman programında 30.2 milyar YTL olarak öngörülen nakit bazlı faiz dışı fazlanın 38.4 milyar YTL olarak gerçekleşmesidir. Borçlanma dışı gelirlerdeki bu gelişme, Hazine'nin finansman programına olumlu katkı yapmıştır.

Ocak Ayı Finansman Programı (milyar YTL)	
Ödemeler	18.0
İç Borç	16.3
Dış Borç	1.8
Finansman	18.0
Piyasadan İhale Yoluyla Borçlanma	10.3
Diğer Finansman	7.7
Faiz Dışı Fazla	1.0
Kamuya Satışlar	2.7
Dış Borçlanma	0.0
Kasa - Banka	4.0

Hazine Müsteşarlığı piyasaya 13.6 milyar YTL'lik iç borç ödemesi yapacağı 2007 yılının ilk ayında, 18 milyar YTL'lik finansman ihtiyacının 10.3 milyar YTL'lik bölümünü piyasalardan borçlanarak karşılamayı öngörmektedir. Hazine 16 Ocak tarihinde 182 gün vadeli iskontolu referans bono ihracı ve 1463 gün vadeli sabit kuponlu tahvil ihracı gerçekleştirecektir. Hazine, ayrıca, 23 Ocak tarihinde 672 gün vadeli iskontolu tahvil ve 1092 gün vadeli döviz cinsi tahvil ihaleleri düzenleyecektir. Ocak ayında 7.7 milyar YTL borçlanma dışı finansman öngörülmektedir. Söz konusu tutarın 1 milyar YTL'si faiz dışı fazla, 2.7 milyar YTL'si kamuya satışlar ve 4 milyar YTL'si kasa-banka kullanımlarıdır.

► 2007 Yılı Borçlanma Programı

2007 Yılı Finansman Programı			
Milyar YTL	2005	2006 (T)	2007 (P)
Toplam Borç Servisi	188.6	170.8	166.5
İç Borç	167.4	145.4	140.3
Dış Borç	21.1	25.4	26.2
Kaynaklar	188.6	170.8	166.5
Borçlanma Dışı Kaynaklar	36.3	49.6	41.8
FDf	32.3	38.4	34.3
Diğer	4.0	11.2	7.5
Borçlanma	162	125.9	122
İç Borçlanma	149.6	111.0	104.2
Dış Borçlanma	12.4	15.0	17.8
Tahvil İhracı	8.6	8.2	8.2
Uluslararası Kuruluşlar	3.3	6.1	6.6
Diğer	0.5	0.6	3.0
Kasa Banka Değ.	-9.6	-6.2	2.7
Kur Farkı	-0.1	1.4	-
İç Borç Çevirme Oranı	89.4	76.3	74.2
Kaynak Hazine Müsteşarlığı			

Hazine Müsteşarlığı 2007 yılı için finansman programını açıklamıştır. Buna göre, Hazine'nin 2007 yılında gerçekleştireceği 166.5 milyar YTL'lik borç servisinin, 140.3 milyar YTL'lik bölümünü iç borç geri ödemeleri, 26.2 milyar YTL'lik bölümünü ise dış borç servisi oluşturmaktadır. 2007 yılı için öngörülen toplam iç borç servisinin, 122.9 milyar YTL'lik kısmını piyasaya yapılacak ödemeler, 14.5 milyar YTL'lik kısmını ise kamu kurumlarına ROT yoluyla gerçekleştirilen satışların ödemeleri oluştururken, Merkez Bankası'na gerçekleştirilecek itfa tutarının toplam 3 milyar YTL olması öngörülmektedir. 2007 yılında gerçekleştirilecek dış borç servisinin 10.6 milyar YTL'lik bölümünü Eurobond ihraçlarına ilişkin ödemeler, 8.7 milyar YTL'sini IMF kredileri geri ödemeleri

oluşturmaktadır.

2007 yılı için öngörülen kaynak yapısına bakıldığında, 41.8 milyar YTL borç dışı kaynak sağlanması planlanırken 122 milyar YTL borçlanma hedeflenmektedir. 2007 yılında borç dışı kaynaklarda 2006 yılına göre gerilme beklentisi dikkat çekmektedir. 7,8 milyar YTL'lik gerilemenin 4.1 milyar YTL'si Faiz Dışı Fazladaki (FDf) gerilemeden, 3.8 milyar YTL'lik bölümü TMSF'den gerçekleştirilen tahsilattaki gerilemeden kaynaklanmaktadır.

2007 yılında yapılması öngörülen toplam borçlanmanın 17.8 milyar YTL'sinin dış borçlanma, 104.2 milyar YTL'sinin ise iç borçlanma yolu ile yapılması planlanmaktadır. Uluslararası sermaye piyasalarından tahvil ihracı yoluyla 8.2 milyar YTL tutarında borçlanma yapılması öngörülmektedir. Buna ek olarak, uluslararası kuruluşlardan 6.6 milyar YTL kaynak sağlanması hedeflenmektedir. 2007 yılında diğer dış borçlanma kanalıyla 3 milyar YTL kaynak sağlanması öngörülmektedir.

140.3 milyar YTL tutarındaki iç borç servisine karşılık, 104.2 milyar YTL tutarında iç borçlanmaya gidilmesi sonucunda, 2007 yılında iç borç çevirme oranının ortalama %74,2 olması beklenmektedir.

Hazine nakit imkanlarının güçlendirilmesi stratejisi kapsamında 2005 yılında 9.6 milyar YTL, 2006 yılında ise 6.2 milyar YTL artırılan Hazine nakit rezervinden, 2007 yılı içerisinde 2.7 milyar YTL tutarında kullanım planlanmaktadır.

Borçlanma Stratejisi:

Hazine tarafından yayımlanan 2007 finansman programında borçlanmaya ilişkin temel noktalar şu şekilde sıralanmıştır;

- 2007 yılında iç borçlanma
 - i. YTL cinsi iskontolu "gösterge tahviller" (Ocak, Nisan Temmuz, Ekim)
 - ii. YTL cinsi kısa vadeli iskontolu tahvil/bonolar
 - iii. YTL cinsi üç ve altı ay vadeli referans bonolar
 - iv. YTL cinsi uzun vadeli ve sabit kuponlu tahviller
 - v. YTL cinsi uzun vadeli ve değişken faizli tahviller
 - vi. Enflasyona endeksli tahviller
 - vii. Döviz cinsi tahviller

yolu ile yapılacaktır.

- YTL cinsi iskontolu “gösterge tahviller”, Ocak, Nisan, Temmuz ve Ekim aylarının her birinde ihraç edilecek ve söz konusu tahviller piyasa koşulları ve Hazine borçlanma ihtiyacı doğrultusunda ilk ihraç tarihini izleyen iki ay boyunca yeniden ihraç edilebilecektir.
- Enflasyona endeksli tahviller, üç ayda bir olmak üzere ihraç edilecektir. 2007 yılında ihraç edilmeye başlanacak enflasyona endeksli tahvillerle, borçlanmada çeşitlilik yaratılmaya çalışılırken, söz konusu tahvillerin alıcılarının enflasyon beklentileri belirlenmesi amaçlanmıştır.
- YTL cinsi borçlanmanın ağırlıklı olarak sabit faizli enstrümanlarla yapılması ve ortalama vadenin piyasa koşullarının elverdiği ölçüde uzatılması hedeflenmektedir. 2006 yılındaki dalgalanma ile bir süre gerçekleştirilemeyen sabit faizli senet ihracına 2007 yılında ağırlık verilerek, borç stokunun faize duyarlılığı azaltılmaya çalışılacaktır.
- Döviz cinsinden iç borç çevirme oranı %80’i aşmayacak ve dövizde endeksli senet ihracı gerçekleştirilmeyecektir.
- 2007 yılında da güçlü Hazine rezervi bulundurma politikasına devam edilecek ve borçlanma dışı kaynaklarda öngörülenin üzerinde bir performans sağlanması durumunda, söz konusu kaynaklar bu amaçla kullanılacaktır. Ancak, 2006 yılından farklı olarak 2007 yılında Hazine’nin nakit rezervlerinden 2.7 milyar YTL kullanım planlanmaktadır.
- Borç servisinin dönemler arası dengeli dağılmasının sağlanması için, aktif borç yönetimi çerçevesinde geri alım ve değişim ihaleleri etkin olarak kullanılacaktır.

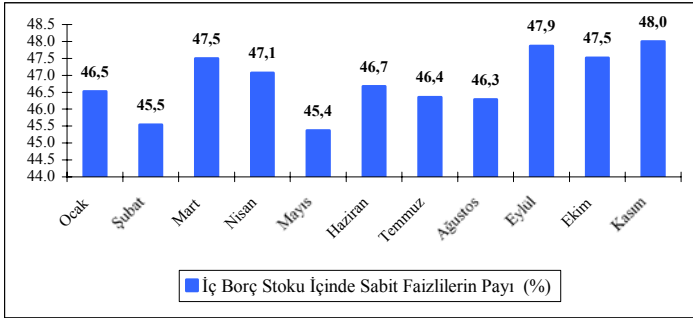
► **Borç Stoku**

Merkezi Yönetim Borç Stoku

Merkezi Yönetim Borç Stoku			
Milyar YTL	2005 Yıl Sonu	Ekim 2006	Kasım 2006
Toplam Borç Stoku	331.5	346.6	348.5
İç Borç Stoku	244.8	250.9	252.9
Dış Borç Stoku	86.7	95.6	95.5

KAYNAK :HAZİNE

YTL artarak 252.9 milyar YTL olurken, dış borç stoku 116 milyon YTL gerileyerek 95.5 milyar YTL’ye düşmüştür. Kasım ayı sonu itibarıyla iç borç stokunun ortalama vadesi Ekim ayı sonuna göre 0.2 ay artarak 24.4 ay olarak gerçekleşmiştir.



Merkezi Yönetim İç Borç Stoku içinde sabit faizli olanların payı, Kasım ayında %48’e yükselerek 2006 yılı içindeki en yüksek seviyesine ulaşmıştır. Mayıs ayında piyasalarda yaşanan dalgalanmaların ardından sabit faizli borçlanma imkanı bulamayan Hazine’nin, son dönemde tekrar sabit faizli borçlanmaya yönelerek borç stokunun faize duyarlılığını düşürdüğü görülmektedir.

Dış Borç Stoku

Dış Borç Stoku					
(Milyon \$)	2004	2005	2006 Ç1	2006 Ç2	2006 Ç3
Toplam Dış Borç Stoku	162.261	170.529	185.719	193.267	198.261
Kısa Vade	32.569	38.247	41.285	43.778	43.322
Kamu	0	0	0	0	0
TCMB	3.287	2.763	2.753	2.774	2.597
Özel	29.282	35.484	38.532	41.004	40.725
Orta-Uzun Vade	129.692	132.282	144.506	149.489	154.939

KAYNAK : HAZİNE

Hazine tarafından açıklanan verilere göre Türkiye’nin dış borç stoku ,2006 yılının ilk üç çeyreklik döneminde 27.7 milyar dolar artarak 198.3 milyar dolara yükselmiştir. Söz konusu dönemde özel sektörün dış borç stoku 27.1 milyar dolar artarken, kamu kesimi ve Merkez Bankası’nın toplam dış borç stokları ise 589 milyon dolar yükselmiştir.

Dış Borç Stokunun Vade Yapısı					
(%)	2004	2005	2006 Ç1	2006 Ç2	2006 Ç3
Kısa Vade	20,1	22,4	22,2	22,7	21,9
Orta-Uzun Vade	79,9	77,6	77,8	77,3	78,1
KAYNAK : HAZİNE					

2004 yılında %20,1 olan kısa vadeli dış borç stokunun toplam borç stoku içindeki payı 2006 yılının ikinci çeyreğinde %22,7'ye yükseldikten sonra, 3 çeyrekte gerileyerek %21,9 olarak gerçekleşmiştir.

Dış borçlanmada özel sektörün payı giderek artmaktadır. 2005 yılı sonunda dış borç stokunun %51'i özel sektöre ait iken, söz konusu oran 2006 yılı ilk üç çeyreği sonunda %57,5'e yükselmiştir. 114.1 milyar dolara ulaşan özel sektörün dış borç stoku firmalar kesiminin kurlara duyarlılığını yükseltmektedir. Bu noktada, özel sektörün ticarete konu olan malları üretmesi önümüzdeki dönemde finansman sorunu yaşamaması için daha da önem kazanmaktadır.

Net Dış Borç Stoku

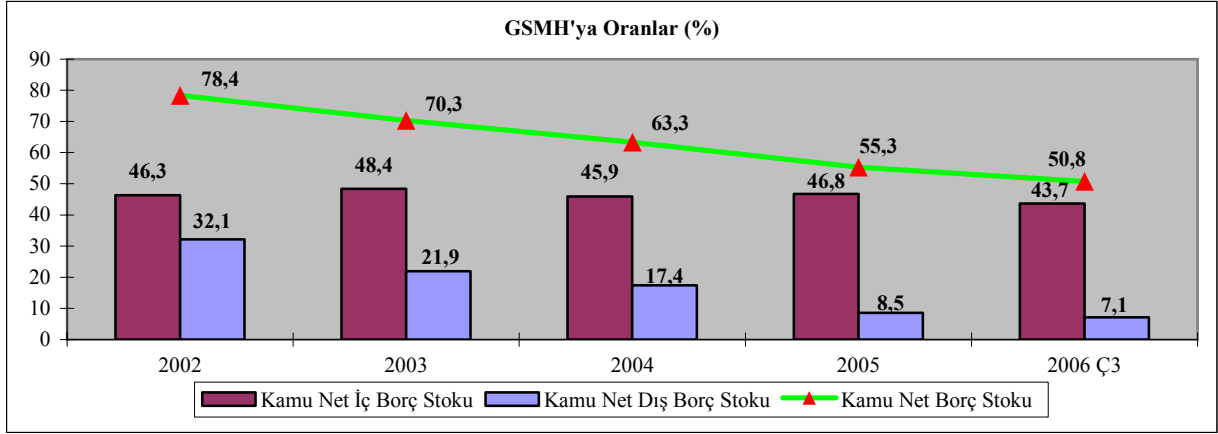
Net Dış Borç Stoku					
(Milyon \$)	2004	2005	2006 Ç1	2006 Ç2	2006 Ç3
Dış Borç Stoku*	119.866	124.897	135.985	139.962	145.473
Bankacılık Sektörü Net Dış Varlıkları	16.442	25.512	28.147	27.373	32.591
Net Dış Borç Stoku	103.432	99.989	108.078	112.589	112.882
Net Dış Borç Stoku / GSMH	34,5	27,5	29,2	29,5	29,1
KAYNAK : HAZİNE					
* Bankacılık sektörü hariç					

Hazine Müsteşarlığı tarafından açıklanan ve bankalar ile Merkez Bankası borçları dışındaki borçlardan bankacılık sektörü net dış varlıkları düşülerek hesaplanan net dış borç stoku 2006 yılının üçüncü çeyreğinde 5.5 milyar dolar artarak 112.9 milyar dolara yükselmiştir. Söz konusu dönemde bankacılık sektörünün net dış varlıkları 5,2 milyar dolar artış göstermiştir. 2001 yılında GSMH'nin %53,7'sine ulaşan net dış borç stoku 2005 yılı sonu itibarıyla %27,7'ye gerilemiştir. Ancak reel sektörün borç stokunun artmasıyla 2006 yılı üçüncü çeyreğinde söz konusu oran %29,1'e yükselmiştir.

Kamu Net Borç Stoku

Kamu Net Borç Stoku (milyar YTL)					
	2004	2005	2006 Ç1	2006 Ç2	2006 Ç3
Kamu Brüt Borç Stoku	332.1	348.4	351.0	367.2	365.5
Kamu Net Borç Stoku	272.2	269.1	264.4	261.8	267.4
Net İç Borç Stoku	199.6	227.7	235.6	228.4	232.5
Net Dış Borç Stoku	74.8	41.4	31.8	37.3	34.9
KAYNAK:HAZİNE					

Hazine Müsteşarlığı tarafından açıklanan rakamlara göre 2005 yılı sonundan itibaren kamu net borç stokundaki gözlenen azalma eğilimi 2006 yılının üçüncü çeyreğinde son bulmuştur. Eylül ayı sonu itibarıyla kamu net borç stoku 2006 yılını ikinci çeyreğine göre 1.7 milyar YTL artış göstermiştir. Söz konusu dönemde net iç borç stoku 4.1 milyar YTL artarken, net dış borç stoku 2.4 milyar YTL gerilemiştir. Kamu net borç stoku 2006 yılının ilk üç çeyreğinde 1.7 milyar YTL azalmıştır. 2006 yılının ikinci yarısında 44.9 milyar YTL'ye yükselen Merkez Bankası varlıkları Eylül ayı sonu itibarıyla 42.2 milyar YTL'ye gerilemiştir. Söz konusu dönemler itibarıyla kamu mevduatı da 2.1 milyar YTL azalmıştır. Sonuç olarak, yılın üçüncü çeyreğinde kamu net borç stokundaki artış brüt borç stokundaki artıştan değil, Merkez Bankası varlıkları ve Kamu Mevduatındaki gerilemeden kaynaklanmıştır.



Kamu net borç stokunda üçüncü çeyrekte görülen artışla birlikte kamu net borç stokunun GSMH'ya oranında da bir miktar yükselme görülmüştür. 2006 yılı Haziran ayı sonu itibariyle %50,1 olan söz konusu oran Eylül ayı itibariyle %50,8'e yükselmiştir. Üçüncü çeyrekteki bu sınırlı artışa karşın kamu net borç stokunun GSMH'ya oranında 2006 yılının ilk üç çeyreğinde önemli bir gerileme yaşanmıştır. 2005 yılında %55,8 olan oran 4.5 puan gerileyerek %50,8'e düşmüştür.

ÖDEMELER DENGESİ

Ödemeler Dengesi (Milyon \$)	Ekim			Ocak-Ekim		
	2005	2006	Değ. (%)	2005	2006	Değ. (%)
Cari İşlemler Hesabı	-895	-2.476	176,6	-16.767	-28.021	67,1
Dış Ticaret Dengesi	-2.361	-3.422	44,9	-16.615	-35.641	114,5
İthalat	-9.499	-10.566	11,2	-89.736	-107.056	19,3
İhracat	7.138	7.134	-0,1	63.121	71.415	13,1
Hizmetler Dengesi	1.649	1.160	-29,7	13.281	11.262	-15,2
Turizm	1.661	1.391	-16,3	14.113	12.990	-8,0
Yatırım Geliri Dengesi	-321	-372	15,9	-4.649	-5.007	7,7
Cari Transferler	138	168	21,7	1.216	1.365	12,3
Finans Hesabı	4.061	2.647	-34,8	30.608	36.580	19,5
Doğrudan Yatırımlar	238	2.807	1079,4	3.339	15.313	358,6
Portföy Yatırımları	-244	3.713	-1621,7	8.676	6.902	-20,4
Diğer Yatırımlar	4.067	-3.873	-195,2	18.593	14.365	-22,7
Net Hata Noksan	-25	-813	3152,0	2.632	-732	-127,8
Rezerv Varlıklar	-2.985	642	-121,5	-16.473	-7.827	-52,5
Resmi Rezervler	-2.985	1.055	-135,3	-11.546	-3.672	-68,2

Kaynak: TCMB

Merkezi Bankası tarafından açıklanan Ödemeler Bilançosu rakamlarına göre, Ekim ayında cari işlemler açığı 2005 yılının aynı ayına göre %176,6 artarak 2.5 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. 2006 yılı Ekim ayında cari işlemler açığında görülen 1.5 milyar dolarlık artışın, 1.1 milyar doları dış ticaret dengesindeki genişlemeden, 489 milyon doları ise hizmetler dengesindeki bozulmadan kaynaklanmıştır. 2005 yılı Ocak-Ekim döneminde 16.8 milyar dolar olan cari işlemler açığı 2006 yılının aynı döneminde %67,1 oranında artarak 28 milyar dolara ulaşmıştır. Ekim ayı sonu itibarıyla yıllık açık ise 34.4 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.

	2005 Yılına Göre Değişim (Ocak-Ekim) milyon \$	Artışa Katkı (%)
Hizmetler Dengesi	-2.019	100,0
Taşımacılık	-264	13,3
Turizm	-1.123	55,6
İnşaat	17	0,8
Finansal Hizmetler	-166	8,2
Diğer Ticari	-135	6,7
Resmi Hizmetler	-162	8,0
Diğer Hizmetler	-186	9,2

Daha önceki raporlarda vurguladığımız gibi 2006 yılının ilk on aylık döneminde cari işlemler açığının artışında, dış ticaret açığının genişlemesinin yanısıra hizmetler dengesindeki fazlanın azalmasının da önemli bir payı bulunmaktadır. Ocak-Ekim dönemleri karşılaştırıldığında, 2006 yılında hizmetler hesabındaki fazlada 2005 yılına göre 2 milyar dolarlık bir gerileme görülmektedir. Söz konusu gerilemenin %55,6'lık bölümü turizm gelirlerindeki azalmadan kaynaklanmaktadır. Ancak turizm sektöründeki olumsuz gelişmelere ek olarak diğer hizmet

kalemlerinde de net döviz çıkışı yaşanması 2006 yılında hizmetler dengesindeki bozulmayı arttırmıştır.

