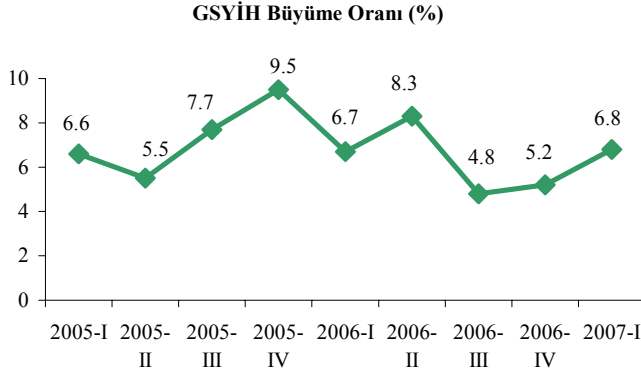


EKONOMİK GÖRÜNÜM

Temmuz 2007

- ✓ **2007 Yılıın ilk çeyreğinde GSYİH büyümesi, %6.8 ile beklentilerin üzerinde gerçekleşmiştir**
2007 yılının ilk çeyreğinde büyümenin beklentilerin üzerinde gerçekleşmesinde, ihracatın önemli katkısının olması, enflasyon süreci açısından da olumludur.
- ✓ **Para Politikası Kurulu, 14 Haziran tarihli toplantısında, politika faizini %17.50'de sabit tutma kararı almıştır**
Para Politikası Kurulu'nun (PPK) 14 Haziran tarihinde yaptığı toplantıda, beklentilerle uyumlu olarak, temel politika aracı olan kısa vadeli faiz oranlarının değiştirilmemesine karar verilmiştir.
- ✓ **Haziran ayında enflasyon, TÜFE'de %0.24, ÜFE'de %0.11 düşüş gösterirken, yıllık artışlar, TÜFE'de %8.60'a, ÜFE'de %2.89'a gerilemiştir**
Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) verilerine göre, Haziran ayında Tüketici Fiyatları Endeksi (TÜFE) %0.24, Üretici Fiyatları Endeksi (ÜFE) %0.11 düşüş göstermiştir. Gıda fiyatlarında KDV indirimlerinden dolayı görülen düşüşün etkisiyle, yıllık enflasyon TÜFE'de %8.60; ÜFE'de %2.89 olarak gerçekleşmiştir.
- ✓ **Analiz : Parasal Aktarım Mekanizması Nedir?**
- ✓ **Cari işlemler açığı gerilemeye devam ediyor**
İhracattaki yüksek oranlı artışla birlikte daralan dış ticaret açığı ve turizm gelirleri ile artan hizmetler dengesi fazlası, cari işlemler açığında daralmaya katkı sağlamıştır.
- ✓ **İthalat artışı, dış ticaret açığının beklentilerin üzerinde gerçekleşmesine neden olmuştur**
Mayıs ayında ihracat güçlü seyrini devam ettirirken, ithalatın yüksek oranlı artış göstermesi, dış ticaret açığının beklentilerin üzerinde gerçekleşmesine neden olmuştur.
- ✓ **Sosyal güvenlik kurumlarına yapılan transferlerin faiz dışı harcamalar içindeki payı %23.8'e yükseldi**
Cari transferler kaleminde çok büyük bir paya sahip olan sosyal güvenlik kurumlarına yapılan transferlerin, faiz dışı harcamalar içindeki payının, yıllar itibariyle arttığı görülmektedir.
- ✓ **ABD finans piyasasıyla ilgili riskler endişe kaynağı oluyor**
ABD'de Fed'in enflasyonist baskılara vurgu yaptığı açıklamasına rağmen, enflasyon, nispeten ılımlı bir görünüm sergilemektedir. Büyüme göstergeleri ise, genel olarak olumlu yöndedir.
- ✓ **Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB) %4 düzeyinde olan faiz oranını artırmaya devam edeceği beklentisi güçlendi**
Euro Bölgesi enflasyonunun %1.9 ile yıl başında yapılan tahminlerin altında kalmasına rağmen, ECB tarafından bu durumun daha çok, geçtiğimiz yıl petrol fiyatlarında meydana gelen artış nedeniyle oluşan baz etkisinden kaynaklandığı ve geçici olduğu açıklaması yapılmaktadır.
- ✓ **Japonya Merkez Bankası'nın (BoJ) en erken Ağustos veya Eylül aylarında faiz artırması bekleniyor**
BoJ'un faiz artırımına gitmek için Temmuz sonunda yapılacak seçimlerin tamamlanmasını beklediği düşünülmektedir. Bu arada, Japon para birimi yen bu ay, ekonomik gelişmelerden bağımsız bir şekilde, global faiz artırım beklentilerine bağlı olarak carry tradelerin devam etmesiyle değer kaybetmiştir.
- ✓ **Analiz : ABD Hazinesi'nin uzun vadeli tahvillerinin getirileri neden yükseldi?**

2007 Yılı'nın ilk çeyreğinde GSYİH büyümesi, %6.8 ile beklentilerin üzerinde gerçekleşmiştir



Türkiye ekonomisi, 2007 yılının ilk çeyreğinde beklentilerin üzerinde büyüerek, %6.8'lik GSYİH; %6,7'lik GSMH büyümesi elde etmiş ve kesintisiz büyüme sürecini 21 çeyreğe ulaştırmıştır. Beklentilerin üzerinde gerçekleşen büyüme oranı ile cari fiyatlarla 129.9 milyar YTL ve 92 milyar ABD Doları tutarında GSYİH; 129.6 milyar YTL ve 92.8 milyar ABD doları tutarında GSMH elde edilmiştir.

Büyüme rakamları incelendiğinde, sanayiinin katma değer artışının yüksek bir oranda gerçekleşmesinin, ticaret ve ulaştırma-haberleşme sektörlerinde de canlılık yarattığı; iç tüketim daralırken, ihracat artışının sürmesiyle büyüme oranlarının beklentilerin üzerinde gerçekleştiği görülmektedir.

	Büyüme Hızları (%) (1987 Fiyatlarıyla)		
	2006 Yıllık	2006 I. Çeyrek	2007 I. Çeyrek
Üretim Yönünden			
Tarım	2.9	7,6	1,1
Sanayi	7.4	4,5	7,5
Hizmetler	5.9	6,9	7,0
Harcamalar Yönünden			
Özel Tüketim	5.2	8,1	1,6
Özel Yatırım	17.4	32,1	2,5
Mal ve Hizmet İhracatı	8.5	6,8	14,0
Mal ve Hizmet İthalatı	7.1	10,0	4,2
GSYİH	6.1	6,7	6,8
GSMH	6.0	6,4	6,7
Kaynak : TÜİK			

Sektörler itibariyle değerlendirildiğinde, tarım sektörü büyümesi %1.1 gibi sınırlı bir oranda gerçekleşirken, sanayi ve hizmetler sektörlerinin sırasıyla %7.5 ve %7 oranında büyüdüğü görülmektedir. Sanayi sektöründe gerçekleşen görece olarak yüksek büyüme oranında, geçen yılın aynı döneminde, söz konusu sektörde üretim ve katma değer artışının düşük oranlarda gerçekleşmesinin yarattığı olumlu baz etkisi yanında, ihracatın da katkısı bulunmaktadır. Sanayi sektöründe gerçekleşen büyüme oranı, ticaret ve ulaştırma-haberleşme sektörlerinde de canlılık yaratmış; söz konusu sektörlerdeki büyümenin sırasıyla %6.3 ve %7.3 oranında gerçekleşmesine olanak sağlamıştır. İnşaat sektöründeki %16.2'lik, büyüme oranıyla birlikte, ticaret ve ulaştırma haberleşme sektörlerindeki canlılık, hizmetler sektörü katma değer artış oranının yükselmesini sağlamıştır.