► Sermaye ve Finans Hesapları

Ekim ayında Denizbank'ın yaklaşık %75'lik hisselerinin Dexia SA'ya devrinden kaynaklanan tutarın etkisiyle doğrudan yatırımlar kanalıyla 2.8 milyar dolarlık döviz girişi yaşanmıştır. Doğrudan yatırımlara ek olarak, yabancı yatırımcılar 3.7 milyar dolarlık portföy yatırımı gerçekleştirirken, diğer yatırımlar yoluyla 3.8 milyar dolarlık döviz çıkışı yaşanmıştır. Sonuç olarak, Ekim ayında 2.6 milyar dolarlık döviz girişi yaşanmıştır. 2006 yılı Ekim ayında finans hesaplarında bir diğer önemli gelişme de bankaların döviz rezervlerinde yaşanan artıştır. Bankaların döviz varlıklarında Ekim ayındaki 4.7 milyar dolarlık artışla yılın ilk on aylık dönemindeki artışı 9.7 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.

Ekim ayında, yabancı yatırımcıların DİBS alımları 3.5 milyar dolar ile 2006 yılındaki en yüksek seviyesine ulaşmıştır. Söz konusu ayda yabancı yatırımcıların hisse senedi alımları ise 492 milyon dolar seviyesinde gerçekleşmiştir.

2006 Yılı Ocak-Ekim döneminde toplam sermaye girişi bir önceki yılın aynı ayına göre %19,5 oranında artarak 36.6 milyar dolara yükselmiştir. Söz konusu dönemdeki toplam sermaye girişinin 15.3 milyar doları doğrudan yatırımlar, 6.9 milyar doları portföy yatırımları ve 14.4 milyar doları diğer yatırımlar yoluyla olmuştur.

Ocak-Ekim dönemleri itibariyle, 2005 yılına göre 12 milyar dolar artışı gösteren doğrudan yatırımların cari işlemler açığını karşılama oranı %19,9'dan %54,6'ya yükselmiştir.

2006 yılının ilk on ayında net hata noksan kalemiyle 732 milyon dolarlık döviz çıkışının yaşanmasının ardından, toplam döviz açığı 28.7 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu dönemde 36.6 milyar dolar sermaye girişi gerçekleşmiş, 3.8 milyar dolarlık IMF dış borç ödemesi yapılmıştır. Sonuç olarak Merkez Bankası rezervleri 3.8 milyar dolar artmıştır.

Cari İşlemler Açığının Finansman Kalitesi				
	2003	2004	2005	2006*
Cari İşlemler Açığı (Milyon \$)	-8.036	-15.604	-23.155	-34.411
Cari İşlemler Açığı / GSYİH (%)	3,4	5,2	6,4	8,5**
Döviz Açığı (milyon \$)	-3.095	-13.336	-20.709	-35.523
Toplam Finansman (Milyon \$)	7.192	17.752	44.141	50.122
Sıcak Para (Milyon \$)	10.258	14.905	18.586	5.141
Toplam Finansmanın Döviz Açığını Aşan Kısmı (%)	132,4	33,1	113,1	41,1
Net Hata Noksan / Sıcak Para (%)	48,2	15,2	13,2	-21,6
Kısa Vadeli Krediler / Sıcak Para (%)	22,5	24,7	16,5	-13,5
Sıcak Para / Toplam Finansman (%)	142,6	84,0	42,1	10,3
Sıcak Para / Net Uluslararası Rezervler (%)	22,8	27,7	27,0	6,2
Sıcak Para / Uzun Vadeli Finansman (%)	1426,7	175,8	80,6	11,0
Yabancıların Portföy Yatırımlarında Hisse Sen. Payı (%)	35,9	19,1	48,9	25,2

Kaynak: TCMB
*: Ekim ayı Sonu İtibariyle Yıllık **: Eylül Ayı Sonu İtibariyle

Cari işlemler açığı 2003 yılından itibaren büyük oranlı bir artış eğilimine girmiş ve 2006 yılı Ekim ayı sonu itibariyle yıllık 34.4 milyar dolara ulaşmıştır. Buna paralel olarak cari işlemler açığının GSYİH'ya oranı da sürekli artarak 2006 yılı 3. çeyreği itibariyle %8,5'e yükselmiştir. Cari işlemler açığındaki artışla birlikte, 2004 yılından itibaren toplam sermaye girişi cari işlemler açığının üzerinde seyretmiştir. 2006 yılı Ekim ayı sonunda yıllık sermaye girişi söz konusu dönemdeki döviz açığının %41,1 üzerinde gerçekleşmiştir.

Son dönemde sıkça tartışılmakta olan ve sıcak para olarak tanımlanan kısa vadeli sermaye girişi 2003-2006 döneminde önemli yapısal değişiklikler göstermiştir. Öncelikle sıcak paranın toplam sermaye girişi içindeki payı 2003 yılındaki %142,6'lık değerinden 2006 yılı Ekim ayı sonunda %10,3'e gerilemiştir. Bir başka ifade ile cari işlemler açığının finansmanında sıcak para ağırlığını kaybetmiştir. Söz konusu dönemde sıcak para olarak tanımladığımız sermaye girişinin net uluslararası rezervlere oranı da %22,8'den %6,2'ye gerilemiştir.

2003-2006 yılları arasında, sıcak paranın toplam sermaye içindeki ağırlığını kaybetmesinin ve net uluslararası rezervlerin kısa vadeli sermaye girişine göre artmasının yanında sıcak paranın yapısında da çarpıcı değişimler gözlenmiştir. Kayıt dışı sermaye girişi olan net hata noksan kalemi, sıcak para içindeki önemini yitirmiştir. 2006 yılı Ekim ayı sonu itibariyle net hata noksan kaleminde döviz çıkışı yaşanmıştır. Bununla birlikte, bankaların ve reel sektörün kısa vadeli kredi kullanımlarının 2004 yılından itibaren sıcak para içindeki payları da gerilemiştir. 2006 yılı Ekim ayı sonu itibariyle bankaların ve firmalar kesiminin kısa vadeli yurtdışı kredilere ilişkin net borç ödeyici konumda oldukları görülmektedir. Sıcak para tanımlaması içinde yer alan ve 2003-2006 dönemi itibariyle en önemli artışı gösteren kalemler yabancı yatırımcıların Türkiye'deki hisse senedi ve DİBS alımları olmuştur. 2003 yılında toplam 1.6 milyar dolar olan yabancı yatırımcıların hisse senedi ve DİBS alımları 2005 yılında 5.9 milyar dolara çıkmış, 2006 yılı Ekim ayı itibariyle yıllık 4.6 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.

Sonuç olarak gerek toplam finansman içinde sıcak paranın payının geriliyor olması, gerekse sıcak paranın yapısındaki iyileşmenin sürmesi ile cari işlemler açığının finansman kalitesinin arttığı görülmektedir. Ancak yüksek reel faizlerin etkisiyle yabancı yatırımcıların hisse senedi piyasası yerine DİBS piyasasını tercih etmeleri sonucunda, yabancıların hisse senedi alımlarının toplam portföy yatırımları içindeki payı 2005 yılındaki

%48,9'luk seviyesinden 2006 yılı Ekim ayı sonu itibarıyla, %25,2'ye gerilemiştir. Bu durum cari açığın finansman maliyetlerini arttıran bir gelişme olarak görülmektedir. Ancak, yabancı yatırımcıların hisse senedi piyasasında büyük bir portföye sahip olmalarına karşın söz konusu hisse senetlerinin ne oranda sıcak para olarak değerlendirilebileceği tartışma konusudur.

2006 yılında dış ticaret açığındaki genişleme ve hizmetler dengesindeki bozulma nedeniyle, cari işlemler açığı beklentilerin oldukça üzerinde gerçekleşmiştir. 2006 yılının 3. çeyreğinde büyümede beklentilerin üzerinde gerçekleşen yavaşlamanın cari işlemler açığı üzerinde daraltıcı bir etki yaratmadığı görülmektedir. 2006 yılı sonu itibarıyla GSYİH'nın %9'u seviyesine ulaşması beklenen cari işlemler açığı, ekonominin en zayıf göstergesi olarak tedirginlik yaratmaya devam edecektir. İhracat yapan sektörlerin ithal ara mallarına bağımlılıklarının yüksek olması nedeniyle büyümedeki yavaşlamanın cari işlemler açığını daraltıcı etkisi sınırlı olmaktadır. Dolayısıyla söz konusu durum cari işlemler açığını yapısal bir sorun haline getirmektedir. Bununla birlikte, 2007 yılında hizmetler dengesinde 2006 yılına yakın bir performans gösterilmesi halinde, cari işlemler açığının yüksek gerçekleşme olasılığı artmaktadır.

VakıfBank Ekonomik Araştırmalar Birimi olarak 2007 yılı cari işlemler açığı tahminimiz 40 milyar dolardır.

DIŞ TİCARET

Dış Ticaret						
Milyon \$	2005	2006	Kasım Değ.(%)	2005	Ocak –Kasım 2006 Değ.(%)	
İhracat	5.943	8.492	42,9	66.230	76.566	15,6
İthalat	9.673	12.711	31,4	105.092	125.298	19,2
Dış Ticaret Dengesi	-3.731	-4.219	13,1	-38.861	-48.732	25,4
Karşılama Oranı (%)	61,4	66,8		63,0	31,1	

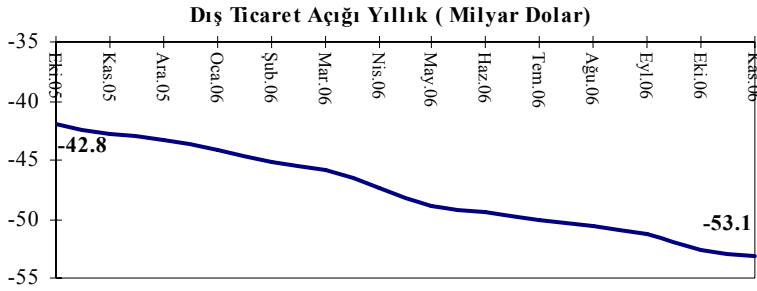
Kaynak: TÜİK

Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) verilerine göre, ihracat Kasım ayında bir önceki yılın aynı ayına göre %42,9 oranında artarak 8.5 milyar dolara yükselerek aylık bazdaki en yüksek değerine ulaşmıştır. Söz konusu ayda ithalat ise %31,4'lük artışla 12.7 milyar dolara yükselmiştir. Böylece, Kasım ayında dış ticaret açığı beklentilere paralel olarak 4.2 milyar dolar seviyesinde gerçekleşmiştir. 2006 yılının Ocak-Kasım döneminde ihracat bir önceki yılın aynı dönemine göre %15,6 artarak 76.6 milyar dolara yükselirken, ithalat %19,2'lik artışla 125.3 milyar dolara ulaşmıştır. 2005 yılı Ocak-Kasım döneminde 38.9 milyar dolar olan dış ticaret açığı, 2006 yılının aynı döneminde 48,7 milyar dolara yükselmiştir.

	Dışa Açıklık Oranı (%)	Dış Ticaret Açığı / GSYİH (%)	Dış Ticaret Hadleri
2003	48,7	-9,2	100,0
2004	53,7	-11,5	100,6
2005	52,6	-12,0	99,7
2006*	56,0	-13,8	95,0

Kaynak: TÜİK, TCMB
* Eylül Sonu İtibariyle

Son dönemde ihracatını ve ithalatını hızla arttıran Türkiye'nin dışa açıklık oranı da buna paralel olarak yükselmiştir. 2003 yılında %48,7 olan dışa açıklık oranı 2006 yılı 3. çeyreği itibariyle %56'ya yükselmiştir. Ancak, aynı dönemde dış ticaret açığının GSYİH'ya oranı da büyük ölçüde artmış ve söz konusu dönemde %9,2'den %13,8'e yükselmiştir. Bu gelişmelere paralel olarak dış ticaret hadlerinin Türkiye'nin aleyhinde gelişmesi yurtdışına kaynak aktarımına neden olmuştur.



Kasım ayı sonu itibariyle yıllık ihracat 83.8 milyar dolar olurken, yıllık ithalat 136.9 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. 2006 yılı Ekim ayı sonu itibariyle yıllık dış ticaret açığı ise bir önceki yılın aynı dönemine göre 10.3 milyar dolar artarak 53.1 milyar dolara ulaşmıştır.

► İhracat

Kasım ayında temel ihracat kalemlerinin tümünde yüksek oranlı büyüme kaydedilmiştir. 2006 yılında geçen aylarında tekstil ürünleri ihracatında görülen yavaşlama eğilimi, Kasım ayındaki %24,6'luk artışla son bulmuştur. Buna ek olarak, Kasım ayında ihracatı %82,4 oranında artan ana metal sanayii, toplam ihracat artışına %7,5'lik katkı sağlamıştır. Motorlu kara taşıtları ihracatının toplam ihracat artışına katkısı %8,3, tekstilin ise %3,1 olarak gerçekleşmiştir. Kasım ayında Türkiye'nin yarı dayanıklı tüketim malları ihracatı %23,5 oranında artmıştır. Son iki ayda tarım sektörü ihracatında görülen gerileme, Kasım ayında son bulmuş ve söz konusu sektörün ihracatı %5,5 oranında artış göstermiştir.

İhracata ülke grupları itibariyle bakıldığında, ihracatımızın %52,2'sini gerçekleştirdiğimiz Avrupa Birliği ülkelerine yapılan ihracat Ocak – Kasım döneminde bir önceki yılın aynı dönemine göre %14,4 oranında artış göstererek 34.6 milyar dolara yükselmiştir. Söz konusu dönemde diğer Avrupa ülkelerine yapılan ihracat ise 2005 yılına göre %31,7 oranında artarak 8 milyar dolara yükselmiştir.

TİM İhracat Rakamları						
Milyon \$	Aralık			Ocak – Aralık		
	2005	2006	Değ. (%)	2005	2006	Değ. (%)
İhracat	7.314	8.716	19,2	73.445	85.761	16,8
Tarım	952	981	3,0	9.228	9.772	5,9
Sanayi	6.217	7.522	21,0	62.691	73.908	17,9
Madencilik	143	231	48,4	1.513	2.081	37,4

Kaynak: TİM

yüksek bir oranda artarak 8.7 milyar dolara ulaşan ihracat, Türkiye'nin aylık bazda en yüksek ihracat rakamına işaret etmektedir. Sonuç olarak TİM verilerine göre, Türkiye'nin 2006 yılı toplam ihracatı 2005 yılına göre %16,8 artarak 85,8 milyar dolara ulaşmıştır. 2006 yılında en büyük ihracat kalemleri %18,1'lik payla taşıt araçları ve yan sanayi ve %16,3'lik payla hazır giyim ve konfeksiyon olmuştur.

► İthalat

İthalat						
Milyon \$	Kasım			Ocak – Kasım		
	2005	2006	Değ. (%)	2005	2006	Değ. (%)
Yatırım Malları	1.770	2.058	16,2	17.990	19.909	10,7
Ara Malları	6.634	9.319	40,5	74.183	90.248	21,7
Tüketim Malları	1.233	1.289	4,5	12.417	14.546	17,1

Kaynak: TÜİK

malları ithalatının da eşlik etmesi toplam ithalat artışının yüksek gerçekleşmesine neden olmuştur. Kasım ayında yatırım malları %16,2, tüketim malları ise %4,5 artış göstermiştir.

Ekim ayında sanayi için işlem görmüş hammadde ithalatı %47,7 oranında artmıştır. Söz konusu malların 2006 yılının Ocak-Kasım dönemindeki toplam ithalatı 42,2 milyar dolara ulaşmıştır. Ayrıca, mineral yakıt ve yağ ithalatı da Kasım ayında %34,1 artış göstermiştir. Tüketim mallarında ise binek otomobiller %38,2, yarı dayanıklı tüketim malları %43,6 dayanıksız tüketim malları ise %18,1 oranında artış göstermiştir.

Ocak-Kasım Dönemindeki İthalat Artışına Katkıları (Puan)	İthalat
Sermaye Malları	1,8
Ara Malları	15,3
Tüketim Malları	2,0

KAYNAK: TÜİK

İthalattaki artışa ekonomik grupların katkılarına bakıldığında, ara malı ithalatındaki artışın toplam ithalat artışına 15.3 puanla en yüksek katkıyı yaptığı görülmektedir. Sermaye malları ithalatında görülen yavaşlama söz konusu grubun ithalat artışına katkısının da küçük olmasına neden olmuştur. Tüketim mallarında Ocak-Kasım döneminde %17,1 artış yaşanmasına karşın toplam ithalat içindeki payının düşük olması nedeniyle toplam ithalat artışına katkısı sınırlı olmuştur.

2006 yılının ilk on bir aylık bölümünde ihracatta iyi bir performans yakalanmasına karşın başta ara malı ithalatındaki artış nedeniyle ithalatın da yüksek oranlı büyümesi dış ticaret açığının genişlemesine neden olmuştur. 2007 yılında petrol fiyatlarındaki artış eğiliminin son bulması ile enerji ithalatının dış ticaret dengesi üzerindeki olumsuz etkilerini bir miktar sınırlaması beklenmektedir. Ancak ihracat artışının büyük oranda beraberinde ithalat artışını da getirmesi dış ticaret dengesindeki kısa vadeli kalıcı bir düzelmeyi mümkün kılmamaktadır. 2007 yılının üçüncü çeyreğine kadar faizlerde belirgin bir düşüş beklenmemesi nedeniyle iç talepteki yavaşlamanın devam etmesi ithalatın artış eğilimini bir miktar sınırlayabilecektir. Ancak bu durumun dış ticaret dengesinde belirgin bir düzelmeye neden olmayacağını düşünmekteyiz. Sonuç olarak 2007 yılında döviz kurlarında önemli bir değişiklik olmayacağı ve enerji fiyatlarının beklentilere uyumlu bir seyir izleyeceği varsayımı altında, dış ticaret dengesinin 2006 yılındaki seviyesinin bir miktar üzerinde gerçekleşmesi ancak artış hızının yavaşlamasını beklenmektedir.

VakıfBank Ekonomik Araştırmalar Birimi olarak 2007 yılı ihracat tahminimiz 96.8 milyar dolar, ithalat tahminimiz ise 162.4 milyar dolardır.

BANKACILIK SEKTÖRÜ

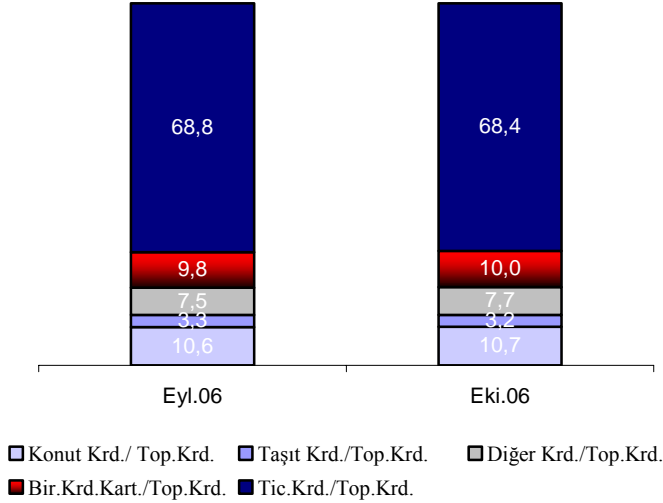
(Milyon) YTL	Değişim %				
	Ara.05 (1)	Eyl.06 (2)	Eki.06 (3)	(3)-(1)	(3)-(2)
Nakit Rezervler	46.751	49.738	50.524	8,1	1,6
Men.Değ.Port.	143.016	157.599	154.911	8,3	-1,7
Krediler	149.937	208.546	208.640	39,2	-
Duran Aktifler	21.015	21.998	19.156	-8,8	-13,0
Diğer Aktifler	36.243	35.793	34.154	-5,8	-4,6
Top.Aktif	396.962	473.674	467.385	17,7	-1,3
Mevduat	243.121	294.847	295.985	21,7	0,4
Mevduat Dışı Kayn.	100.108	121.177	113.692	13,6	-6,2
Özkaynaklar	53.733	57.650	57.708	7,4	0,1
Toplam Pasif	396.962	473.674	467.385	17,7	-1,3

Kaynak: BDDK

► Aktif Yapısı:

Türk bankacılık sektörünün toplam aktifleri son bir ayda %1,3 oranında azalarak Ekim ayı itibariyle 467.385 milyon YTL olmuştur. Bu azalışta, özellikle menkul değerler portföyündeki azalış etkili olurken, duran aktifler ve diğer aktifler kalemlerinde de azalışlar meydana gelmiştir. Nakit rezervler kalemi son bir aylık dönemde %1,6 oranında artarken, kredi hacmi çok küçük bir oranda artmıştır. Bu artış ve azalışlara bağlı olarak, son bir aylık dönemde nakit rezervlerin toplam aktifler içindeki payı %10,5'ten %10,8'e, kredilerin payı %44'ten %44,6'ya yükselirken; menkul değerler portföyünün payı ise %33,3'ten %33,1'e düşmüştür.