İnşaat sektörünün görece yüksek oranlarda büyümesinde, başlanan projelerin bitirilmesi çabası ve inşaat için elverişli hava koşullarının etkili olduğu düşünülmektedir. Artan rekabetle birlikte, hizmetler sektörü altında değerlendirilen mali kuruluşlar sektörünün büyümesi de, %7.2 gibi yüksek bir oranda gerçekleşmiştir. İhracattaki artış trendiyle birlikte artan ithalat nedeniyle, ithalat vergileri %8.8 oranında büyümüştür.

Sanayi ve hizmetler kesiminde beklentilerin üzerinde büyüme performansı gerçekleşirken, tarım sektörü katma değer artışı geçen yılın aynı dönemine göre, ormancılık alt sektöründeki katma değer artışı sayesinde ancak %1.1 oranında artmıştır. Olumsuz hava koşulları ve kuraklık nedeniyle birçok üründe önemli rekolte kayıplarının muhtemel olması ve zeytinde yok yılı olmasının beklenmesi nedeniyle, tarım sektörü performansında yıl sonuna kadar olumlu bir gelişme olması mümkün görünmemektedir.

2007 yılının ilk çeyreğinde, sektörler itibariyle GSYİH büyümesine sağlanan katkılar incelendiğinde; en fazla katkının 2.5 puan ile sanayi sektöründen geldiği, bu sektörü sırasıyla 1.5 puanla ticaret sektörünün; 1.1 puanla ulaştırma-haberleşme sektörünün izlediği görülmektedir. İthalat vergilerinin katkısı 0.8 puan, inşaat sektörünün katkısı 0.7 puan ve tarım sektörünün katkısı 0.04 puan olarak gerçekleşmiştir.

I. çeyrek büyüme verileri harcama bileşenleri itibariyle incelendiğinde, genel olarak 2006 yılının son çeyreğindeki eğilimin devam ettiği görülmektedir. Yani, özel tüketim ve yatırım harcamaları önemli ölçüde yavaşlarken, ihracat büyümesinin sürdüğü dikkat çekmektedir. Bu dönemde dikkat çeken diğer bir husus ise, yaklaşan seçimler nedeniyle TCMB'nin de enflasyon hedefi açısından tehdit olarak algıladığı, kamu harcamalarındaki yüksek büyüme oranlarıdır.

GSYİH içerisinde %65.8 ile en yüksek paya sahip olan özel tüketim harcamaları, 2007 yılının ilk çeyreğinde %1.6 büyümüştür. Özel tüketim harcamalarının alt kalemlerinden dayanıklı tüketim malı harcamaları %1 oranında gerilerken, gıda ve içki harcamaları %1.8; yarı dayanıklı-dayanısız tüketim malları %1.1 oranında sınırlı büyüme kaydetmiştir. Özel tüketim harcamaları yavaşlarken, 2006'nın son çeyreğindeki %0.7'lik büyümenin ardından, devletin tüketim harcamalarının büyüme oranının %9'a yükselmesi dikkat çekicidir. Kamunun tüketim harcamaları artışına, maaş ve ücret harcamaları büyümesinde önemli bir değişiklik yokken, yaklaşan seçimlerin de etkisiyle diğer cari harcamalardaki %23.1'lik artış, kaynaklık etmiştir. Seçimlerin etkisiyle kamu harcamalarındaki artışın, yılın ikinci çeyreğinde daha belirgin bir hale gelmesi muhtemeldir.

Kamu sektörü yatırım harcamalarının %9.3 büyümesine karşılık, özel sektör makine-teçhizat yatırımlarının %2.6 oranında daralmasının da etkisiyle, toplam yatırım harcamaları, %3 oranında büyüebilmiştir. Özel sektör makine-teçhizat yatırımı büyüme oranı, 2003 yılının ilk çeyreğinden itibaren geçen sürede görülen en düşük büyüme oranıdır.

Güçlü dış talep ile stoklardaki artış %4.4'le sınırlı kalmıştır. Stoklardaki bu sınırlı artış oranı, önümüzdeki dönemin üretimi açısından olumlu bir gelişmedir.

2006 yılının Mayıs-Haziran aylarında yaşanan dalgalanma sonucunda YTL'deki değer kaybı nedeniyle, 2006 yılının ikinci yarısında görülen ithalattan yüksek ihracat büyümesi, YTL'deki değerlenmeye rağmen, 2007 yılının ilk çeyreğinde de sürmüştür. İhracattaki %14'lük büyümeye karşın ithalatın %4.2 oranında büyümesi, net ihracatın büyümeye olumlu katkı yapmasına imkan vermiştir. Net ihracat destekli büyüme, enflasyon yaratmayan bir büyüme olması açısından da olumludur.

Harcama bileşenlerinin GSYİH büyümesine katkıları değerlendirildiğinde, en yüksek katkının 4.3 puan ile net ihracat büyümesinden geldiği, bu harcama bileşenini, büyüme oranı düşük olsa da GSYİH içerisindeki yüksek payı nedeniyle 1.2 puanla özel tüketim harcamalarının izlediği görülmektedir. Yatırım harcamaları 0.9; devletin tüketim harcamaları 0.6 oranında katkı sağlamıştır.

2002 yılından itibaren kesintisiz büyüyen Türkiye ekonomisinin, 2006 yılı ortasında piyasalarda yaşanan dalgalanma sonrasında artırılan faiz oranlarının, görece olarak bozulan güven ortamının ve 2007 yılında yapılacak seçimlerin de yaratacağı düşünülen belirsizlikle, biraz yavaşlaması beklenmekteydi. İç tüketim ve yatırımlar tarafında bu beklentinin gerçeğe dönüştüğü görülmekle birlikte, dalgalanma sonrası süreçte kurlardaki yükselişin desteğiyle, daha sonrasında ise, Türkiye'nin yüksek faiz oranları ve dünyadaki güçlü risk iştahı sayesinde, yurtdışı fonları çekmesi neticesinde kurların hızla eski seviyelerine gelmesiyle, ithalatın görece olarak ucuzlaması, ara malı ihtiyacını ithalatla gideren ve verimlilik artışı yanında bu yolla da rekabet gücünü artıran ihracatın hız kazanmasını sağlamıştır. Ayrıca, Avrupa Bölgesi'ndeki güçlü büyüme oranları ve euronun dolar karşısında değer kazanması da ihracat artışını destekleyen unsurlar olmuştur. Bu açıdan bakıldığında, Türkiye'deki büyüme sürecinin, Türkiye'nin yabancı fonları çekebilme kabiliyetinin sürmesine bağlı olduğu yorumunu yapmak yanlış olmayacaktır. Bu durum, hem ihracatı artırıcı ve enflasyonu düşürücü etkide bulunacak, hem de 2005 yılı ve 2006 yılının ilk yarısında olduğu gibi kredi faiz oranlarını düşürmek yoluyla iç tüketim ve yatırımı da artırarak büyümeyi destekleyecektir. Firmaların ve hanehalkının borçluluk düzeylerinin yüksekliğinin, bu yönden beklenen etkiyi bir miktar azaltması beklenmekle birlikte, Türkiye'nin demografik faktörlerinin, yurtiçi ve yurtdışı siyasi ve makroekonomik ortamın istikrarı durumunda, yüksek büyüme oranlarının sürdürülmesine imkan vermesinin mümkün olduğu düşünülmektedir.

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

Para Politikası Kurulu, 14 Haziran tarihinde yaptığı toplantıda politika faizini %17.50'de tutma kararı almıştır

Para Politikası Kurulu'nun (PPK) 14 Haziran tarihinde yaptığı toplantıda beklentilerle uyumlu olarak, temel politika aracı olan kısa vadeli faiz oranlarını değiştirmeme kararı almıştır. Bu kararlar, Merkez Bankası gecelik borçlanma faizi %17.50, borç verme faizi ise %22.50 düzeyinde sabit tutulmuştur.