Kredi Türlerinin Toplam Krediler İçindeki Payı (%)



Bankacılık sektörü kredi hacmi Ekim ayı itibariyle son bir aylık dönemde bir önceki aya göre az bir miktar artarak 208.640 milyon YTL olarak gerçekleşmiştir. Banka grupları itibariyle kredi hacmindeki artışları incelediğimizde, mevduat bankalarında bir miktar azalış, kalkınma ve yatırım bankalarında ise bir miktar artış gerçekleşmiştir. Kredi türlerinin toplam krediler içindeki paylarına bakıldığında, son bir aylık dönemde bireysel kredilerin toplam krediler içindeki payı, taşıtlı kredileri hariç diğer bütün kalemlerde gerçekleşen artışa bağlı olarak artarken, ticari kredilerin toplam krediler içindeki payı gerilemiştir. Bireysel krediler içindeki en büyük artış, ihtiyaç kredilerindeki yükseliş nedeniyle diğer krediler kaleminde ve bireysel kredi kartlarında gerçekleşirken, bunu konut kredileri takip etmiştir. Taşıtlı kredilerinin

toplam krediler içindeki payı ise gerilemiştir. Bireysel kredilerin toplam krediler içindeki payı %31,2'den %31,6'ya çıkarken; ticari kredilerin payı %68,8'den %68,4'e gerilemiştir.

Son bir aylık dönemde kredi hacmi artarken takipteki alacaklar kaleminin %0,1 oranında artışla kredi hacmi artış oranının üzerinde gerçekleşmesi Ekim ayı itibariyle kredilerin takibe dönüşüm oranını bir miktar artırmıştır. Ekim ayında kredilerin takibe dönüşüm oranı %3,9 olarak gerçekleşmiştir.

Kredi Türlerinin Takibe Dönüşme Oranı			
% pay	Ara.05	Eyl.06	Eki.06
Konut	0,13	0,1	0,2
Taşıt	1,2	1,8	1,9
Bireysel Kredi kartları	7,8	8,0	8,0
Ticari Krediler	5,7	4,3	4,3

Kaynak: BDDK

Ekim ayı itibariyle kredi türlerinin takibe dönüşüm oranları incelendiğinde, konut ve taşıt kredilerinin takibe dönüşüm oranlarında artış gerçekleşirken, bireysel kredi kartları ve ticari kredilerin takibe dönüşüm oranında bir değişim meydana gelmemiştir.

İlk beş sektör itibariyle durum değerlendirildiğinde;

En Çok Pay Alan 5 Sektör (% Pay)			
	Eyl.06	Eki.06	
Top.Tic.ve Kom.	9,3	Top.Tic.ve Kom.	8,4
Tekstil San	7,2	Tekstil San	7,3
İnşaat	5,6	İnşaat	6,3
Metal Ana San.	5,4	Metal Ana San.	5,2
Savunma ve Kamu		Gıda Meş.ve	
Yön.Sos.Güv.Kur.	5,3	Tütün San.	5,1
	32,8		32,3

Kaynak: BDDK

Ekim ayı itibariyle, ticari kredilerden en çok pay alan 5 sektörün ticari krediler içindeki payı, bir önceki aya göre azalarak %32,8'den %32,3'e gerilemiştir. İlk 5 sektör itibariyle en büyük azalışlar toptan ticaret ve komisyonculuk ile metal ana sanayii sektörlerinde gerçekleşirken, tekstil ve inşaat sektörlerinin payı artmıştır.

► Pasif Yapısı:

Bankacılık sektörünün Ekim ayı itibariyle fon kaynakları incelendiğinde, %87,7'sinin yabancı kaynaklardan, %12,3'ünün ise özkaynaklardan oluştuğu görülmektedir. Son bir aylık dönemde mevduat %0,4, özkaynaklar %0,1 oranında artmış, mevduat dışı kaynaklar ise %6,2 oranında gerilemiştir.

Bankacılık sektörü mevduat hacmi, YP mevduatlarda meydana gelen %2 oranındaki artışın etkisiyle Ekim ayı itibariyle %0,4 oranında artmıştır. YP mevduat hacmi artarken, TP mevduat hacmi %0,6 oranında azalmıştır. Sektörün bilanço büyüklüğü son bir aylık dönemde %1,3 gerilerken, mevduat hacmindeki artışın %0,4 ile aktif büyüklüğünün görece üstünde gerçekleşmesi, mevduatın fon kaynakları içindeki payının %62,2'den %63,3'e yükselmesine neden olmuştur. Mevduatın para cinsi kompozisyonuna bakıldığında; son bir aylık dönemde YP mevduatın toplam mevduat içindeki payı %38,3'ten %38,9'a yükselmiştir. YP mevduatın toplam mevduat içindeki payının dalgalanma sonrası ulaştığı yüksek seviyeyi hala koruduğu ve aylar itibariyle yükseldiği görülmektedir. Dalgalanma öncesi Nisan ayı itibariyle bu oran %34,4'e kadar gerilemişti. Son bir aylık dönemde mevduatın kısa vadede yoğunlaşma oranı artmış, vadesiz, 1 ay ve 1-3 ay arası mevduatın toplam mevduat içindeki payı Ekim ayı itibariyle %88,5'ten %90'a yükselmiştir. Mevduat hacminin kredi hacminden daha fazla artması, Ekim ayı itibariyle de mevduatın krediye dönüşüm oranını düşürmeye devam etmiştir. Eylül ayında %70,7 olan mevduatın krediye dönüşüm oranı Ekim ayında %70,5'e gerilemiştir.

Sektörün mevduat dışı kaynakları son bir aylık dönemde bankalara borçlar kalemindeki %11,2'lik azalışın etkisiyle %6,2 oranında gerilemiştir. Bu azalışta yurtdışından sağlanan dış ticaretin finansmanı amaçlı sendikasyon kredileri ile seküritizasyon kredilerinde görülen %7,5 oranındaki azalış etkili olmuştur. Sektörün yabancı fon kaynakları içinde mevduattan sonra en büyük pay olan bankalara borçlar kaleminin payı, son bir aylık dönemde yaşanan azalışa bağlı olarak %14,4'ten %13'e gerilemiştir.

Sektör özkaynakları, net dönem karında gerçekleşen %14,2'lik artışa rağmen, ödenmiş sermayedeki, yedek akçelerdeki ve sabit kıymet yeniden değerlendirme fonundaki azalışların etkisiyle son bir aylık dönemde %0,1 gibi çok küçük bir oranda artarak 57.650 milyon YTL'den 57.708 milyon YTL'ye çıkmıştır.

Sektörün net dönem karı Ekim ayında, geçen yılın aynı dönemine göre %102,8, bir önceki aya göre ise %14,2 oranında artarak 8.726 milyon YTL'den 9.968 milyon YTL'ye çıkmıştır. Son bir aylık dönemde net dönem karındaki artışta, kredilerden alınan faizlerin %13,7, menkul değerlerden alınan faizlerin %12,5 ve bankalardan alınan faizlerin %26,2 oranında artması etkili olmuştur. Toplam faiz gelirleri bir önceki aya göre %13,4 artarken, faiz giderleri %13,9 oranında artmıştır. Faiz giderlerinde en büyük artış ise Ekim ayı itibariyle %15,6 artışla bankalara verilen faizlerde meydana gelmiştir. Bunu %13,3'lük artışla mevduata verilen faizler izlemiştir. Sektörün faiz dışı gelirlerinden, kredilerden alınan ücret ve komisyonlar bir önceki aya göre %10,2, bankacılık hizmet gelirleri ise %11,2 oranında artmıştır. Sektörün faiz dışı giderlerinde ise bir önceki aya göre %10,5 oranında artış yaşanmıştır.

2006 yılı Ekim ayı itibariyle sektör aktif karlılığı, net dönem karında gerçekleşen %14,2'lik artışa bağlı olarak %1,8'den %2,1'e; özkaynak karlılığı ise %15,1'den %17,3'e yükselmiştir.

2006 yılı Eylül ayı itibariyle %20,3 olan sermaye yeterliliği standart rasyosu, özkaynakların risk ağırlıklı kalemlerden daha yüksek oranda artması nedeniyle son bir aylık dönemde de 70 baz puan artarak %21 seviyesinde gerçekleşmiştir.

Finansal Piyasalar Raporu – Eylül 2006

Genel Değerlendirme

- Dünya ekonomisinde son dört yıldır süre gelen büyüme eğilimi 2006 yılının ilk yarısında da devam etmiş ve uluslararası ekonomik ve finansal ortamın istikrarlı yapısı Mayıs ve Haziran aylarında gelişmekte olan ülke piyasalarında yaşanan kısa süreli dalgalanma dışında korunmuştur. Enflasyon eğiliminde güçlü talebe bağlı olarak görülen artış sonucu, gelişmiş ülke Merkez Bankalarının izledikleri sıkı para politikaları, 2006 yılının ikinci çeyreğinde global finansal piyasalarda türbülansa yol açmıştır. Bu gelişme emtia, menkul değer ve para piyasalarında dalgalanma yaratarak gelişmekte olan ülkelere sermaye çıkışı doğurmuş ve bu ülkelerin hisse senedi piyasasında ve döviz kurlarında keskin düşüşler gözlenmiştir. Yaşanan türbülans en çok yükselen ekonomilerde etkili olmakla birlikte, özellikle bu ülkelerin finansal sektörlerinin sağlamlığı sayesinde uluslararası krize dönüşmemiştir.
- Türkiye ekonomisi 2002 yılından bu yana sergilediği olumlu görünümünü 2006 yılının üçüncü çeyreğinde de sürdürürken, büyüme hızında büyük ölçüde özel tüketim harcamalarına bağlı olarak beklentilerin de üzerinde bir yavaşlama gerçekleşmiş, buna karşın cari işlemler açığı büyümeye devam etmiştir. Yüksek büyüme performansı istihdam ve işsizlik verilerine ancak kısıtlı ölçüde yansırken, gelişmekte olan ekonomilere yönelik beklentilerin olumluya dönmesine ve ülkedeki güven verici olumlu ortama bağlı olarak, yabancı yatırımcıların Türkiye'ye yeniden yöneldikleri, yılın ilk 10 aylık döneminde yabancı sermaye girişinin yarısına yakınının doğrudan yatırımlardan oluştuğu görülmektedir. 2006 yılında gözlenen dikkat çekici bir gelişme de, 2005 yılı sonuna kadar gerileme eğilimi gösteren toplam dış borçların milli gelire oranında gözlenen artış eğilimidir.
- Mayıs ve Haziran aylarında yaşanan dalgalanmaya bağlı olarak Türk parasının önemli ölçüde değer kaybetmesinin ve işlenmemiş gıda ve enerji fiyatlarındaki gelişmelerin etkisiyle fiyatlar üzerinde ortaya çıkan yukarı yönlü baskı yılın üçüncü çeyreğinde azalmıştır.
- Ulusal ekonomik ortamdaki olumlu görünümün pekiştirilmesi ve yüksek cari açık ile işsizlik gibi sorunların ekonomi ve finans sektörü için önemli riskler oluşturmasının önlenmesi açısından; mali disiplinin, borç yönetimindeki ihtiyatlı yaklaşımın ve siyasi istikrarın sürdürülmesi, sıkı para politikasına devam edilmesi, ekonomi için stratejik öneme haiz sektörlerdeki rekabetin ve denetimin artırılması, yatırım ortamının iyileştirilmesi, özelleştirme çalışmalarına ve diğer yapısal reformlara hız verilmesi kritik önemini devam ettirmektedir.

Finansal Sektör

- Eylül 2006 itibariyle Türk finans sektörünün büyüklüğü 2005 yıl sonuna göre %14,2 oranında artarak 537 milyar YTL seviyesine ulaşmıştır. Türk Finans sektörünün toplam varlıklarının GSYİH'ya oranının %97,8 düzeyinde olduğu görülmektedir. Finans sektörünün %88,2'sini ise bankacılık sektörü oluşturmaktadır.
- Finansal kesimin aktif hacmindeki büyümeye bağlı olarak istihdam kapasitesini de istikrarlı bir biçimde artırdığı ve bu eğilimin yılın üçüncü çeyreğinde de sürdüğü görülmektedir.
- Yılın üçüncü çeyreği itibariyle yurtiçi yerleşiklere ait toplam portföy büyüklüğü 391 milyar YTL'ye yükselmiştir. Portföyün dağılımına bakıldığında mevduatın toplam portföyün %67,7'sini oluşturduğu görülmektedir. Ayrıca yılın üçüncü çeyreğinde emeklilik yatırım fonları, DİBS'ler ve katılım bankalarında toplanan fonlar belirgin artış arz eden diğer yatırım araçları olarak görülmektedir.
- Yurtdışı yerleşiklerin portföy yatırımları ise 2006 yılı Eylül ayı itibariyle 52,5 milyar dolar seviyesinde gerçekleşmiştir. Yurtdışı yerleşiklerin İMKB'deki plasmanlarından (%58) sonra en yoğun olarak tercih ettikleri yatırım aracı olarak DİBS'ler (%33,6) gözükmektedir.

Bankacılık Sektörü

- Türk bankacılık sisteminin yeniden yapılandırılması, finansal istikrarın güçlenmesi, mevcut ve potansiyel ekonomik büyüme, uluslararası finans sisteminin artan oranda bütünleşmesi gibi nedenlerle Türk bankacılık sektörünün sermaye yapısında değişim yaşanmaktadır. Kamu bankalarının özelleştirilmesi süreci de bu değişime katkıda bulunacaktır.
- Eylül 2006 itibariyle 3 kamu, 16 özel, 14 yabancı sermayeli mevduat bankası ve 13 kalkınma ve yatırım bankası olmak üzere toplam 46 banka bulunmaktadır.
- Türk bankacılık sistemindeki yabancı sermayenin oransal payı %20,2 seviyesindedir. Bu paya, yurt dışı yerleşik yatırımcılar tarafından elde tutulan hisseler (%15,2 oranında borsa payları) eklendiğinde, toplam yabancı sermaye payı %35,5'e ulaşmaktadır.

- Aktif büyüklüklerine göre Türk bankacılık sektöründe yoğunlaşma göstergeleri incelendiğinde 2005 yılı sonundan itibaren yoğunlaşmanın küçük oranda da olsa azaldığı görülmektedir. Sektörde en büyük ilk 5 bankanın payı %63'ten %60,3'e, ilk 10 bankanın payı ise %85'ten %84,1'e gerilemiştir.
- Açılan mevduatın ağırlıklı olarak kamu mevduat bankalarında toplandığı, kredilerin ise yoğun olarak özel mevduat bankalarında kullanıldığı, yine özel mevduat bankalarının bankacılık ürünü olarak kredi kartlarını son dönemde öne çıkarmakta olduğu görülmektedir.
- Finansal derinleşmenin göstergesi olması bakımından bankacılık sektörünün toplam aktif büyüklüğünün milli gelire oranı önem taşımaktadır. 2006 yılı Eylül ayı itibarıyla bu oran %84 olarak gerçekleşirken, sektörde verilen kredilerin milli gelire oranı %36,4, mevduat/GSYİH oranı da %51,8 olarak gerçekleşmiştir. Yıllar itibarıyla bu rasyoların artması, sektörün aracılık fonksiyonunu daha etkili yerine getirdiğini ve ekonomideki tasarrufların bankacılık sektörüne yönelen kısmının arttığını göstermektedir.
- Bankacılık sektörünün muhtemel kırılma noktalarının ve güçlü yanlarının izlenmesi ve değerlendirilmesi için finansal sağlamlığı temsil ettiği düşünülen ve uluslararası çalışmalarda da genel kabul gören göstergeler takip edilmektedir. Muhtemel krizlere karşı koymada ve finansal istikrarı sürdürmede güçlü bir sermaye yapısına sahip olunması kritik önem taşımaktadır. 2006 yılı Eylül ayı itibarıyla %20,5 olan sektörün sermaye yeterlilik rasyosu (SYR) yasal limit olan %8'in ve hedef rasyo olan %12'nin üzerinde gerçekleşmiştir. Sektörün serbest sermayesinin hem miktar hem de özkaynaklara oran olarak yüksek seyretmesi, bankacılık faaliyetlerinin daha iyi yerine getirilmesini sağlamaktadır. Serbest sermaye/özkaynak oranı 2002 yılındaki %36,3 seviyesinden 2006 yılı Eylül ayı itibarıyla %65,5'e çıkmıştır. Yine başka bir finansal sağlamlılık göstergesi olarak Yabancı Para Net Genel Pozisyonu / Özkaynak oranı 0,3 ile sektörün kur riski konusunda ihtiyatlı bir tutum içinde olduğunu göstermektedir. Aynı zamanda aktif kalitesinin de göstergelerinden biri olan takipteki kredilerin brüt kredilere oranı ise yıllar itibarıyla düşme eğilimindedir.
- Genel olarak çıktılarının girdilere oranı olarak tanımlanabilecek verimlilik bankacılık sektöründe önem kazanan bir kavram haline gelmiştir. Sektörün verimlilik performansı bu amaca yönelik olarak hazırlanan göstergeler aracılığıyla izlenmektedir. Sektörde personel ve şube sayısındaki artış sürmekte, personel ve şube başına hizmet verilen kişi sayılarının artması verimlilik artışı yaratmaktadır. Bankaların artan rekabet baskısı altında maliyetlerinin gelirlerine oranını aşağıya çekerek verimliliklerini artırmaya çalıştıkları da gözlenmektedir. Bu bağlamda, sektörün gelir-gider tablosu üzerinden oluşturulan maliyet/gelir rasyosu için %80 eşik değer olarak seçilmiş, bu değeri aşan bankalar verimlilikleri görece düşük bankalar olarak değerlendirilmiştir. Sektörde maliyet/gelir oranı %80'in üzerinde olan bankaların toplam aktifler içindeki payı 2001'de %19,4'den 2006 yılı Eylül ayında %1,1'e gerilemiştir.
- BDDK-Performans endeksi (PE) 2004 ve 2005 yılını, baz dönemi olan 2003 yılı Aralık ayının üzerinde tamamlamıştır. Endeks, 2006 yılı Mayıs ve Haziran aylarında finansal piyasalarda yaşanan dalgalanmanın etkisiyle düşüş, daha sonraki aylarda ise artış göstermiştir. Endeks, Eylül ayı itibarıyla baz değerinin üzerinde seyretmektedir.

	PE	Likidite	Özkaynak	Kur Riski	Kârlılık	Aktif Kalitesi
12/2003	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
12/2004	100,3	100,6	99,6	100,1	99,8	101,3
12/2005	100,5	102,2	99,5	99,8	98,7	102,5
01/2006	100,6	100,5	99,9	99,4	100,7	102,5
02/2006	100,1	100,3	100,0	97,5	100,3	102,6
03/2006	100,4	100,7	99,6	98,3	100,9	102,7
04/2006	99,9	99,3	99,4	97,4	100,7	102,7
05/2006	99,6	98,8	97,9	97,7	100,5	102,9
06/2006	100,0	99,3	97,6	99,2	100,5	103,2
07/2006	100,2	99,5	98,3	99,2	100,6	103,2
08/2006	100,5	100,0	98,7	99,6	100,9	103,2
09/2006	100,5	99,8	98,6	99,8	100,9	103,2

Bankacılık Sektörü Risk Değerlendirmesi

Kredi Riski:

- Kredi riskine maruz pozisyonlar içerisinde değerlendirilen krediler; kredilerin vade ve para cinsi dağılımı, kredi portföyünde yoğunlaşmaların seviyesi, takibe dönüşüm oranları ve teminatlandırma seviyeleri aracılığıyla incelenmiştir.