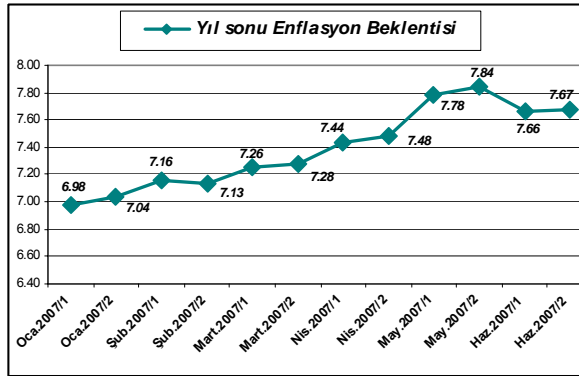
TCMB O/N Faiz Oranları		
	Borç Alma	Borç Verme
02.01.2006	13.50	16.50*
28.04.2006	13.25	16.25
08.06.2006	15.00	18.00
26.06.2006	17.25	20.25
28.06.2006	17.25	22.25*
21.07.2006	17.50	22.50

*Teknik Düzenleme
Kaynak: TCMB

PPK, toplantının ardından yaptığı açıklamada, son dönemde açıklanan iktisadi faaliyete ilişkin verilerin Nisan ayı Enflasyon Raporu'nda ortaya konulan görünüm ile büyük ölçüde uyumlu olduğu değerlendirmesini yapmıştır. Mayıs ayı Para Politikası Raporuyla benzer açıklamalarda bulunan Kurul, Mayıs ayında tüketici fiyatlarında görülen düşüşte, parasal sıkılaştırmanın gecikmeli etkileri, işlenmemiş gıda fiyatlarındaki kısmi düzelme ve geçen yılın aynı dönemindeki yüksek artışların oluşturduğu baz etkisinin belirleyici olduğunu belirtmiştir.

Merkez Bankası, bu değerlendirme özetinde de enflasyon hedefine ulaşılmasının önünde engel olarak gördüğü hükümet harcamaları konusuna dikkat çekerek, yılın ilk 5 ayında faiz dışı harcamalardaki artışın, yılın tamamı için öngörülen yüksek oranlı artış hedefinin de üzerinde gerçekleştiğini, bu durumun para politikasının etkinliğini azaltma riski oluşturduğunu vurgulayarak, gelişmelerin yakından izleneceğini belirtmiştir.

Değerlendirme özetinde, politika faizlerinin sabit tutulmasının nedenleri, enflasyon beklentilerinin henüz hedeflerle uyumlu olmaması, geçmişe dönük fiyatlama davranışının sürmesi, hizmet fiyat enflasyonundaki olumlu gelişmelere rağmen risklerin ortadan kalkmamış olması, petrol fiyatlarındaki artışlar ve belirsizlik algılamalarının devam etmesi olarak açıklanmıştır. Ayrıca, kredi faizlerinin halen yüksek seviyelerde seyrettiğine işaret edilen açıklamada, dönemsel olarak risk algılamasının artmış olması ve bu durumun harcamaların ötelenmesine yol açmasının, kredi talebini sınırladığı belirtilmiştir. Fiyat istikrarının sağlanması açısından para politikasının yanında maliye politikaları ve yapısal reformların da önem taşıdığı vurgulanırken, ekonomide son bir yıl içindeki gelişmelerin, Kurul'un öngörülerıyla uyumlu olarak gerçekleştiği, tüketim ve yatırım talebindeki yavaşlama devam ederken, dış talebin güçlü seyrinin, ekonomik faaliyetteki yavaşlamayı sınırladığı değerlendirilmiştir.



Kurul, Mayıs ayında enflasyondaki düşüş eğiliminin belirginleşmesinin, beklentilere olumlu yansıtıldığını ve gerek kısa gerekse orta vadeli beklentilerde bir miktar iyileşme gözlemlendiğini, ancak, belirsizlik algılamalarından dolayı enflasyon beklentilerindeki düşüşün sınırlı kaldığını belirtmiştir. Merkez Bankası tarafından ayda 2 kere düzenlenen beklenti anketinden derlenen yandaki grafikten de görüleceği gibi, Ocak ayından itibaren başlayan yıl sonu TÜFE beklentisindeki artış trendi, Mayıs ayında beklentilerin altında gerçekleşen TÜFE'nin, yıl sonu beklentilerini düşürdüğü gözlenmektedir. Ancak, Merkez Bankası yıl sonu hedefi olan % 4'ün ilk beş ayda aşılmasıyla birlikte, beklentilerin Merkez Bankası'nın istediği düzeyde olmadığı, her PPK