- Son çeyrekte kredilerin ortalama vadesinin az da olsa kısaldığı görülmektedir. Eylül 2006 itibarıyla kısa vadeli toplam kredilerin payı %46'ya yükselirken, orta ve uzun vadeli kredilerin payı %54 düzeyine inmiştir. Kredi türleri itibarıyla durum değerlendirildiğinde; kredi kartlarının kısa vadede, tüketici kredilerinin ise uzun vadede yoğunlaştığı dikkat çekmektedir. Her iki kredi türü de ağırlıklı olarak TP cinsinden kullanılmaktadır. İncelenen dönemde TP kredilerin payının artması, YP kredilerden kaynaklanabilecek ve kurlardaki dalgalanma dolayısıyla oluşabilecek kredi riskinin nispeten azaldığını göstermektedir.
- Kredi büyüklüğü açısından yoğunlaşmalarda, her kredi ölçeğinde artış görülmüştür. 51 bin YTL'den az ve 51 bin YTL – 100 bin YTL dışındaki kredilerde meydana gelen yoğunlaşma azalışı kredi riski açısından olumlu bir gelişme olarak değerlendirilirken, Haziran ayına kıyasla 1 milyon YTL'den büyük krediler dışında müşteri başına kredi tutarında dikkat çekici bir azalış yaşanmamıştır.
- Kredi türlerinin oransal paylarında önemli bir artış meydana gelmemiş, en yüksek oranlı artış tüketici kredilerinde meydana gelmiştir. Tüketici kredilerinin toplam krediler içindeki payının artması, ilgili kredilerin düşük takibe dönüşme oranı ve yüksek teminat kalitesi dikkate alındığında kredi riski açısından olumlu bir gelişme olarak değerlendirilmektedir.
- Kredilerin sektörel dağılımı incelendiğinde; toplam kredilerden sanayii sektörünün aldığı payın artmasına karşın hizmetler sektörü ilk sıradaki yerini korumuştur. Sanayii sektörüne sağlanan kredilerin büyük bölümü ise hem kısa hem de uzun vadede imalat sanayiine kullanılmıştır.
- Alt sektörler itibarıyla tahsili gecikmiş alacaklar (TGA) incelendiğinde, tekstil ve tekstil ürünleri sanayi, ve tarım dışında tüm sektörlerin TGA paylarında azalma gerçekleştiği görülmektedir. TGA'ların genel itibarıyla azalması, kredi riski açısından olumlu bir gelişmedir. 2005 yılı Eylül döneminde %5,2'lerde olan takibe dönüşüm oranı son çeyrekte %3,7'lere kadar gerilemiştir.
- Kredi riski için yapılan senaryo analizi sonuçlarına göre; Eylül 2006 itibarıyla nakdi kredilerin %1'inin zarara dönüşmesi halinde sermaye yeterlilik rasyosu (SYR) 1,89 puan azalırken, nakdi kredilerin %5'inin zarara uğraması halinde SYR azalışı 4,5 puana kadar çıkmaktadır.

Piyasa Riski:

i- Piyasa Faiz Oranı Riski:

- Piyasa riski kapsamında değerlendirilen faiz oranı riski, ticari portföy içinde yer alan ve değeri piyasa faizleri ile ilişkili finansal araçlara bağlı olarak ortaya çıkmaktadır.
- Piyasa faiz oranı riski açısından risk faktörlerine duyarlılığın değerlendirilmesinde, pozisyonların yeniden fiyatlamaya tarihlerine kalan süreler ve menkul kıymetlerin türler itibarıyla dağılımları dikkate alınmaktadır.
- İncelenen dönemde bankalar için bir alacak hakkını temsil eden uzun pozisyonlar, yükümlülük niteliğinde olan kısa pozisyonlardan önemli ölçüde yüksek seviyelerde gerçekleşmiştir. Bu durum, faiz oranı genel piyasa riskine tabi pozisyonlar açısından bankacılık sisteminin olası faiz artışlarından olumsuz etkilenmesine neden olabilecektir.
- İncelenen dönemde TP kıymetlerin payında artış, YP kıymetlerin payında ise azalış meydana gelmiştir. Ayrıca kamu menkul kıymetlerinin toplam menkul kıymetler içerisindeki payı %98'den %97,7'ye düşmüştür.
- DİBS faiz oranları, gerek piyasa faiz oranlarındaki genel eğilimlerin öncüsü ve belirleyicisi olması nedeniyle dolaylı olarak, gerekse de ülkemiz bankalarının yatırımlarının önemli bir bölümünü teşkil etmeleri nedeniyle doğrudan doğruya faiz oranı riskine maruz kalemlerin değerini etkileyen en önemli risk faktörü durumundadır. DİBS faiz oranlarındaki oynaklık Mayıs-Haziran dönemine kıyasla önemli ölçüde azalmıştır. Bu durum, sektörün maruz kaldığı piyasa faiz oranı riskini azaltıcı bir gelişmedir.
- Haziran 2006 dönemi sonuçları ile kıyaslandığında, ticari portföyde yer alan sabit faizli DİBS toplamı önemli ölçüde değişmezken, özkaynak tutarları artmıştır. Bu durum, senaryo sonuçlarının görece olarak daha olumlu gerçekleşmesi sonucunu doğurmuştur. İkinci el DİBS fiyatlarındaki 10 puanlık bir düşüş sermayeyi %7,1; 5 puanlık bir düşüş ise %3,5 azaltmaktadır ve senaryo analizi sonuçlarına göre en fazla kayıp kamu ve yabancı sermayeli bankalarda meydana gelmektedir.

ii- Hisse Senedi Fiyat Riski:

- Hisse senedi fiyat riski, bankaların ticari hesaplarda izlemiş oldukları hisse senetlerinin ve hisse senetlerine dayalı türev işlemlerinin piyasa fiyatlarındaki değişimler nedeniyle karşı karşıya kalabilecekleri zarar olasılığını ifade etmektedir.

- Hisse senetleri ve yatırım fonlarının ticari portföy içindeki payı incelenen dönemde azalmaya devam ederken, özkaynaklar artmıştır. Ayrıca %0,5'lik paya sahip olan bu menkul kıymetlerin fiyatlarında ortaya çıkabilecek olumsuz gelişmeler, bankacılık sektöründe önemli boyutlarda kar ya da zarara sebep olmayacaktır. Ayrıca İMKB endeksindeki oynaklığın Mayıs-Haziran dönemine göre azalmış olması da riskliliği azaltıcı bir gelişme olarak değerlendirilmektedir.
- Yapılan senaryo analizi sonuçlarına göre; hisse senetleri ve yatırım fonları fiyatlarındaki %10'luk bir azalış sermayeyi %0,11, %5'lik bir azalış ise %0,05 oranında azaltmaktadır.

iii- Kur Riski:

- Bankalar, döviz kurlarında meydana gelebilecek değişiklikler nedeniyle maruz kalabilecekleri zarar olasılığını ifade eden kur riski için tüm döviz varlıkları ve yükümlülükleri, vadeli döviz işlemleri, swaplar gibi kur riski içeren türev sözleşmeleri üzerinden hesaplayacakları miktarda sermaye bulundurmaları zorundadırlar. Bu çerçevede kur riski için riske maruz pozisyon tutarı, bilanço içi ve dışı YP açık pozisyonlardır.
- Bilanço içi ve genel YP açık pozisyonun gelişimi incelendiğinde, Aralık 2005 tarihi itibarıyla 2 milyar dolar seviyesinde gerçekleşen bilanço içi açık pozisyon (BİP) Şubat ayından başlamak üzere artış göstermiş, Mayıs dalgalanmasıyla 9 milyar dolara yükselmiş, analiz dönemi sonunda ise 7 milyar seviyelerinde gerçekleşmiştir. Sektör genelinde Mayıs ayının ilk haftasında pozitif dönen yabancı para net genel pozisyonu (YPNPG), inceleme dönemi sonuna kadar pozitif değerini korumuş, 29 Eylül tarihi itibarıyla 98 milyon dolar fazla vermiştir.
- Banka grupları bazında BİP incelendiğinde açığın %90'ından fazlasının özel ve yabancı banka gruplarından kaynaklandığı, kamu ve KYB gruplarının ise genel olarak kapalı pozisyonda çalıştıkları görülmektedir.
- Eylül 2006'da tüm senaryolarda olası kur değişimlerinin sermayede neden olabileceği değişimler mutlak değer olarak Haziran 2006 dönemine göre azalmıştır. Diğer taraftan, azalmaya rağmen bilanço içi pozisyon tutarlarının özkaynaklarına oranı yüksek olan özel ve yabancı sermayeli mevduat bankaları gruplarının kur artışlarına en duyarlı kesimler olduğu görülmektedir.
- Yapılan senaryo analizleri sonuçlarına göre; döviz kuru %20 azaldığında sermayeyi %3,37 artırmakta, kur %25 arttığında ise sermayeyi %4,22 azaltmaktadır.
- Sonuç itibarıyla, bankalar, bilanço içi ve dışı tüm döviz varlık ve yükümlülükleri itibarıyla toplamda yasal sınırlar dahilinde düşük bir açık pozisyonla çalışmaktadır.
- Diğer taraftan, özellikle reel sektörün yurtdışından kullanmış olduğu kredilerde yaşanan artışlar ve bankalardan ziyade reel sektörün pozisyon açması, kur riskinin öncelikle reel sektör için yönetilmesi gereken önemli bir risk olduğunu göstermektedir. Ayrıca, reel sektörün kur riskinin gerçekleşerek zarara dönüşmesinin, bankaların kredi risklerini de artırıcı bir etkiye sahip olabileceği, bu nedenle kur riskinin yönetimi konusunda özellikle reel sektör kuruluşlarının daha dikkatli hareket etmelerinin gerekli olduğu değerlendirilmektedir.

Yapısal Faiz Oranı Riski:

- Yapısal faiz oranı riski, piyasa riski kapsamında dikkate alınan faiz oranı riskinden farklı olarak, bankanın tüm aktif ve pasif kalemleri arasındaki yeniden fiyatlama sürelerindeki uyumsuzluktan kaynaklanan bir risktir. Aktif kalemlerin yeniden fiyatlandırma süresi, pasif kalemlerin yeniden fiyatlandırma süresinden daha uzun ise, faizlerin düşmesi durumunda kar ortaya çıkarken, faizlerin arttığı bir durumda ise zarar ortaya çıkmaktadır.
- Yapısal faiz oranı riskinin analizinde faiz oranı değişimlerinin faiz gelir ve gideri üzerine etkileri incelenmiştir.
- Yapısal faiz oranı riski için riske maruz pozisyon, ilgili vade diliminde yeniden fiyatlanacak varlıklar ile yükümlülükler arasındaki fark olarak tanımlanan faiz açıklarıdır.
- Dönem içindeki değişime bakıldığında, TP'de mutlak değer olarak 1 aylık açığın sürekli bir artış gösterdiği, 1-3 aylık açığın dönem ortasında kapanarak Haziran ayında 28,1 milyar YTL fazla verdiği ancak daha sonra tekrar dönem başındaki değerlere çıktığı görülmektedir. YP'de ise dönem boyunca görece olarak sabit bir seyir gösteren 1 aylık açık Mayıs ayında en yüksek seviyeye ulaşmış, 1-3 aylık açık Mart ayına kadar düşükten sonra Mart-Haziran arasında yükselmiştir. Bu durumun temel nedeni, uluslararası mali piyasalarda Mayıs ayında başlayan dalgalanmalara bağlı olarak TP'nin yabancı para birimleri karşısında değer kaybetmesi sonucunda, bankaların açık pozisyonlarını kapatmak için YP cinsinden varlıklarını artırmalarıdır.

- İncelenen dönemde TP ve YP varlıklardaki gelişmeler birlikte değerlendirildiğinde, varlıklar içinde değişken faizli pozisyonların payı artarken sabit faizli pozisyonların payının azaldığı, diğer taraftan yükümlülükler için tersi bir gelişme yaşandığı gözlemlenmiştir. Bu durum gelecek dönemde, faiz düşüşleri olması durumunda banka karlılıklarını azaltıcı, faiz artışları olması durumunda ise banka karlılıklarını arttırıcı bir gelişmedir.
- Analiz döneminde yeniden fiyatlama tarihine göre varlık ve yükümlülükler arasındaki farkın özkaynaklara oranları 3 aya kadar vadelerde negatif, 3 aydan daha uzun vadelerde pozitif değerler almaktadır.
- Eylül 2006 itibariyle sektör genelinde 1 aya kadar vadelerde TP cinsi varlık ve yükümlülükler arasındaki farkın özkaynaklara oranının YP cinsi varlık ve yükümlülükler arasındaki farkın özkaynaklara oranına göre daha yüksek çıkması, bankaların kısa vadede TP faizlerdeki değişime YP faizlerdeki değişime göre daha hassas olduklarının bir göstergesidir. Mali piyasalarda Mayıs ayında başlayan dalgalanma sonucunda artan faiz oranları yüksek seviyede seyrine devam etmektedir. Ancak, dalgalanma sonrası faizlerin aynı seviyede kalması, bankaların ilave zarara uğramalarını engellemiştir.
- Faiz oranlarındaki değişimler, varlık ve yükümlülüklerin yeniden fiyatlanma tarihlerine bağlı olarak, faiz gelir ve giderlerine farklı zamanlarda yansiyabilmektedir. Bu çerçevede yapısal faiz oranı riski analizlerinde faiz oranlarındaki gelişmelerin yanı sıra faiz marjı ve bileşenlerindeki gelişmeler de incelenmiştir. Haziran 2006-Eylül 2006 döneminde plasman faizinin faiz maliyetinden daha hızlı artması sonucunda Haziran itibariyle yaklaşık %2,1 olarak gerçekleşen faiz marjı Eylül itibariyle % 3 seviyesine yükselmiştir.
- Analizlerde, bankanın varlık ve yükümlülüklerinin yeniden fiyatlama tarihlerine kalan süreler ve ortalama plasman faizi ile kaynak maliyeti veri iken, faiz değişimlerinin banka karlılığı üzerindeki etkisi hesaplanmaktadır.
- Faizlerdeki birim artışları ifade eden senaryolar incelendiğinde, 1 aylık dönemde 1 puanlık YTL faiz oranı artışını temsil eden senaryoda ortaya çıkan kayıp tutarı, Haziran 2006 dönemi için 1.053 milyon YTL iken, Eylül 2006 dönemi için 1.132 milyon YTL olarak hesaplanmıştır. Benzer şekilde 1 aylık dönemde 1 puanlık USD faiz oranı artışını temsil eden senaryoda ortaya çıkan kayıp tutarları, Haziran 2006 dönemi için 625 milyon YTL iken, Eylül 2006 dönemi için 592 milyon YTL olarak gerçekleşmiştir.

Likidite Riski:

- Bu bölümde, bankacılık sisteminin Eylül 2006 tarihi itibariyle maruz kaldığı fonlama likiditesi riski analiz edilmiştir. Fonlama likiditesi riski yükümlülükler ile varlıklar arasındaki likidite dengesizlikleri sebebiyle, bankanın yükümlülüklerini zamanında ve yüksek düzeyde zarara uğramaksızın yerine getirememesi dolayısıyla, bankanın mevcut veya gelecekteki gelir veya sermayesinin azalması riski olarak ele alınmaktadır.
- Mevduatın yaklaşık %94'ünün vadesinin 3 aya kadar olması kredilerin ise yaklaşık %68'inin 3 aydan uzun vadeli olması mevduatlarla krediler arasında vade uyumsuzluğuna neden olmaktadır. Bu durum, likidite riski açısından olumsuz bir gelişme olarak değerlendirilmektedir.
- Sektörün likidite seviyesini belirleyen en önemli kalemler olarak, aktifler kapsamında ticari portföydeki menkul kıymetlerin ve pasifler kapsamında mevduatın davranışsal vadelerine ilişkin senaryoların oransal likidite açığı üzerine etkisi incelenmiştir. Bu çerçevede, vadesiz mevduatların ne kadarının davranışsal vadesinin bir aydan daha uzun olduğu, ticari portföyde yer alan ve vadesine kalan süre bir aydan daha uzun olan menkul kıymetlerin ise ne kadarının ikinci el piyasada satılabileceğine yönelik farklı senaryoların sektörün oransal likidite açığı üzerine etkileri incelenmiştir.
- Sonuçlar incelendiğinde, oransal likidite açığı, Eylül 2006 dönemindekine kıyasla daha fazla olduğu için, tüm senaryolarda Haziran 2006 dönemi sonuçlarının daha olumsuz (daha fazla açık veya daha düşük pozitif oran) olduğu görülmektedir. Örneğin senaryo seti içerisindeki en kötü durumu yansıtan vadesiz mevduatın %10'unun 1 aydan daha uzun süre bankadan talep edilmeyeceği ve ticari portföyde vadesi 1 aydan daha uzun olan menkul kıymetlerin %10'unun ikinci el piyasada kolaylıkla nakde dönüştürülebileceği varsayımını içeren senaryoların sonuçları incelendiğinde, bahsi geçen varsayımlar altında, Haziran 2006 döneminde %57,0 olarak hesaplanan oransal likidite açığı Eylül 2006 döneminde %56,7 olarak hesaplanmıştır. Benzer şekilde en iyi senaryo olan, ticari portföyün tamamının likit olduğu ve vadesiz mevduatın tamamının 1 aydan daha uzun bir süre sonra bankadan talep edileceği varsayımı altında hesaplanan oransal açıklar, Haziran 2006 dönemi için -%11 iken Eylül 2006 döneminde -%11,5 seviyesine yükselmiştir.

ULUSLARARASI GELİŞMELER

► Aralık Ayında Dünyada ve Türkiye’de Yaşanan Ekonomik ve Siyasi Gelişmeler

Asya-Pasifik ülkeleri, Çin ve Hindistan öncülüğünde 2007’de yüzde 6.9 büyüyecek

Birleşmiş Milletler Asya-Pasifik Ekonomik ve Sosyal Komisyonu (UNESCAP) tarafından hazırlanan “2007 Yılında Asya ve Pasifik Ülkelerinde Yaşanacak Ekonomik Gelişmeler” adlı raporda, Asya-Pasifik ülkelerinin 2007’de Çin ve Hindistan öncülüğünde 2006’daki % 7,1’lik büyümenin biraz altında % 6,9 oranında büyüyeceği belirtilmiştir. Raporda Asya-Pasifik ülkelerinde büyümenin 2007 yılında bir miktar yavaşlamasının nedenleri olarak sıkı makro ekonomik politikalar ve yavaşlayan ABD ekonomisi gösterilmiştir. Çin ve Hindistan’ın 2007’de bölgedeki büyümenin lokomotifine haline geleceği, Japon ekonomisindeki canlanmanın Asyalı ihracatçılar için olumlu sonuçlar doğuracağı ifade edilen raporda, ayrıca canlanmanın ABD ekonomisindeki yavaşlamanın etkilerini de sınırlandıracacağı belirtilmiştir. Raporda önümüzdeki yıl bölge için, petrol şokları ve küresel anlamda yaşanabilecek ekonomik istikrarsızlıkların iki önemli risk unsuru olduğuna da dikkat çekilmiştir.

Dünya Bankası global ekonominin dönüm noktasına ulaştığını belirtti

Dünya Bankası yıllık olarak yayımladığı “Global Ekonomik Beklentiler” raporunda, global ekonomik büyümenin, ABD’nin öncülük ettiği yavaşlamayla, bir dönüm noktasına ulaştığını belirtmiştir. Raporda, global büyümenin 2006 yılında % 5,1’e ulaşması, 2007’de % 4,5’e gerilemesi ve 2008 yılında hafif bir yükselmeye % 4,6’ya çıkması öngörülmüştür. Gelişmekte olan ülkelerin 2006’da % 7 ile gelişmiş ülkelere iki kat daha hızlı büyüdüğü belirtilen raporda, büyüme hızının 2007’de % 6,4’e ve 2008’de % 6,1’e gerileyeceği ifade edilmiştir. Gelişmiş ekonomilerin büyüme hızının bu yıl % 3,1’e, 2007’de % 2,3’e gerileyeceği ve 2008 yılında % 2,8’e yükseleceği tahmin edilmiştir. Raporda ayrıca arzın artması ve talebin azalmasıyla, yüksek seyreden petrol fiyatlarının 2007 yılında varil başına 56 dolara, 2008 yılında daha da inerek varil başına 53 doların altına gerileyeceği öngörülmektedir.

Fitch Türkiye’nin notunu teyit etti

Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşu Fitch, Türkiye’nin BB (-) olan uzun vadeli döviz ve yerel para birimi cinsinden kredi notunu teyit etmiştir. Fitch tarafından yapılan açıklamada, Türkiye’de orta vadeli ekonomik temellerin olumlu bir şekilde yukarı yönlü olduğu belirtilirken, 2007 yılının iç siyasetteki gelişmeler, makro ekonomik dengesizlikler ve küresel mali koşullar nedeniyle zor bir yıl olacağı vurgulanmıştır. Türkiye’nin kamu mali durumunun iyileşme içinde olduğu belirtilen açıklamada, bu yıl GSMH’nin % 6,5’i tutarındaki faiz dışı fazla hedefinin aşılabacağı, konsolide bütçe açığının % 1’e çekileceği, genel kamu borcunun GSYİH’ye oranının 2006 sonunda % 62’ye inebileceği kaydedilmiştir. Fitch ayrıca, Türkiye ekonomisinin bu yıl ortalama % 5 büyüyeceğini, cari işlemler açığının GSYH’ye oranının ise % 8,7’ye çıkabileceğini belirtmiştir.

► Türkiye- Avrupa Birliği ve IMF İlişkileri

Aralık ayı Türkiye-AB ilişkilerinde sıcak gelişmelerin yaşandığı bir ay olurken en dikkat çekici gelişmeler; AB Komisyonu’nun 8 başlıkta müzakerelerin askıya alınması yönünde tavsiye kararı alması ve ardından Türkiye’nin beklenmedik bir adım atarak Kıbrıs konusunda sunduğu çözüm paketi olmuştur. Türkiye’de bir liman ve havaalanının 2007 yılı boyunca Güney Kıbrıs ile ticarete açılması, karşılığında Ercan Havaalanı ile Magosa limanının uluslararası trafiğe açılmasını öngören çözüm paketi, gerek Rum Kesimi gerekse Türkiye’nin üyeliğine soğuk bakan ülkeler tarafından yetersiz bulunarak kabul edilmemiştir. 11 Aralık’ta yapılan AB dışişleri bakanları toplantısında ve 14-15 Aralık tarihlerinde gerçekleşen AB liderleri zirvesinde müzakerelerin askıya alınması kararının onaylanması ile Türkiye’nin AB üyelik süreci Kıbrıs nedeniyle yavaşlatılıp kısmen durdurulurken bundan sonraki sürecin Kıbrıs’tan bağımsız yürümesi imkansız hale gelmiştir. 20 Aralık’ta gerçekleşen AB Daimi Temsilciler Komitesi (COREPER) toplantısında, tarama işleri ve raporları tamamlanan ancak şimdiye kadar müzakere başlatılmayan dört fasılda müzakerelerin açılacağı beklentisine karşılık, yalnızca bir başlıkta (İşletmeler ve Sanayi Politikaları) müzakere açılmasının onaylanması hayal kırıklığı yaratan bir diğer gelişme olmuştur. Genel olarak Aralık ayında yaşanan gelişmeler değerlendirildiğinde tam üyelik sürecinde sıkıntılı bir döneme girildiği düşünülmekte olup, Türkiye’de seçim ortamı olması ve Kıbrıs sorunun kısa vadede çözüme açık olmaması nedeniyle 2007 yılında AB ile ilişkilerin yavaş bir seyir izleyeceği öngörülmektedir. Buna ek olarak AB Dönem Başkanlığı görevinin 2007’de Türkiye’nin üyeliğine soğuk bakan ülkelere birisi olan Almanya’ya devredilmesinin müzakerelerin geleceği konusundaki belirsizlikleri artırdığı düşünülmektedir.

Piyasaların yakından takip ettiği IMF ile ilişkiler açısından Aralık ayı olumlu gelişmelerin yaşandığı bir ay olmuştur. IMF icra direktörleri kurulu Türkiye ile yürütülen stand-by anlaşması ve beşinci gözden geçirme kapsamında Türkiye'nin sunduğu ek niyet mektubunu onaylamış ve 749.5 milyon SDR (yaklaşık 1.1 milyar dolar) tutarındaki kredi dilimini serbest bırakmıştır. Beşinci gözden geçirmeye ilişkin yayımlanan niyet mektubunda öncekilere göre ağırlığın kamu maliyesinde olduğu gözlemlenirken, seçim yılı olan 2007'de hükümetin sıkı maliye politikasına devam edeceği taahhüt edilmiştir. Niyet mektubunda Mayıs-Haziran döneminde finansal piyasa çalkantısına rağmen ekonominin bu yıl %6 oranında büyüyeceği, cari açığın genişlemeye devam etmesine karşın yüksek düzeydeki doğrudan yabancı sermaye girişleri ile rahat finansman imkanı sağlandığı belirtilmiş, cari açığın iç talepteki yavaşlama, petrol fiyatlarındaki düşüş ve liradaki değer kaybı ile istikrarlı seviyede kalacağı öngörülmüştür. Enflasyon tarafında ise, yıl sonu enflasyon gerçekleşmesinin %5 hedefinin üzerinde gerçekleşeceği ancak 2007-2008 için belirlenen %4 hedefin tutturulabileceği ifade edilmiştir. Niyet mektubuna göre, personel harcamalarını belirli sınırdan tutma hedeflerine uygun olarak 2007'de kamu çalışanı alımında bir yavaşlama olacak ve sosyal güvenlik açığına ilişkin yıl sonu performans kriteri tutturulacaktır.

Öte yandan IMF ile yürütülen programın ön şartlarından birisi olan Sosyal Güvenlik Reformunun bazı maddeleri Anayasa Mahkemesi tarafından Anayasa'ya aykırı bulunarak iptal etmiştir. Bu çerçevede TBMM Genel Kurulunda, 1 Ocak 2007'de yürürlüğe girecek olan Sosyal Sigortalar ve Genel Sağlık Sigortası Kanununun yürürlük tarihi 1 Temmuz 2007'ye ertelenmiştir.

IMF ile uygulanan stand-by düzenlemesinin süresi 2008 yılında sona erecek olup, program toplam 6.662 milyar SDR'yi içermektedir. Onaylanan niyet mektubuna göre, programın kalan dört gözden geçirmesinden üçü gelecek yıl, son gözden geçirme ise 2008'de yapılacaktır. AB tarafında yaşanan sıkıntılara rağmen IMF çıpasının devam etmesi makroekonomik açıdan sağlanan iyileşmelerin 2007 yılında devamı açısından büyük önem kazanmaktadır.

► Gelişmiş Ülkeler

▪ Gelişmiş ülkeler açısından 2006 – 2007 değerlendirme ve tahminleri

Gelişmiş ülkeler 2006 yılında genel olarak olumlu bir büyüme performansı göstermekle birlikte, bu ülkelerde enflasyonist baskıların arttığı gözlenmiştir. Merkez bankaları enflasyon artışını önlemek amacıyla sıkı para politikası uygulayarak, faiz oranlarını yükseltme yoluna gitmişlerdir. 1990'ların ortalarından beri deflasyonla mücadele eden ve bu amaçla sıfır faiz politikası uygulanan Japonya'da bile faiz artırımına gidilmiş, gelişmiş ülkelerde uygulanan faiz oranları birbirine yaklaşırken, gelişmekte olan ülkelerle olan faiz farkları da giderek kapanmaya başlamış, bu nedenle gelişmiş ülkelerin finansal piyasalarının çekiciliği artmıştır.

2006 yılının bir diğer belirgin özelliği ise dünyanın en büyük ekonomisi olan ABD ekonomisinin yılın ikinci çeyreğinden itibaren yavaşlama belirtileri göstermeye başlamasıdır. Haziran 2004'ten, Haziran 2006'ya kadar enflasyon artışını önlemek amacıyla aralıksız olarak 17 kez faiz artırımını yapan ABD Merkez Bankası (Fed), ekonomideki yavaşlamanın hızlanmasını önlemek amacıyla faiz artırımına son vermiştir. Temmuz 2007'den beri faiz oranını %5,25 düzeyinde tutan Fed'in 2007 yılının ilk yarısından itibaren ekonomik yavaşlamayı dizginlemek amacıyla faiz indirimine giderek yıl sonuna kadar faiz oranını %4,25'e kadar çekmesi beklenmektedir. Fed'in faiz indirimini geciktiren en büyük etken enflasyon oranının nispeten ılımlı bir görünüm sergilemesine rağmen, belirgin bir gerileme trendine girmemiş olmasıdır. Kasım 2006 itibarıyla yıllık bazda %2,6 olarak gerçekleşen ABD çekirdek Tüketici Fiyat Endeksi'nde (TÜFE) Aralık ayında önemli bir gerileme beklenmezken, petrol fiyatlarındaki gerilemenin fiyat artışları üzerinde yarattığı baskının azalması halinde 2007 yılında %2,3'e düşmesi beklenmektedir. 2002-2006 yılları arasında daha çok tüketim harcamalarındaki artışa bağlı olarak büyüyen ABD ekonomisinin, tüketim harcamalarının finanse edildiği emlak sektöründeki yavaşlamaya paralel olarak gerilemeye devam etmesi beklenmektedir. Büyüme oranının 2006 yılı itibarıyla %3,3 olarak gerçekleşmesi beklenirken, 2007'de %2,1'e gerileyeceği tahmin edilmektedir.

ABD ekonomisine ilişkin en büyük risk unsuru, büyümenin ılımlı bir şekilde yavaşlamaya devam etmesine karşılık, enflasyonun düşmemesi ihtimalidir. Ancak, petrol fiyatlarındaki düşüşün sürmesi halinde enflasyonist riskleri azaltıcı ve büyümeyi destekleyici olumlu etkilerde bulunması muhtemel görülmektedir. Diğer bir risk unsuru, başta Çin olmak üzere rezervlerinde ABD dolarınının ağırlığı yüksek olan ülkelerin rezerv kompozisyonlarını değiştirerek doların payını azaltmaya devam etmeleridir. Cari açığını bu şekilde finanse eden ABD için bu durum finansal piyasalarda da dalgalanmalara neden olabilecektir. Öte yandan bu gelişmenin

GSYİH'nin %6,6'sına yaklaşmış olan cari açığın bir miktar kapanmasını sağlayarak, önemli bir dengesizlik unsurunu hafifletmesi mümkündür.

Euro Bölgesi'nde ise enflasyon oranının 2006'da %1,9, 2007'de ise %2,1 ile %2,5 arasında gerçekleşmesi beklenirken, büyüme oranının 2006'da %2,6'den, 2007'de %2,2'ye gerileyeceği tahmin edilmektedir. Euro Bölgesi ekonomilerinde enflasyonun daha çok, 2007'de uygulanması planlanan daraltıcı maliye politikalarının etkisiyle geçici olarak yükseleceği düşünülmektedir. Öte yandan, petrol fiyatlarındaki gerilemenin devam etmesi halinde enflasyonist baskıların azalması olasıdır. 2006'da elde edilen, son altı yılın en olumlu büyüme performansının en büyük kaynağı iç taleptir. Büyümeyle ilgili 2007 yılına yansiyabilecek en büyük tehdit, ABD ekonomisindeki yavaşlamanın Euro Bölgesi'ne sıçraması ihtimalidir. Fakat ABD ekonomisindeki yavaşlama, finansal piyasalardan kaynaklanmayıp, iç tüketim kaynaklı olduğu için Euro Bölgesi'ni tehdit etme ihtimali daha düşüktür. 2006'nın son haftalarından itibaren euronun değer kazanmaya başlaması, ihracatın azalması açısından büyüme olumsuz etkileyebilecek bir diğer faktördür. Aralık 2005'ten beri enflasyonist baskıları azaltmak için daraltıcı para politikası uygulayan Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB), 2007'de de faiz artırımına devam ederek, faiz oranını %4'e kadar çıkaracağı tahmin edilmektedir. ABD ile Euro Bölgesi arasındaki faiz farkının birbirine bu kadar yaklaşması halinde, merkez bankalarının rezerv kompozisyonlarını değiştirme planlarını hızlandırmaları, para ve finans piyasalarını önemli ölçüde etkileyerek, doların değer kaybetmesine neden olabilecektir.

2006 yılı Japonya için enflasyonun artmaya başlaması gibi olumlu gelişmelerin yaşandığı bir yıl olmuştur. Tüketimdeki canlanmanın fiyatlara yansımaya başlaması Japonya Merkez Bankası'nın (BoJ) faiz oranını %0,25'e çıkarmasını sağlamıştır. Japonya için enflasyon tahmini 2006'da %0,3, 2007'de ise %1 şeklindedir. Büyümenin ise 2006'da %2,1 ve 2007'de %1,8 olarak gerçekleşmesi tahmin edilmektedir. BoJ'un 2007'de tüketimdeki canlanmanın artmasına paralel olarak faiz oranını yıl sonu itibarıyla %0,75'e kadar çıkarması olasıdır. ABD ile olan dış ticaretinin ekonomisi içindeki payı yüksek olan Japonya'nın, ABD ekonomisindeki yavaşlamadan Euro Bölgesi'ne göre daha çok etkilenmesi beklenmektedir. Bu olasılık, enflasyon artışının beklenen düzeyde olmamasının yanısıra faiz artırımını önleyebilecek bir diğer etkidir.

Özet olarak 2007 yılının gelişmiş ülkeler açısından enflasyonist baskıların varlığını koruduğu, büyümenin ise 2006'ya oranla yavaşladığı bir yıl olması beklenmektedir. Türkiye açısından bakıldığında, Gelişmiş ülkelerin 2007 performansı ile ilgili olarak en çok önem taşıyan konu ABD ekonomisindeki yavaşlamanın bir resesyona dönüşme ihtimalidir. Gelişmekte olan ülkelerin dış ticaretinde önemli bir payı olan ABD'deki yavaşlamanın, resesyona dönüşmemesi halinde bile, ciddi bir cari açık sorunuyla karşı karşıya olan Türk ekonomisini olumsuz etkileyeceği tahmin edilmektedir. Öte yandan ABD dolarının uluslararası piyasalarda değer kaybetmeye devam etmesi, yurtiçi piyasalarda YTL'nin değer kazanmasına neden olarak, dış ticaretin finansmanını olumsuz etkileyebilecektir. Gelişmiş ülkelerde faiz oranlarının 2006'daki kadar artması beklenmediği için, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasındaki faiz farklarının daralmayacağı ve gelişmekte olan ülkeler için risk algılamasının artması halinde açılacağı tahmin edilmektedir.

▪ ABD

ABD Temel Ekonomik Göstergeleri					
(%) Değişim	2002	2003	2004	2005	En Son
Büyüme	1,6	2,5	3,9	3,2	2 (2006 QIII)
İşsizlik	5,8	6,0	5,5	5,07	4,5 (Aralık 06)
Enflasyon (CPI)	1,6	2,3	2,7	3,4	0 (Kasım 06)
Fed Faiz Oranı	1,25	1,00	2,25	4,25	5,25 (Haziran 06)

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

Aralık ayında ABD ekonomisinin yavaşlama süreciyle ilgili olarak önceki aylardan farklı bir tablo ortaya çıkmazken, enflasyonda belirgin bir düşüş trendinin henüz oluşmadığı görülmüştür. Bu nedenle ABD Merkez

Bankası'nın (Fed) ekonominin yavaşlama hızının artmasını önlemek üzere faiz indirimine gitmesi beklentisi devam etmekle birlikte, bunun zamanlaması hakkında net bir yorum yapılamamaktadır. Ancak, Aralık ayındaki toplantısında faiz oranını değiştirmeme kararı alan Fed, enflasyonist riskleri vurgulamaya devam etmiştir.

Fed'in faiz kararıyla ilgili yapılan yazılı açıklamada, büyümenin, emlak sektöründeki belirgin soğumanın da etkisiyle yavaşlamaya devam ettiği ve ekonomik göstergelerin karmaşık bir görünüm ortaya koymalarına rağmen, ekonominin ılımlı bir hızda genişlemeye devam etmesinin olası olduğu ifade edilmiştir. Açıklamada, çekirdek enflasyonun yüksek bir düzeyde bulunduğu ve yüksek kapasite kullanım oranının enflasyonist baskıların devam etmesine neden olması ihtimalinin bulunduğu belirtilmiştir. Ancak, enflasyonist baskıların;

enerji fiyatlarındaki gerileme, enflasyon beklentileri, önceki dönemlerde alınan faiz artırımı kararlarının gecikmeli etkileri ve toplam talebi kontrol altında tutan diğer faktörler nedeniyle azalmasının mümkün olduğu vurgulanmıştır. Gelecek aylarda ne yönde karar alınacağı konusunda ise ekonomik verilerin belirleyici olacağı belirtilmiştir.

Ocak ayının ilk haftasında yayınlanan Fed toplantı tutanaklarından ise Fed yetkililerinin yavaşlayan büyümeden, en az enflasyonist baskılar kadar tedirgin oldukları anlaşılmıştır. Bu gelişme yine de yakın bir zamanda faiz indirimine gidilmesi beklentisini artırmamıştır.

Bu ay yayınlanan Kasım ayı enflasyon verileri birbirlerinden farklı bir görünüm ortaya koymuşlardır. Üretici fiyatlarında beklenmedik bir artış meydana gelirken, tüketici fiyatları genel olarak beklentilerin altında kalmıştır. Buna göre, Ekim ayında %1,6 gerileyen ABD Üretici Fiyatları genel endeksi (ÜFE) Kasım ayında %2 artmıştır. Çekirdek ÜFE'deki artış ise Ekim ayındaki %0,9'luk gerilemenin ardından %1,3 olarak gerçekleşmiştir. Yıllık bazda bakıldığında ise genel endeks %0,9, çekirdek endeks ise %1,8 artış göstermiştir. ÜFE'nin aylık bazda %0,5, çekirdek ÜFE'nin ise %0,2 artması beklenirken, ÜFE'deki beklenmedik artış büyük ölçüde benzin fiyatlarındaki %17,9'luk artıştan kaynaklanmış, otomobil fiyatlarındaki artışlar da Kasım ayında önemli bir baskı unsuru olmuştur. ÜFE artışı, enflasyonist risklere karşı dikkatli olunması uyarısına devam eden Fed'in, haklılığını teyit eder nitelikte olmakla birlikte, geçici olması ve ABD ekonomisindeki yavaşlamanın gelecek aylarda üretici fiyatlarına daha büyük oranda yansımaları beklenmektedir.

Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) ise Kasım ayında hem genel hem de çekirdek bazda bir önceki aya göre değişmemiştir. Ekim ayında %0,5 gerilemiş olan TÜFE'nin ve %0,1 artmış olan çekirdek TÜFE'nin aylık bazda %0,2 oranında artması beklenmekteydi. Yıllık bazda bakıldığında ise TÜFE Kasım ayında %2 artarken, çekirdek TÜFE %2,6 artmıştır.

Diğer bir önemli enflasyon ölçütü olan Kişisel Tüketim Harcamaları Endeksi (PCE) de Kasım ayında bir önceki aya göre değişmemiştir, ancak Ekim ayında yıllık bazda %2,4 artmış olan çekirdek PCE, Kasım ayında %2,2'ye gerilemiştir. Bu gerilemenin kalıcı bir trende işaret edip etmediği gelecek aylarda açıklanacak verilere bağlı olup, henüz Fed'in referans düzeyi olan %2'nin üzerinde bulunması enflasyonist baskıların ortadan kalkmadığını göstermektedir. TÜFE ve PCE birlikte değerlendirildiklerinde, her iki endekste de yılsonu alışveriş sezonu olmasına rağmen aylık bazda bir artış meydana gelmemiş olması olumlu bir gelişme olarak değerlendirilebilir. Genellikle tüketim harcamalarının arttığı Aralık ve Ocak aylarında da enflasyonda artış görülmemesi halinde enflasyonist baskıların azalması beklenmektedir.

Kasım ayında son kez revize edilen 2006 yılı III. çeyrek büyüme oranı %2 olarak açıklanmıştır. Daha önce %1,6'dan %2,2'ye revize edilmiş olan büyüme oranındaki düşüşün başlıca nedeni kişisel tüketimin, stokların ve hükümet harcamalarının aşağı yönde revize edilmesidir. Bu arada sanayi üretimi artış oranı da ekonominin canlılığının eski düzeyinde olmadığını teyit eder bir şekilde Ekim ayında olduğu gibi aylık bazda %0,2 artmıştır. Ekim'de %82,2'ye çıkmış olan kapasite kullanım oranının ise %81,8'e gerilemiştir.

Büyümedeki yavaşlamanın devam etmesine karşılık hala sıkı bir istihdam piyasasının varlığını koruduğunu gösteren istihdam verilerine göre işsizlik oranı Aralık ayında %4,5'te kalmış, 100.000 olarak açıklanması beklenen tarım dışı istihdam ise 167.000'e çıkmıştır. Nispeten gecikmeli bir veri olan işsizlik oranının, gelecek aylarda büyümedeki yavaşlama devam ettiği ve enflasyonda düşüş görüldüğü takdirde, artması beklenmektedir.

Öte yandan dış ticaret açığı Ekim ayında \$64,3 milyardan \$58,9 milyara gerilerken, 2006'nın II. çeyreğinde \$217.13 milyara ulaşmış olan cari açık, III. çeyrekte \$225.55 milyara çıkmıştır. Dış ticaret açığındaki gerileme büyük ölçüde petrol fiyatlarındaki düşüşten kaynaklanırken bu etkinin 2007 yılında da petrol fiyatlarında ciddi bir artış meydana gelmediği takdirde, devam etmesi beklenmektedir. Cari açıktaki artışın nedeni ise söz konusu dönemde petrol fiyatlarındaki artıştır. 2006'nın IV. çeyreğinde gevşeyen petrol fiyatları nedeniyle cari açığın bir miktar gerilemesi mümkündür. Ayrıca, dolardaki değer kaybının ihracatı artırıcı bir etki yaratması da cari açığın önümüzdeki dönemde daralmasına sebep olabilecektir.

• Euro Bölgesi

Euro Bölgesi Temel Ekonomik Göstergeleri					
(%) Değişim	2002	2003	2004	2005	En Son
Büyüme	0,9	0,8	2,1	1,3	2,7 (2006 QIII)
İşsizlik	8,5	8,9	8,8	8,3	7,6 (Kasım 06)
Enflasyon (HICP)	2,28	1,97	2,36	2,22	1,9 (Aralık 06)
ECB Faiz Oranı	2,75	2,00	2,00	2,25	3,50 (Aralık 06)
M3 Para Arzı Artışı	6,9	7,1	6,6	7,4	8,8 (Kasım 06)

Kaynak: ECB, Eurostat, Reuters

7 Aralık'ta yapılan para politikası toplantısında gösterge faiz oranını beklentiler doğrultusunda %3,25'ten %3,50'ye çıkaran Avrupa Merkez Bankası (ECB), bu kararıyla, Aralık 2005'ten beri toplam 150 baz puanlık faiz artırımını gerçekleştirmiştir. Toplantıdan sonra yaptığı açıklamada enflasyonist risklerin hala yukarı yönlü olduğunu

belirten ECB Başkanı Trichet, ekonomideki likidite düzeyinin yüksek olduğunu, ekonomideki canlanmanın yedek kapasiteyi ve işsizliği azaltması nedeniyle fiyat baskılarının oluşması riskinin bulunduğunu ifade etmiştir. Gelecek aylarda ne yönde karar alınacağına dair açık bir ipucu vermeyen Trichet'in 'orta vadede fiyat istikrarı karşısındaki risklerin gerçekleşmemesi için bütün gelişmeleri yakından izleyecekleri' şeklindeki ifadelerinden ECB'nin faiz artırımına bir süre için ara vereceği sonucu çıkarılmıştır. ECB'nin, 2007 yılında Almanya ve İtalya'da uygulanmaya başlanacak olan daraltıcı maliye politikasının, Euro Bölgesi ekonomik faaliyetleri ve enflasyon oranı üzerindeki etkilerini izlemek için yılın ilk çeyreğinde faiz oranını değiştirmemesi ihtimali nispeten güçlü olup, dış talepteki daralma ve euronun dolar karşısında değer kazanmasının büyüme üzerindeki potansiyel etkileri de faiz artırımına bir süre ara verilmesine neden olabilecektir. Ancak 2007 yılında ekonomideki canlanmanın azalarak da olsa devam edeceği ve enflasyonist baskıların nispeten ılımlı olmakla birlikte varlığını koruyacağı beklentisi, ECB'nin 2007 yılı sonuna kadar faiz oranını en az %4'e kadar çıkaracağı yönünde tahminler yapılmasına neden olmaktadır.

Euro Bölgesi'nde Kasım ayında açıklanan veriler şu şekilde gerçekleşmiştir:

- Kasım ayı sonlarında bir önceki çeyreğe göre %0,5 arttığı açıklanan 2006 yılı III. çeyreğine ilişkin Euro Bölgesi büyüme oranıyla ilgili son tahminler büyüme oranının 2006 yılında %2,6 olarak gerçekleşeceği yönündedir. Ayrıca, 2006'nın III. çeyreğinde yıllık bazda %2,7 artmış olan büyümenin 2006'nın son çeyreğinde bir miktar yavaşlaması beklenmektedir. 2006 yılı III. çeyrek büyüme oranı Ocak ayı içerisinde revize edilecek olup, önemli bir değişiklik göstermesi beklenmemektedir.
- Euro Bölgesi Harmonize Tüketici Fiyat Endeksi (HICP) Kasım ayı yıllık bazda artış oranı, %1,8'den %1,9'a revize edilmiştir. Ekim ayında %1,6 olarak gerçekleşen enflasyondaki artışın nedeni petrol fiyatlarının geçen yıla göre yükselmiş olmasıdır. Nitekim çekirdek enflasyon artışının %1,6'da kaldığı görülmektedir. HICP endeksi Aralık ayında da geçici verilere göre yıllık bazda %1,9'da kalmıştır. Ocak ayı ortalarında revize edilecek olan Aralık ayı verilerinin genel endeks için %1,9 ve çekirdek endeks için %1,6 olarak teyit edilmesi beklenirken, 2006 yıl sonu itibarıyla tüketici fiyatlarındaki artışın, ECB'nin referans olarak aldığı %2 düzeyinin üzerinde kalacağı endişesi ortadan kalkmıştır. Öte yandan HICP'nin Ocak ayında Almanya'da yürürlüğe girecek olan KDV artırımının etkisiyle yükselerek %2'nin üzerine çıkması beklenmektedir. Bu nedenle ECB'nin Mart ayından itibaren faiz artırımına devam etmesi beklenmektedir.
- Euro Bölgesi işsizlik oranı Kasım ayında 1993 yılından beri en düşük düzeyine inerek %7,6 olarak gerçekleşmiştir. Almanya ve Fransa'da istihdamın artmasının etkisiyle meydana gelen bu gerileme, ECB'nin faiz artırımına devam etmesi olasılığını güçlendirmiştir.
- Euro Bölgesi sanayi üretimi Ekim ayında bir önceki aya göre %0,1 oranında gerilemiş, yıllık bazda ise %3,6 artmıştır. Böylece, sanayi üretiminde Eylül ayında meydana gelen ve Ağustos ayındaki aylık bazda %1,6 oranındaki yükseliş karşısında bir düzeltme hareketi olduğu düşünülen %1,1'lik gerileme, bir ölçüde telafi edilmiştir.
- Avrupa Ekonomik Araştırmalar Merkezi'nin (ZEW) Almanya'da yaptığı ve finans sektörünün ekonomik görünümüne ilişkin görüşlerini yansıtan ZEW endeksi, Aralık ayında -28,5'ten -19'a yükselerek finans sektörünün beklentilerinde iyileşme olduğunu göstermiştir. Almanya'da yapılan bir diğer önemli anket olan iş dünyası anketinden elde edilen IFO endeksi ise Aralık ayında rekor düzeyde artarak 106,8'den 108,7'ye yükselmiştir. Her iki endeksteki yükselişte ekonomideki yıl sonu

canlılığının da etkisi bulunmakla birlikte, 2007 yılına ilişkin beklentilerin olumlu yönde olduğu görülmektedir.

- **Japonya**

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

Kaynak: IMF, OECD, Reuters

Tüketici harcamalarının beklendiği ölçüde artmaması nedeniyle, faiz oranlarının 2006 yıl sonu itibariyle %0,25'te bırakıldığı Japonya'da, Japonya Merkez Bankası'nın (BoJ) ne zaman faiz artırımına gideceği konusunda net bir tahmin yapılması giderek güçleşmiştir. 2007 yılı içinde faiz artırımının mümkün hale gelmesi

olasılığı ekonomik verilere, özellikle tüketici fiyatlarında belirgin bir artış gözlenmesine bağlıdır. Buna göre, Ekim ayında yıllık bazda %0,4 artmış olan Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE), Kasım ayında %0,3 artarken, çekirdek TÜFE artış oranı %0,1'den %0,2'ye çıkmıştır. Hanehalkı tüketim harcamalarındaki %0,7 gerilemeyle birlikte ele alındığında bu verilerin faiz artırımına gidilebilmesi için yeterli olmadığı düşünülmektedir. Buna rağmen Ocak ayının ilk haftasında basında yer alan, BoJ'un Ocak ayında faiz artırımına gitmek niyetinde olduğu yönündeki haberler, faiz artırım beklentisinin artmasına neden olmuştur.

BoJ'un faiz artırımına gitmesini destekleyen gelişmelerden en başta geleni, iş dünyası anketi Tankan'ın Aralık ayında yayınlanan sonuçlarına göre iş dünyasının ekonomiye güveninin 2006'nın son çeyreği için de devam ettiğini göstermesidir. Ankete göre, imalat sanayiinde ve imalat dışı sanayiinde faaliyet gösteren firmaların yatırım harcamalarının 31 Mart'ta sona eren 2006 mali yılında geçen yıla göre %10,5 oranında artması, işgücü piyasasının güçlü olmaya devam etmesi, buna karşılık fiyat baskılarının belirgin olmaması beklenmektedir.

Kasım ayında %2 olarak açıklanan 2006 yılı III. çeyreğine ilişkin yıllık bazda büyüme oranı beklentiler doğrultusunda %0,8'e revize edilmiştir. Büyümedeki gerileme, yatırım harcamalarının ve iç talebin aşağı yönde revize edilmesinden kaynaklanmıştır. Öte yandan Ekim ayında %1,6 artmış olan sanayi üretimi Kasım'da %0,7 artarken, yıllık bazda artış oranı %4,8 olarak gerçekleşmiştir. Sanayi üretimi verileri Japon ekonomisinin büyüme trendini koruduğunu göstermiştir. Büyüme açısından önemli bir gösterge olan Japon firmaların makine siparişleri Ekim ayında %6 oranında artması beklenirken, %2,8 artmıştır. Eylül ayındaki %7,4'lük gerilemenin ardından gelen bu artışın beklentilerin altında kalması BoJ'un faiz artırımına gitmesi olasılığını azaltıcı bir gelişmedir.

Bu arada Ekim ayında %4,1 olarak açıklanan işsizlik oranı Kasım ayında %4'e gerilemiştir. İşsizlik oranındaki düşüş tüketim harcamalarının azalmasını önleyebilecek bir gelişme olmasının yanısıra ekonomideki canlılığın devam ettiğinin de bir göstergesidir.

Kasım ayında Japon tüketicilerin ekonomiye olan güvenlerinde artış görülmüştür. Buna göre genel hanehalkı güven endeksi Kasım ayında Ekim ayına göre %1,04 artarak 48,7'ye çıkmıştır. Ancak tüketici güvenindeki iyileşmenin henüz fiyatlara yansımaya kadar güçlü olmadığı düşünülmektedir.

- ▶ **Gelişmekte olan ülkeler**

- **Gelişmekte olan ülkeler açısından 2006 – 2007 değerlendirme ve tahminleri**

2006 yılında ABD'nin makroekonomik temellerindeki kırılma noktaları küresel likidite hareketinin gelişmekte olan ülkeler lehine olması, söz konusu ülkelerin gelişmiş ülkelere kıyasla daha başarılı bir performans sergileyerek %7 civarında büyümesine neden olmuştur. 2007'de global ekonomik büyümenin yavaşlaması beklenirken bu doğrultuda gelişmekte olan ülkelerin bir miktar hız kaybetmesi, yine de %6'nın üzerinde büyümesi öngörülmektedir. Öte yandan ABD ekonomisinin 2007 yılında sergileyeceği performansın gelişmekte olan ülkeler üzerinde belirleyici olması beklenmektedir. Buna göre, ABD ekonomisinde büyümenin ılımlı bir şekilde yavaşlaması, gelişmekte olan ülkeleri olumlu yönde etkilerken; büyümenin sert bir şekilde yavaşlaması finansal piyasalarda dalgalanmaya yol açabilecek ve gelişmekte olan ülkelere giden küresel likidite akışını olumsuz etkileyebilecektir. ABD ekonomisinin yavaşlamasının ihracata dayalı büyüyen Asya ekonomilerinin ihracat gelirlerini de azaltması beklenmektedir.

2007 yılının gelişmiş ülkeler için nispeten zor bir yıl olması durumunda, gelişmekte olan ülkelerin %7'ye varan ortalama büyüme hızı ile ön plana çıkarak yatırımcılar tarafından tercih edilmeleri mümkün gibi gözükmektedir. Doğu Avrupa, Rusya, Asya, Latin Amerika ve hatta Afrika'nın 2007'de iyi bir performans sergilemesi beklenirken, büyümenin öncülüğünü Asya-Pasifik bölgesi ekonomilerinin üstleneceği düşünülmektedir. Bu bölgede de ekonomik büyümenin özellikle Hindistan ve Çin önderliğinde gerçekleşmesi beklenmektedir. 2006 yılında % 10.5 büyümesi beklenen Çin'in, ABD ekonomisinde olası bir yavaşlamadan en az etkilenen ülkelerin başında gelmesi öngörülmüşken, 2007 yılında % 10'a yakın büyüyeceği tahmin edilmektedir. Asya ekonomilerinin önündeki önemli riskler ise, global büyümenin beklentilerin üzerinde yavaşlaması ve bu durumun gelişmekte olan Asya ülkelerinde cari işlemler pozisyonunun kötüleşmesine, döviz rezerv artış hızının azalmasına yol açması olarak görülmektedir.

2006 yılında %4,8 büyümesi beklenen Latin Amerika ülkelerinin makro ekonomik göstergelerinin iyileşmesi ve pek çok ülkede yapılan seçimlerin ardından siyasi belirsizliğin azalmasıyla, 2007'de uluslararası yatırımcılar için cazibesini koruması beklenmektedir. 2006 yılında emtia fiyatlarındaki artıştan olumlu etkilenen ülkelerin başında gelen Latin Amerika ülkelerinin önündeki temel riskler, emtia fiyatlarının düşmesi ve küresel likiditenin azalması olarak görülmektedir. Buna ek olarak dış ticaretinde büyük ölçüde Amerika'ya bağımlı olan Arjantin, Meksika, Venezüella gibi Latin ülkelerinin Amerikan ekonomisinde gerçekleşebilecek yavaşlamadan da olumsuz etkilenmeyeceği tahmin edilmektedir.

Genel olarak 2007 yılında, gelişmiş ülkelerde büyümenin yavaşlamasıyla birlikte gelişmekte olan ülkelerin küresel ekonominin lokomotifini olma görevini üstlenmesi beklenmektedir. Gelişmekte olan ülkelerin büyümesinin önündeki önemli riskler ise, emtia fiyatlarının gerilemesi, finansal koşulların bozulması ve jeopolitik riskler olarak görülmektedir. Rusya, Brezilya, Venezuela ve Arjantin gibi ülkelerin büyümesinde emtia özellikle petrol fiyatlarındaki yükselişin itici güç olduğu göz önüne alınır, emtia fiyatlarındaki gerilemeden en çok bu ülkelerin etkilenmesi söz konusu olacaktır. Ancak OPEC'in yıl içinde iki kere aldığı arz kısıma kararı, OPEC'in fiyatların 50 dolar/varil seviyesinin altına gerilemesine izin vermeyeceğini ortaya koymakta olup, bu çerçevede emtia ihracatçıları ülkelerin 2007'de bir önceki yıla göre hız kaybetmesi ancak büyümeye devam etmesi beklenmektedir.

▪ Çin

İhracata dayalı büyümesi sayesinde İngiltere ve Fransa'yı geride bırakarak dünyanın 4. büyük ekonomisi haline gelen Çin, 2006 yılında güçlü büyümesini sürdürerek gerek Asya bölgesindeki ekonomilerde gerekse küresel

Çin Temel Ekonomik Göstergeleri					
	2002	2003	2004	2005	2006 (En Son)
Büyüme (%)	9,1	10,0	10,1	9,9	10,4 (III.Çeyrek)
Enflasyon (%)	-0,8	1,2	3,9	1,8	1,9 (Kasım)
Faiz Oranı	2,0	2,0	2,25	2,25	2,52
Cari Denge (Milyar \$)	35.4	45.9	68.7	160.8	205.2* (Tahmin)
Cari Denge/ GSMH (%)	2,8	3,2	4,0	7,1	7,7* (Tahmin)
M2 Para Arzı (% Değişim)	19,4	19,7	14,8	18,0	16,8 (Kasım)

Kaynak: Economic Intelligence Unit, Reuters

çapta ekonomik canlanma sağlamaya devam etmiştir. Son beş yıldır üst üste büyüme ve dış ticaret fazlası rekorları kıran Çin'in 2006 yılında %10,5 büyümesi, 2007 yılında ise büyüme oranının % 9,8-10,0 aralığında gerçekleşmesi beklenmektedir.

Çin'de Aralık ayında açıklanan verilerin Kasım ayına benzer bir tablo çizdiği görülmektedir. Buna göre ekonomik performans açısından önemli göstergeler olarak kabul edilen sanayi üretimi ve perakende satışlar bir önceki aya göre çok fazla değişiklik göstermezken, sabit varlık yatırımları ve para arzı artış hızının

yavaşlamaya devam etmesi olumlu karşılanan gelişmeler olmuştur. Dış ticaret fazlasının Ekim ayındaki rekor seviyeye yakın gerçekleşmesi ise ekonominin gidişatına yönelik mevcut endişeleri artırmıştır.

Haziran ayında yıllık bazda %19,5 artan sanayi üretimi hükümetin ekonomiyi soğutma önlemleri çerçevesinde gerilemeye devam ederek Kasım ayında % 14,9 artarken, Ocak-Kasım dönemindeki artış ise % 16,8 olarak gerçekleşmiştir. Yakından takip edilen bir veri olan sabit aktif yatırımlarındaki yıllık büyüme Ocak-Kasım döneminde %26,6'ya gerilemiştir. Ekim ayında %17,1 artan M2 para arzının Kasım ayında %16,8 artması ise para arzının artış hızında yavaşlamaya işaret etmiştir. 2006 yılında sabit varlık yatırımlarındaki artışın % 20'lere gerilemesi aynı zamanda ithalat ve ihracatın da bir miktar yavaşlaması beklenmektedir. Cari işlemler fazlasındaki artışın temel faktörlerinden birisi olan doğrudan yabancı yatırımlar Ocak-Kasım döneminde % 2,1 artarak 54.2 milyar dolar olmuş, sadece Kasım ayında gerçekleşen doğrudan yabancı yatırımlar ise geçen yılın

aynı ayına göre % 20,5 artarak 5.6 milyar dolara ulaşmıştır. 2005 yılında 60.3 milyar dolar olarak gerçekleşen doğrudan yabancı yatırımların yıl sonunda 72.4 milyar dolara ulaşması beklenmektedir.

Bu ay açıklanan tüketici ve üretici fiyatlarında artış görülmesine karşın söz konusu artışın gelecek aylarda ekonomi açısından bir sorun teşkil etmesi beklenmemektedir. Tüketici fiyatları Kasım ayında gıda fiyatlarındaki artışa bağlı olarak %1,9 artarak 20 yılın en yüksek artışını gerçekleştirirken, üretici fiyatları önceki ayların altında % 2,8 artış kaydetmiştir. Çin Merkez Bankası tüketici fiyatlarının 2006 yılında % 1,4, 2007 yılında ise % 2,0 artacağını öngörmektedir.

Öte yandan dış ticaret fazlasının Kasım ayında, Ekim'deki 23.8 milyar dolarlık rekor seviyeye çok yaklaşarak, 22.9 milyar dolar olarak gerçekleşmesi, başta ABD olmak üzere birçok ülkelerin yuanın değerlendirilmesi konusundaki baskılarını artıran bir gelişme olmuştur. Kasım verileriyle, 12 aylık ticaret fazlası Ekim ayındaki 155.1 milyar dolar seviyesinden, 168 milyar dolara yükselirken, rekor artışta ihracatın Kasım ayında geçen yılın aynı ayına göre %32,8, ithalatın ise % 18,3 oranında artması etkili olmuştur.

Aralık ayında yaşanan en önemli gelişme ise ABD Hazine Bakanı Henry Paulson ve ABD Merkez Bankası Başkanı Ben Bernanke'nin ABD'nin dış ticaret açığından sorumlu tuttuğu Çin'e gerçekleştirdikleri ziyaret olmuştur. Görüşmelerin esas konusunu ABD'nin Çin ile ticaretinde verdiği ve giderek artan cari açık oluşturmuştur. İki gün süren görüşmelerde, Çin'in yuanın değerinin artmasına izin vermediği ve mali sistemini güçlendirmedeği sürece ülke ekonomisinde kontrolü kaybetme riskiyle karşı karşıya olduğu vurgulanmış, yuanın daha geniş işlem bandı ve piyasa tarafından belirlenen döviz kuru ile değerlendirilmesinin, hem etkin ve bağımsız bir para politikasına, hem de Çin'in büyümesine katkı sağlayacağını ifade edilmiştir. Görüşmelerde ABD tarafının yuanın değerlendirilmesi konusunda öncekilere göre daha yumuşak bir tavır takındığı gözlemlenirken, buna karşılık Çin tarafı da yuanda daha fazla reforma gidileceğinin sinyallerini vermiştir.

Küresel ticaretteki payı %7,7'lere ulaşan Çin'in büyümesinin önümüzdeki dönem devam edip etmeyeceği sadece ABD için değil tüm dünya açısından önem taşıyan bir konu olup, ekonomideki yapısal sorunlar büyümenin önündeki en önemli engel olarak görülmektedir. Çin'de kamu işletmelerinde verimliliğin düşük olması ve bunların bankalara olan ödenmemiş borçlarının yüksek seviyelere ulaşması, gerek büyümenin kalitesi gerekse ekonominin genel gidişatına yönelik endişe yaratmaktadır. Buna ek olarak aşırı yatırımlar ve yetersiz iç tüketim ekonominin önündeki başlıca riskler olarak sıralanmaktadır. Öte yandan aşırı likiditenin kontrol edilmesi için 2006 yılında faizlerin iki kez, bankaların zorunlu karşılık oranının ise üç kez yükseltilmesine karşılık aşırı likidite halen kontrol altına alınabilmiş değildir. Çin'in 1 trilyon doları aşan döviz rezervleri, ülkenin para politikası araçlarının kullanım verimini olumsuz etkilemekte ve döviz kuru politikası üzerindeki baskıyı artırmaktadır. Çin, aşırı kredi büyümesini ve büyüyen ticaret fazlasını durdurmak için önlemler almaya çalışmakla birlikte, makro ekonomideki mevcut dengesizliğin çözümü için yalnızca para politikasındaki düzenlemelerin yeterli olmayacağı, tüketimin artırılması, yapısal ayarlamalar gibi çok yönlü çabalara ihtiyaç duyulduğu açıkça görülmektedir. Bu çerçevede Çin Merkez Bankası tarafından ay içinde yapılan açıklamalar da Çin'in önümüzdeki dönemde faiz, kur ve ihtiyat akçesi gibi para politikası araçlarıyla finansal işleyişe yönelik düzenlemeler yapacağına işaret etmektedir.

Bu bağlamda ay sonunda Çin Merkez Bankası'nın, rekor seviyelere ulaşan dış ticaret ve cari işlemler fazlasını sınırlandırmak ve döviz kuru sistemindeki reformları derinleştirmek amacıyla, bireylerin döviz işlemlerini düzenleyen kuralları gevşetmeyi planladığını açıklaması, uluslararası piyasalar tarafından olumlu karşılanan bir gelişme olmuştur. 1 Şubat 2007 tarihinden itibaren geçerli olacak yeni kurallar, bireylerin Mayıs ayında yürürlüğe giren yıllık kişisel döviz kotalarını (Çin vatandaşları için 20,000 dolar) aşmadığı sürece cari hesap altında serbest bir şekilde döviz işlemi yapmasına olanak tanımaktadır.

▪ Tayland

Borsalar	18.12.06	19.12.06	Değişim (%)
Tayland	730,55	622,14	-14,84
Endonezya	1.787,62	1.736,67	-2,85
Singapur	2.963,44	2.897,30	-2,23
Malezya	1.081,60	1.060,36	-1,96
Macaristan	24.549,01	23.974,13	-2,34
Brezilya	43.508,73	43.126,35	-0,88
Türkiye	39.832,52	39.071,10	-1,91

2006 yılının son ayında gelişmekte olan ülkeleri etkileyen gelişmelerin başında Tayland'da yaşanan para politikası değişikliği gelmektedir. Tayland, ülke para birimi Baht'ın ABD Doları karşısında son dokuz yılın en yüksek seviyelerine çıkması ve Aralık ayının ilk üç haftasında Kasım ayına göre üç kat fazla sermaye girişinin yaşanmasının ardından spekülasyon sermaye girişlerini engelleyecek önlemler aldığını açıklamıştır. Bu çerçevede Tayland Merkez Bankası mali kurumlara

sermeye girişlerinin %30'unu zorunlu karşılık olarak tutmaları zorunluluğu getirirken, yabancılara da paralarını en az bir yıl ülke dışına çıkarmama gibi koşullar getirmiştir. Getirilen önlemler altında "carry trade" denen, faizleri neredeyse sıfır olan Japonya'dan alınan borç fonları, Tayland gibi faiz oranları yüksek ülkelere taşıyan uluslararası yatırımcılara yönelik bir uygulama olup, Tayland borsasının bir günde son yılların en düşük seviyesine gerilemesine, Tayland'daki hareketten tedirgin olan gelişmekte olan ülke piyasalarda da kısa süreli bir satış dalgası yaşanmasına neden olmuştur. Tayland'ın kararı yumuşatarak borsadaki yabancı yatırımcıları kapsam dışına çıkardığını açıklaması tedirginliği azaltmak için yeterli olmazken, 19 Eylül'de yaşanan askeri darbenin ardından kredibilite kaybına uğrayan Tayland'a yönelik risk algılamasını artırmıştır.

2006 yılında %4,8 büyüyen, enflasyon oranı %4 civarında olan, cari fazla veren ve 60 milyar dolarlık döviz rezervine sahip olan Tayland'ın para politikası değişikliği kararının arkasındaki temel neden, hükümet ve merkez bankasının Baht'taki değer artışından olumsuz etkilenen ihracatçıları korumak istemesidir. Büyük ölçüde ABD ve Çin'le yapılan ihracata bağımlı olan ülke ekonomisi, son dönemde pek çok Asya ülkesinde olduğu gibi ulusal paranın değerli olması ve ABD ekonomisindeki zayıflamayla doların değer kaybetmesinden olumsuz etkilenmektedir. Buna ek olarak Çin'in yuanın değerini düşük tutması ihracata dayalı büyüyen Tayland'da üreticilerin rekabet güçlerini kaybetmelerine yol açmaktadır.

Asya'daki pek çok merkez bankasının kendi para birimlerinin çok hızlı yükselmesinden kaygılanması ve bölge ekonomilerinde artan döviz rezerv miktarının merkez bankaları üzerinde baskı yaratması, uluslararası piyasalarda kararın etkisinin söz konusu ülkelere yayılacağı endişesi yaratmıştır. Ancak uygulamaların neden olduğu finansal etkiler göz önüne alındığında bunun pek de mümkün olmadığı görülmektedir.

▪ Rusya

Rusya Temel Ekonomik Göstergeleri					
	2002	2003	2004	2005	2006 (En Son)
Büyüme	4,7	7,3	7,2	6,4	7,8 (Kasım)
Enflasyon	15,8	13,7	10,9	12,7	9,0 (Kasım)
İşsizlik	9,0	8,6	8,2	7,6	6,5 (Kasım)
Cari Denge (Milyar \$)	29,1	35,4	59,9	84,2	79,9 (III.Çeyrek)
Cari Denge/ GSMH (%)	8,5	8,3	10,3	10,9	10,8 * (Tahmin)

Kaynak: Economic Intelligence Unit, Reuters

1998 krizinden sonra artan enerji fiyatlarının etkisiyle toparlanmaya başlayan ve 1999 yılından bu yana her yıl istikrarlı büyüme kaydeden Rusya, gerek siyasi gerekse ekonomik bakımdan dünyadaki gelişmelere yön veren bir ülke konumuna gelmiştir. Emtia fiyatlarının yükselmesi zengin petrol ve doğalgaz yataklarına sahip Rusya'nın büyümesinde itici güç olurken, Sovyetler Birliği döneminden kalan tüm borçların ödenmesi, art arda alınan not artırımları ve Dünya Ticaret Örgütü (DTÖ) üyeliği konusunda ABD ile anlaşmaya varılması, 2006 yılında Rusya'nın kaydettiği en önemli adımlar olmuştur. Yaşanan tüm bu olumlu

gelişmeler Rusya'nın yabancı yatırımcıların en çok tercih ettiği ülkelerin başında gelmesini sağlamıştır. Öte yandan Rusya'nın uluslararası alandaki ağırlığını artırmak için doğalgaz kaynaklarını bir silah olarak kullanması ülkeye yönelik endişelerin artmasına neden olmaktadır. Doğalgazda Avrupa'nın Rusya'ya olan bağımlılığının her geçen gün artması ve Avrupa'nın önde gelen petrol üreticilerinden Norveç'in ürettiği miktarın her yıl azalması Rusya'nın özellikle Avrupa'ya karşı elini güçlendirmektedir.

Kasım ayında 960 milyar dolarlık GSYİH büyüklüğüne erişerek yıllık bazda %7,8 büyüyen Rusya ekonomisinin 2006 yılında %6,8'lik bir büyüme oranı yakalaması, 2007'de petrol fiyatlarında yavaşlamanın etkisiyle büyümenin %6 seviyesine gerilemesi beklenmektedir.

Yılın son ayında açıklanan veriler incelendiğinde ülkenin 2006 yılı performansına yönelik önemli işaretler verdiği görülmektedir. Ekim ayında yıllık bazda %9,2 artan TÜFE'nin Kasım ayında %9,0'a gerilemesi, enflasyondaki düşüş eğiliminin devam ettiği şeklinde yorumlanmıştır. 2006 yıl sonu enflasyonun %9,0 olan hedefin biraz üzerinde gerçekleşmesi beklenmektedir.

Genel ekonomik gidişatın göstergelerinden olan sanayi üretimi ve perakende satışlar Kasım ayında bir önceki aya göre gerilerken aynı dönemde yatırımların %15,2 artışla 473.8 milyar dolara ulaşması büyümede güçlü seyrin devam ettiğini göstermiştir. Kasım ayında sanayi üretimi %3,0, perakende satışlar ise %13,9 artmıştır. Rusya'da petrol gelirlerindeki artışa bağlı olarak yurtiçi tüketim artmakta olup, hızlı büyümeyi destekleyecek yeterli yatırım yapılmamaktadır. Bu bağlamda gelişmekte olan ülkelere kıyasla düşük seviyede olan yatırım

miktarının artırılması ve emtia ihracatına dayalı büyüyen Rusya'nın emtia fiyatlarındaki istikrarsızlıkları sıkı para politikası uygulamaları ile dengelemesi gerekmektedir.

Rusya'nın 10 aylık ticaret fazlası 117.2 milyar dolardan 140.1 milyar dolara yükselirken, bütçe fazlası Ocak-Kasım döneminde 57 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Diğer petrol ihracatçısı ülkeler gibi petrol gelirleri ile resmi rezervlerini arttıran Rusya'nın döviz rezervleri 22 Aralık haftasında bir önceki haftaya göre 3.4 milyar dolar artışla 299.2 milyar dolara ulaşmıştır. Rusya'nın önümüzdeki dönemde dünyanın en yüksek döviz rezervlerine sahip ülkeleri arasına girmesi beklenmektedir.

Piyasadaki aşırı likidite ve yurtiçi tüketimin tetiklediği enflasyonist baskıları azaltmak için bu yıl yaklaşık %8,5 değerlenmesine izin verilen rublenin önümüzdeki yıl yurtdışından büyük miktarda sermaye girişi olacağı öngörüsüyle yaklaşık %4,5 değerlenmesi beklenmektedir.

▪ Brezilya

Brezilya Temel Ekonomik Göstergeleri					
	2002	2003	2004	2005	2006 (En Son)
Büyüme	1,9	0,5	4,9	2,3	3,2 (III.Çeyrek)
Enflasyon	12,5	9,3	7,6	5,7	3,0 (Kasım)
İşsizlik	10,5	10,9	9,6	8,3	9,5 (Kasım)
Faiz Oranı	25,0	16,5	17,7	18,0	13,25
Cari Denge (Milyar \$)	-7,6	4,2	11,7	14,2	1,5 (Kasım)
Cari Denge/GSMH (%)	-1,7	0,8	1,9	1,8	1,4*(Tahmin)

Kaynak: Economic Intelligence Unit, Reuters

2006 yılında küresel likidite koşullarının iyileşmesi ve emtia fiyatlarındaki yükselişten olumlu etkilenen ülkelerin başında gelen Brezilya, bu dönemde cari işlemler ve dış ticaret fazlası vererek makroekonomik temellerini iyileştirmiş, enflasyon ve büyüme konusunda olumlu gelişmeler kaydetmiştir. Brezilya'nın 2006 başında IMF'ye olan borçlarını kapatması, ardından yüksek maliyetli Brady tahvilleri için erken ödeme

programını devreye sokması ve aldığı not artırımları hem kısa hem de uzun vadeli yabancı yatırımların artmasına neden olmuştur. Tüm bu olumlu gelişmelere karşın 2006 yılında diğer Latin Amerika ülkelerine kıyasla daha zayıf büyüme performansı sergileyen Brezilya'da büyümenin canlandırılması için, vergi ve faiz oranlarının aşağı çekilmesi ve yatırımların önündeki zorlukların kaldırılması, buna ek olarak Brezilya ekonomisinin bir diğer kırılma noktası olan kamu harcamalarındaki artışın azaltılması gerekmektedir. 2007 yılında Brezilya ekonomisindeki olumlu seyrin sürmesi, ancak fon girişinin global ekonomideki gelişmelere bağlı olarak bir miktar yavaşlaması beklenmekte olup, emtia fiyatlarında yaşanacak bir yavaşlama ve küresel likiditenin azalması ise ekonominin önündeki temel riskler olarak görülmektedir.

Latin Amerika ülkeleri arasında ekonomik bakımdan en güçlü konumda olan Brezilya'da Aralık ayında makro ekonomik olarak önemli bir değişiklik yaşanmamıştır. Son birkaç aydır fiyatlarda yaşanan nispi artışa karşın enflasyon görünümü pozitif ve uzun vadeli enflasyon hedefleri aşağı yönlü revize edilmiştir. Merkez Bankası'nın 3 Aylık Enflasyon Raporu'nda enflasyonun ılımlı seyrine devam etmesinin beklendiği belirtilmiş ve enflasyonun bu yıl % 3.1 artacağı tahmin edilmiştir. 2007 yılı enflasyon hedefi ise %3,9 olarak açıklanmıştır. 2007 yılı ekonomik büyüme beklentisi zayıf üçüncü çeyrek büyüme verisinin ardından % 3,5'ten % 3,0'a düşürülmüştür. Brezilya ekonomisi üçüncü çeyrekte 251 milyar dolarlık GSYİH büyüklüğüne erişerek bir önceki çeyreğe göre sadece % 0,5, 2005 yılının aynı dönemine göre ise % 3,2 büyümüştür. Gelir ve istihdam artışına bağlı olarak tüketimin artması büyüme performansını olumlu yönde etkilerken, sanayi üretimi ve kapasite kullanım oranında son birkaç aydır görülen gerilemenin büyüme beklentilerini olumsuz etkilemeye devam ettiği görülmektedir. Brezilya'da Aralık ayında gerçekleşen gelişmeleri kısaca özetlemek gerekirse;

Ekim ayında aylık bazda %0,33 artan Brezilya'nın gösterge enflasyon endeksi IPCA Kasım ayında beklentilerin altında %0,31 artmıştır. Yıllık bazda bakıldığında IPCA endeksinin %3,02 artarak 1998 yılından beri en düşük seviyedeki artışı gerçekleştirdiği görülmektedir. Enflasyonun genel gidişatı değerlendirildiğinde, Brezilya Merkez Bankası'nın ekonomik büyümeyi desteklemek amacıyla faiz oranlarını düşürmek için hala alanı olduğu, ancak faiz artırımlarının bundan sonra daha düşük miktarlarda gerçekleşeceği düşünülmektedir. Bu çerçevede, 23-24 Ocak tarihlerinde yapılacak bir sonraki Merkez Bankası toplantısında faizlerin 25 baz puan düşürüleceği tahmin edilmektedir.

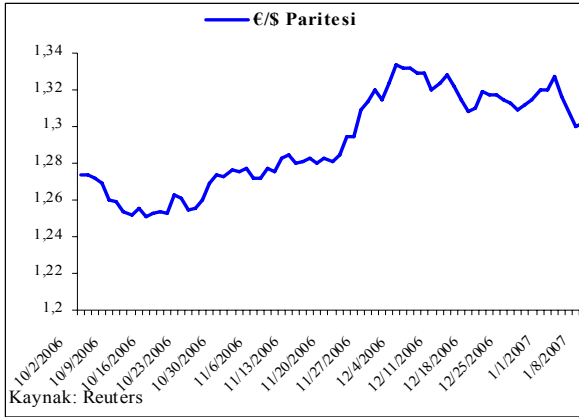
Ekonomik performans açısından önemli bir gösterge olan sanayi üretiminde önceki aylarda görülen düşüş eğiliminin devam ettiği görülmektedir. Ekim ayında bir önceki aya göre gerileyerek %0,8 artan sanayi üretimi

yıllık bazda beklentilerin altında %4,8 artış kaydetmiştir. Kapasite kullanımı Ekim ayında. % 81,8 ile bir önceki aya göre gerilerken geçen yılın aynı dönemine göre toparlanma göstermiştir.

Yatırımcılar tarafından yakından takip edilen bir veri olan cari işlemler fazlası Kasım ayında beklentilerin üzerinde gerçekleşerek 1.5 milyar dolar olurken, Ocak –Kasım döneminde 13.7 milyar dolara ulaşmıştır. Ekim ayında 3.9 milyar dolar olan dış ticaret fazlası ise Kasım ayında 3.1 milyar dolara gerilemiştir. Yüksek ihracat geliri sonucu, ticaret dengesi ve cari işlemler dengesi fazla veren bir ülke konumuna sahip Brezilya'nın bu yapıdaki dış ödemeler dengesi, gelen yabancı doğrudan sermaye ile desteklenmektedir. Ekim ayında 1.7 milyar dolar olan doğrudan yabancı yatırımlar Kasım ayında 2.5 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Böylece doğrudan yabancı yatırımlar yıllık bazda %128 artış kaydederek 16.3 milyar dolara ulaşmıştır. Son açıklanan veriler ışığında Merkez Bankası 2007 cari işlemler fazlası tahminini 2.5 milyar dolardan 4.5 milyar dolara çıkarmıştır. Banka 2007 yılında dış ticaret fazlasının 35 milyar dolar, doğrudan yabancı yatırım miktarının ise 18 milyar dolar olmasını öngörmektedir.

► Uluslararası Piyasalar

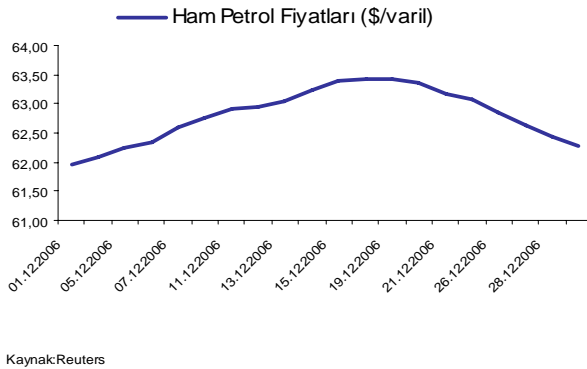
▪ EUR/USD Paritesi



Aralık ayında yapılan toplantılarda Avrupa Merkez Bankası (ECB) faiz oranını %3,50'ye çıkarırken, ABD Merkez Bankası (Fed) ve Japonya Merkez Bankası (BoJ) faiz oranlarını değiştirmemiş olup, bu gelişmeler beklentilere paralel olarak gerçekleştiği için piyasalarda önemli dalgalanmalara neden olmamışlardır. Aralık ayında piyasalar daha çok 2007 yılında izlenecek olan para politikalarına odaklanmıştır. Kasım ayı ABD enflasyon verilerinin ılımlı bir görünüm sergilemesi, Kasım ayı sonlarında keskin bir yükseliş gösteren €/ \$ paritesinin daha yatay eğilim kazanarak 1.3090-1.3190 bandına yerleşmesine neden olmuştur. Aralık ayının ortalarından itibaren yılsonu ve Noel tatilinin etkisiyle sığ bir piyasa görülürken, para piyasalarında fazla

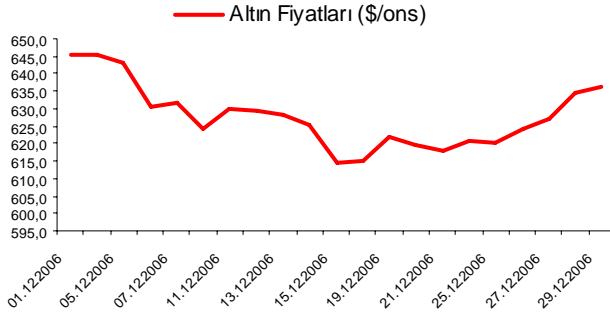
hareketlilik yaşanmamıştır. Ay ortasına kadar Fed'in 2007'nin ilk çeyreğinde faiz indirimine gideceği beklentisi korunurken, bu beklenti Fed'in enflasyon kaygısını vurguladığı toplantısıyla birlikte ağırlığını yavaş yavaş kaybetmiştir. Daha sonra petrol fiyatlarının ABD'deki olumlu hava koşulları nedeniyle yakıt talebinin azalması sonucu gerilemesi, ABD ekonomisi açısından hem büyüme hem de enflasyonu olumlu etkileyeceği için dolara destek veren bir gelişme olmuştur. Son olarak, Ocak ayı başında açıklanan istihdam piyasası verilerinin büyümedeki yavaşlamaya rağmen, güçlü bir istihdam piyasasının var olduğunu göstermesi ve Fed'in 2007'nin ilk aylarında faiz indirimine gitmesi beklentisini azaltması, doların değer kazanarak 1.30 – 1.3050 bandına yerleşmesine yol açmıştır. ECB'nin Ocak ayında faiz artırımına ara vermesi, Fed'in ise faiz oranını değiştirmemesi beklenmekte olup, ABD enflasyon ve büyüme verileri yakından takip edilmeye devam edilecektir.

► Emtia Piyasası



Aralık ayının ilk yarısında ABD'nin Kuzeydoğu bölgesinde kışın soğuk geçeceği beklentilerine ek olarak, OPEC'in ay içinde yapacağı toplantıda üretimi kısma kararı alacağı ve bunun ABD'nin petrol stoklarında düşüşe yol açacağı beklentilerinin ağırlık kazanması, petrol fiyatlarının yükselerek varil başına 62 doların üzerine çıkmasına neden olmuştur. 14 Aralık'taki OPEC toplantısına kadar 62 dolar/varil seviyesinde yatay seyrini sürdüren petrol fiyatları, toplantıdan Şubat ayından itibaren geçerli olmak üzere üretimde 500,000 varil daha kesintiye gidilmesi kararı çıkmasının ardından artarak varil başına 63 doların üzerine çıkmıştır. Ayın son

haftasında ABD'deki olumlu hava koşulları nedeniyle ısıtma amaçlı yakıt talebinin düşmesi, Birleşmiş Milletler'in (BM) İran'a nükleer çalışmaları dolayısıyla yaptırım uygulanması kararı almasına karşın ham petrol fiyatların varil başına 61-62 dolar aralığında seyretmesine neden olmuştur. Yıl içinde dalgalı bir seyir izleyerek Temmuz ayında 78 dolara kadar yükselen, ancak son birkaç aydır gerileyen petrol fiyatlarının 2007'de yönünü belirleyecek faktörlerin, dünya ekonomik büyümesinin seyri ve talep tarafındaki gelişmeler olması beklenmektedir. Arzın artmasına karşılık yavaşlayan global büyüme ile petrol talebinin azalması durumunda fiyatların 60 doların altına inmesi söz konusu olabilecektir. Öte yandan önümüzdeki dönemde petrol üretiminde Suudi Arabistan, İran ve Irak'ın öne plana çıkması beklenirken bu durumun arz bakımından bir takım riskler yaratabileceği göz önüne alınması gereken bir diğer unsur olmaktadır.



Kaynak: Reuters

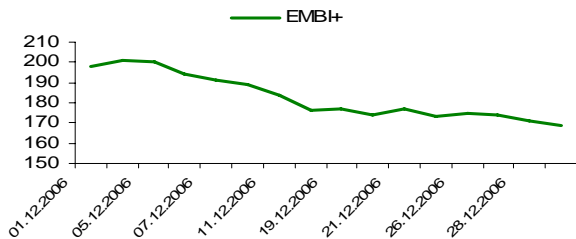
Yıl sonu tatili öncesinde dalgalı bir seyir izleyen altın fiyatları Aralık ayına 648 dolar/ons seviyesinde başlamıştır. Doların değer kaybetmesi, Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB) faiz artırımlarını sürdürüyor olmasına bağlı olarak yükselen Euro altın fiyatlarını olumlu etkilerken ayın ikinci yarısında fiyatlar, jeopolitik riskler ve güçlü talebe karşın aşağı yönlü seyir izleyerek 628 dolar seviyesine gerilemiştir. Son haftalarda ABD ekonomisi tarafından yaşanan olumlu gelişmeler ve doların yeniden değer kazanması fiyatların 617 seviyelerine kadar gerilemesine neden olmuştur. Yıl sonu olması nedeniyle hedge fonların pozisyon kapatmayı tercih etmesi, merkez bankalarının yıl sonu bilançoları için altın

satış eğilime girmeleri ise düşüş eğilimin arkasındaki diğer unsurlar olarak dikkat çekmektedir.

Bu yıl oldukça parlak bir yıl geçirerek geçen yıla göre %20 değer kazanan altının 2007 yılında da doların zayıflama ihtimali ve merkez bankalarının rezerv para olarak dolardan kaçınma eğilimine girmesi ile birlikte güvenilir yatırım aracı olarak cazibesini koruması beklenmektedir. Çin'de açılan altın borsası, altına endeksli kurulan fonların artması altına olan talebi artırması kaçınılmazdır. Tüm bunlara jeopolitik risklerdeki artış da eklendiğinde altın fiyatlarının önümüzdeki yıl yine yükselme eğiliminde olması beklenmektedir.

► Uluslararası Menkul Kıymet Piyasaları

ABD Hazine Tahvilleri, Aralık ayında Fed'in gelecek aylardaki faiz politikasına yönelik tahminler çerçevesinde dalgalanma gösterirken, genel eğilimin tahvil getirilerinin yükselmesi şeklinde olduğu söylenebilir. Buna göre ABD TÜFE ve ÜFE verilerinin faiz indirimi beklentisini azalttığı tarihlerde getiriler yükselmiş, PCE endeksinin ılımlı bir trend sergilemesi ise faiz indiriminin mümkün olabileceğini göstererek, tahvil getirilerinin gerilemesinde etkili olmuştur. Ay başında 4,44'lerde bulunan ABD 10 yıllık Hazine Tahvili'nin getirisi ay ortalarına kadar 4,59 seviyelerine çıkmıştır. PCE verisi getirilerin 4,54'e düşmesini sağlamıştır. Aralık ayının önemli gelişmelerinden biri olan Fed toplantısında enflasyonist baskılara yapılan vurgunun ön planda olduğunun görülmesi ise faiz indirimi beklentisini azaltarak, getirilerin tekrar yükselmesine neden olmuştur. Öte yandan ay sonunda yayınlanan Fed toplantı tutanaklarında büyümedeki yavaşlamaya da dikkat çekildiğinin görülmesi tahvil getirilerinin tekrar gerilemesine neden olmuştur. Ocak ayında açıklanan istihdam verilerinin, ABD istihdam piyasasının güçlü olduğuna işaret etmesi 2007'nin ilk aylarında ABD'de faiz indirimine gidilmesi olasılığını düşürmüştü, bu gelişme ABD 10 yıllık Hazine Tahvilleri'nin getirilerinin 4,60'lardan 4,65'lere çıkmasına yol açmıştır.



Kaynak: Reuters

Öte yandan yıl sonu itibariyle yatırımcıların kazançlarını artırmak istemeleri Aralık ayında gelişmekte olan ülkelere fon akışının devam etmesini sağlamıştır. Ayın ilk yarısında ABD'de enflasyon ve ekonomiye yönelik verilerin beklentilerden olumlu açıklanması, Amerikan tahvillerinin hareketlenmesine ve gelişmekte olan ülke tahvillerinin değer kazanmasına neden olmuştur. Bu dönemde piyasadaki likidite bolluğu gelişmekte olan ülkelere yönelik risk iştahını

desteklerken, tahvillerin spreadleri rekor seviyede daralmıştır. Ayın ikinci yarısından itibaren yıl sonu nedeniyle işlem hacmi azalmış, gelişmekte olan ülke tahvillerini etkileyen en önemli gelişme ise 19 Aralık'ta Tayland Merkez Bankası'nın yabancı sermaye girişine sınırlamalar getireceği açıklaması olmuştur. Tayland Merkez Bankası'nın açıklamaları tüm gelişmekte olan ülkelere yönelik risk algılamasını artırarak sert düşüşler yaşanmasına yol açmış ancak Tayland hükümetinin borsada yabancı yatırımcılar için sınırlamaları kaldırması risk algılamasını azaltmıştır. Ayın son haftası Ekvator'da yeni seçilen devlet başkanının borçların yeniden yapılanmasına gidileceğini açıklanması, Macaristan ve İzlanda'nın kredi notunun düşürülmesi ile risk primleri yeniden yükselmiş, ancak bu yükseliş kısa süreli olmuştur. Böylece gelişmekte olan ülke tahvilleri 2006 yılının son ayını yükselişle kapatmıştır.

► Dünya Borsaları

	01.12.2006	04.01.2007	(%) Değişim
AVRUPA			
Cac-40 (Fransa)	5.254	5.610	6,78
Dax (Almanya)	6.241	6.691	7,21
FTSE-100 (İngiltere)	6.021	6.319	4,95
AMERİKA			
Nasdaq (ABD)	2.413	2.439	1,08
Dow Jones (ABD)	12.194	12.526	2,72
Bovespa (Brezilya)	41.327	44.728	8,23
Merval (Arjantin)	1.929	2.121	9,95
ASYA			
Nikkei (Japonya) (03.01.2007)	16.321	17.225	5,54
Shanghai (Çin)	2.208	2.815	27,49

Kaynak: Financial Times, Reuters

Gelişmiş ülke borsalarında Aralık ayında genel trend yükseliş yönünde olurken, ABD borsalarında, ABD'de faiz indirimine gidilmesi beklentisinin azaldığı Aralık ayının üçüncü haftasında ve Ocak ayının ilk haftasında belirgin düşüşler yaşanmıştır. Yıl sonu tatilleri nedeniyle piyasaların kapalı veya sığ olduğu son haftalarda, kar realizasyonu fırsatlarının değerlendirilmesi Avrupa ve Asya'da da söz konusu tarihlerde düşüşlere yol açmıştır. Ancak bu bölgelerdeki yükseliş eğilimi korunmuştur. Japonya'da Yen'in son aylara göre değer kaybetmesi ihracat açısından olumlu algılanarak borsanın yükselişinde etkili olmuştur. Gelişmiş ülke borsalarındaki yükselişte etkili olan önemli bir faktör ise petrol fiyatlarındaki gerilemedir. Petrol fiyatlarının düşmesi enerji şirketi hisselerini olumsuz etkilemesine rağmen, maliyet

azaltıcı bir unsur olması nedeniyle olumlu algılanmıştır.

Aralık ayı boyunca gelişmiş ülke borsalarına paralel bir hareket sergileyen gelişmekte olan ülke borsaları Aralık ayına Brezilya Merkez Bankası'nın yaptığı 50 baz puanlık indirimin iyimserliğiyle Brezilya önderliğinde yükselerek başlamıştır. Özellikle Latin Amerika borsalarında ay içinde yeni rekorlar yaşanmış Bovespa'nın bir günde %3.2 yükselerek tarihinin en yüksek seviyesine ulaşması dikkat çekici bir gelişme olmuştur. Fiji'de darbe haberlerinin yayılması ile yatırımcıların ay içinde kar realizasyonuna gitmeleri gelişmekte olan ülke borsalarının olumlu seyrini etkilememiş, sınırlı bir düşüş yaşanmasına neden olmuştur. Ayın üçüncü haftası Tayland'da yaşanan para politikası değişikliği ise kısa süreli de olsa gelişmekte olan ülke piyasalarını etkileyen en önemli gelişme olmuştur. Tayland başta olmak üzere tüm gelişmekte olan piyasalarda yaşanan satış şokunun ardından Tayland sermaye piyasalarıyla ilgili aldığı önlemlerin hisse senetlerini kapsamadığını açıklamak zorunda kalmıştır. Ayın sonlarına doğru ise işlem hacminin düşmesi ile gelişmekte olan ülke borsaları yatay bir seyir izlemeye başlamıştır. 2006 yılında genel olarak yükselme eğiliminde olan gelişmekte olan ülke borsalarının 2007 yılında risk alma davranışının süreceği beklentisiyle güçlü performans sergilemeleri beklenmektedir.

ABD dolarındaki değer kaybının nedenleri ve sonuçları

2006 yılında finansal piyasalar açısından önemli gelişmelerden biri de Kasım ayının son haftasında doların diğer para birimleri karşısında beklenmedik bir biçimde değer kaybetmesidir. Bu değer kaybının başta gelen nedeni, ABD ekonomisinin 2006'nın üçüncü çeyreği itibariyle yavaşlama sürecine girmesi ve ABD Merkez Bankası'nın (Fed) bu yavaşlama sebebiyle 2007'nin ilk çeyreğinde faiz indirimine gitmesi beklentisinin artmasıdır. Fed'in faiz indirimine gitmesi, Avrupa Merkez Bankası (ECB) ve Japonya Merkez Bankası'nın (BoJ) faiz artırımına devam etmelerinin beklendiği bir ortamda finansal yatırımlar bakımından büyük önem taşımaktadır. Bu arada ABD ekonomisi yavaşlarken, enflasyonun belirgin bir düşüş trendine girmemesi de bir belirsizlik faktörü olarak yatırımcı güvenini bozmuştur.

IMF Verilerine Göre Dünya Genelindeki Yabancı Para Rezervlerin Dağılımı (milyar \$)				
	2006 III.ç.	2006 II.ç.	2006 I.ç.	2005 III. ç.
Dünyadaki Yabancı Para Rezervlerin Toplamı	4,747	4,584	4,357	4,055
Sanayileşmiş Ülkeler	1,344	1,318	1,288	1,278
Gelmekte Olan Ülkeler	3,403	3,266	3,069	2,778
Döviz Dağılımı Bilinen Rezervlerin Toplamı	3,151	3,050	2,910	2,739
ABD doları	2,068	1,993	1,931	1,816
Euro	795	776	718	670
Japon Yeni	1,000	99	97	104
İngiliz Sterlini	135	129	117	99
İsviçre Frangı	5	5	5	4
Diğer	48	47	42	47

* Kaynak: Reuters

Bu endişelerin arttığı bir ortamda, büyük miktarda dolar rezervi bulunduran bazı ülkelerin merkez bankaları tarafından yapılan açıklamalar doların, euro ve sterlin karşısındaki değerinin hızlı bir biçimde düşmesine neden olmuştur. Çin, petro-dolar zengini bazı Orta Doğu ülkeleri ve yine önemli bir petrol ihracatçısı olan Rusya'dan gelen bu açıklamaların içeriği, rezerv kompozisyonlarının dolar cinsi varlıklardan, euro ve sterline dönüştürülmesinin planlandığı şeklindedir. IMF verilerine göre; halen dünyada merkez bankalarınca rezerv olarak tutulan dolar cinsinden varlıkların tutarının \$2 trilyonu aşması ve toplam rezervlerin %70'e yakınının dolar cinsinden olduğu dikkate alındığında, diğer ülke merkez bankalarının rezervlerinin ABD için ne kadar önemli bir dış finansman kaynağı olduğu görülmektedir. Özellikle Çin'in \$1 trilyona yaklaşan döviz rezervlerini dolardan diğer para birimlerine dönüştürme konusunda kesin bir planı olduğunu açıklaması, doların değer kaybının geçici olmasına engel olmuştur.

Diğer bir açıdan bakıldığında ise, doların değer kaybetmesi dünya ekonomisi açısından da bir tehdit unsuru olan ve \$800 milyarı aşan ABD cari hesap açığının kapanmasına yardım edebilecek olması açısından olumlu bir gelişme olarak görülebilir. ABD'nin diğer ülkelere yaptığı ithalatın azalması anlamına gelen bu gelişme, ABD ile dış ticaret ilişkisi içindeki ülkelere dış ticaret açığının artması anlamına gelmektedir. Ancak bu olumsuz gelişmenin, söz konusu ülkelerin merkez bankalarınca düşük faiz politikası uygulanarak iç talebin artırılmasıyla giderilmesi mümkündür. Daha çok ABD'li tüketicilerin harcamalarına bağlı bir büyüme gösteren bu ülkelerde, ABD'li tüketicilerin emlak sektöründeki büyümeyle birlikte tüketim harcamalarının azalmaya başlaması nedeniyle iç talebin artırılması, yeni bir denge sağlanması için zaten gerekli görülmektedir.

Mevcut koşullarda dolardaki değer kaybının 2007 yılında da devam edeceği ve €/ \$ paritesinin 1.40, £/\$ paritesinin ise 2 seviyesini görebileceği yönünde tahminler yapılmaktadır. Doların Yen karşısındaki değeri ise daha çok BoJ'un faiz artırımına gitme olasılığına bağlı görülmektedir.

Dolar açısından en büyük tehlike; bu değer kaybının hızlı olmasıdır. Bu durumda diğer ülke merkez bankalarının rezerv dönüşümü hızlanacak ve ABD'nin dış finansman sorunu ön plana çıkacaktır. Ancak bu olasılık şimdilik düşük görülmektedir.

Olasılıklardan bir diğeri ise, Avrupa ve Japonya'da faiz artırımlarının hız kaybetmesiyle, dolar cinsi varlıkların cazibesini korumasıdır. Diğer yandan gelişmekte olan ülkeler için risk algılamasının Mayıs 2006'da olduğu gibi birden bire artması, dolar cinsi varlıkları daha güvenli hale getirerek bu varlıklara olan talebin artmasına ve sonuç olarak doların değer kazanmasına neden olabilecektir.

MAKROEKONOMİK GÖSTERGELER				
	2004	2005	En Son Yayımlanan	2007 HEDEF
GSYİH (Cari Fiyatlarla, Milyon YTL)	430.511	487.202	175.577 (2006 III. Çeyrek)	
GSYİH (Cari Fiyatlarla, Milyar Dolar)	300.6	361.5	117.8 (2006 III. Çeyrek)	
GSYİH Büyüme Oranı (%)	8,9	7,4	3,4 (2006 III. Çeyrek)	
GSMH (Cari Fiyatlarla, Milyon YTL)	428.932	486.401	175.4 (2006 III. Çeyrek)	631.393
GSMH (Cari Fiyatlarla, Milyar Dolar)	299.5	360.9	117.7 (2006 III. Çeyrek)	
GSMH Büyüme Oranı (%)	9,9	7,6	3,0 (2006 III. Çeyrek)	5
Sanayi Üretim Endeksi Yıllık Değişim Oranı (%)	9,9	5,3	2,5 (Ekim-2006)	
Kapasite Kullanım Oranı (%)	81,5	80,3	83,2 (Kasım-2006)	
İşsizlik Oranı (%)	10,3	10,3	9,1 (Eylül-2006)	
Fiyat Gelişmeleri				
TÜFE (Yıllık % Değişim)	9,32	7,72	9,65 (Aralık 2006)	4,0
ÜFE (Yıllık % Değişim)	13,84	2,66	11,58 (Aralık 2006)	
Parasal Göstergeler (Milyon YTL)				
M1	28.793	41.759	42.624 (22.12.2006)	
M2	108.539	153.146	182.101 (22.12.2006)	
M2Y	184.404	229.587	283.130 (22.12.2006)	
Emisyon	13.465	19.612	25.257 (04.01.2007)	
TCMB Brüt Döviz Rezervleri (Milyon \$)	36.006	48.320	60.845 (29.12..2006)	
Döviz Kuru				
Dolar/YTL	1.3427	1.3483	1.4335 (05.01.2007)	
Euro/YTL	1.8321	1.5952	1.8766 (05.01.2007)	
Kur Sepeti (1\$+0.77Euro)	2.7534	2.5766	2.8785 (05.01.2007)	
Euro/Dolar	1.3645	1.1831	1.3091 (05.01.2007)	
Dolar/Yen	102.49	117.49	118.19 (05.01.2007)	
TÜFE Bazlı Reel Kur Endeksi	140.60	171.20	160.2 (Aralık 2006)	
Faiz Oranları				
TCMB O/N (Borç Alma)	18,00	13,50	17,50 (21.07.2006)	
TRILIBOR O/N	20,18	15,08	17,51 (08.01.2007)	
Ödemeler Dengesi (Milyon \$)				
Cari İşlemler Açığı	-15.543	-22.852	-28.021 (Ocak-Ekim)	-30.400
İthalat	97.540	116.048	125.298 (Ocak-Kasım)	149.700
İhracat	63.167	73.122	76.566 (Ocak-Kasım)	95.000
Dış Ticaret Açığı	-34.373	-42.926	-48.732 (Ocak-Kasım)	-54.700
Kamu Ekonomisi (Milyon YTL)				
Bütçe Gelirleri	110.720	134.819	157.764 (Ocak-Kasım)	188.159
Bütçe Giderleri	141.020	144.562	157.701 (Ocak-Kasım)	204.902
Bütçe Açığı	-30.300	-9.743	64 (Ocak-Kasım)	-16.743
Faiz Dışı Fazla	26.188	35.936	44.131 (Ocak-Kasım)	36.203
Borç Stoku Göstergeleri				
Merkezi Yönetim İç Borç Stoku (milyar YTL)	224.5	244.8	252.9 (Kasım-2006)	
Merkezi Yönetim Dış Borç Stoku (milyar YTL)	92.0	86.8	95.5 (Kasım-2006)	
Kamu Net Borç Stoku	272.2	271.5	267.4 (2006 III. Çeyrek)	
İMKB				
İMKB-100	24.971	39.777	37.832 (08.12.2006)	

TÜRK BANKACILIK SEKTÖRÜ				
(Milyon YTL)	2004	2005	Eyl.06	Eki.06
Toplam Aktif	306.464	396.962	473.674	467.385
Nakit Rezervler	32.867	46.751	49.738	50.524
Krediler	99.396	149.937	208.546	208.640
Menkul Değerler Portföyü	123.680	143.016	157.599	154.911
Mevduat	191.065	243.121	294.847	295.985
Mevduat Dışı Kaynaklar	70.423	100.108	121.177	113.692
Özkaynaklar	45.975	53.733	57.650	57.708
Net Dönem Karı	6.337	5.711	8.726	9.968
Seçilmiş Rasyolar %				
Kredi / Mevduat	52,0	61,7	70,7	70,5
Men.Değ.Port. / Mevduat	64,7	58,8	53,5	52,3
Özkaynak Karlılığı	13,8	11,8	15,1	17,3
Aktif Karlılık	2,0	1,4	1,8	2,1
Sermaye Yeterlilik Rasyosu	28,2	24,2		

ULUSLARARASI EKONOMİK GÖSTERGELER				
	2004	2005	En Son Yayımlanan	
Uluslararası Piyasalar				
Altın (ons) \$	438,00	513,70	609,0	(08.01.2007)
Petrol (Varil) \$	40,40	58,70	55,61	(08.01.2007)
Borsa Endeksleri				
NASDAQ (ABD)	2.175	2.232	2.438	(08.01.2007)
DOW JONES (ABD)	10.783	10.888	12.423	(08.01.2007)
NİKKEİ (JAPONYA)	11.488	14.872	17.091	(08.01.2007)
DAX (ALMANYA)	4.256	5.193	6.652	(08.01.2007)
BOVESPA (BREZİLYA)	29.196	31.916	42.829	(08.01.2007)
MERVAL (ARJANTİN)	1.375	1.554	2.070	(08.01.2007)
ABD 10 Yıllık Hazine Tahvili Getirisi (%)	4,220	4,390	4,6580	(08.01.2007)
Türkiye 2030 Vadeli Eurobond Getirisi (%)	8,720	7,130	7,201	(08.01.2007)

Ekonomik Araştırmalar Birimi

Hülya Yılmaz	Müdür Yardımcısı	hulya.yilmaz@vakifbank.com.tr	0312 –455 84 84
Rukiye Alçıkaya	Uzman	rukiye.alcikaya@vakifbank.com.tr	0312 –455 84 87
Nazan Kılıç	Uzman	nazan.kilic@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	sahinsakir.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.