toplantısında olduğu gibi bu PPK toplantısında da üstünde durduğu bir konu oldu. Ayrıca raporda, Haziran ayında yapılan KDV indirimlerinin ve önceden gelen yaz indirimlerinin, bu beklenti düşüşünde önemli payı olduğu belirtilirken, hava sıcaklıklarından, yağış eksikliğinden ve Yeni Hal Kanunu'ndaki belirsizliklerden dolayı da bu beklenti düşüşünün sınırlı kaldığı değerlendirilmiştir.

Kurul, yakın dönemdeki uluslararası likidite koşullarını ve küresel risk algılamasındaki değişimleri, enflasyon görünümüne dair risk unsurları arasında sayarken, Haziran ayı başında FED'in faiz indirim beklentilerinin ötelenmesinin, piyasalarda dalgalanmaya neden olduğunu, bunun da küresel ekonomide belirsizliklere yol açmasıyla önemli bir risk unsuru oluşturduğunu belirtmiştir.

TÜFE, Haziran ayında %0.24 düşüş gösterirken, yıllık artış %8.60'a gerilemiştir

% Değişim (2003=100)	TÜFE Haziran.2007	ÜFE Haziran.2007
Bir önceki aya göre	-0.24	-0.11
Bir önceki yılın Aralık ayına göre	3.87	2.98
Bir önceki yılın aynı ayına göre	8.60	2.89
On iki aylık ortalamalara göre	10.11	10.09
Kaynak:TÜİK		

Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) verilerine göre, Haziran ayında Tüketici Fiyatları Endeksi (TÜFE) %0.24, Üretici Fiyatları Endeksi (ÜFE) %0.11 düşüş göstermiştir. Aylık bazda bakıldığında endeks değişimi, Ağustos 2006'dan bu yana ilk kez negatif gerçekleşmiştir. Böylelikle, yıllık bazda TÜFE, geçen yılın Haziran ayına göre %9.23'ten

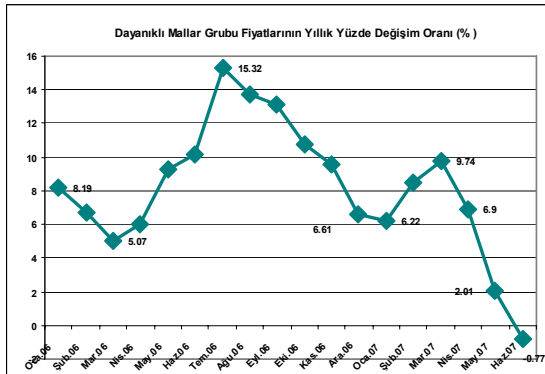
%8.60'a; ÜFE ise %7.14'ten %2.89'a gerilemiştir. Yıllık enflasyondaki düşüş, TÜFE'de son üç ayda toplam 2.26 puana ulaşmıştır. Haziran ayında fiyat endekslerinde gerçekleşen düşüşle birlikte, yılın ilk yarı enflasyonu TÜFE'de %3.87'ye gerileyerek, %4 olan hedefin altına inmiştir. ÜFE'de ise, yılın ilk yarı enflasyonu %2.98 olarak gerçekleşmiştir.

Haziran 2007'de Ana Harcama Gruplarının Enflasyona Yaklaşık Katkıları*

	Aylık Değişime	Yıllık Değişime
Gıda ve alkolsüz içecekler	-0.55	3.28
Alkollü içecekler ve tütün	0.00	0.52
Giyim ve ayakkabı	0.10	0.56
Konut	0.06	1.81
Ev eşyası	0.02	0.81
Sağlık	0.00	0.13
Ulaştırma	-0.02	0.46
Haberleşme	0.06	0.03
Eğlence ve kültür	0.04	0.09
Eğitim	0.05	0.18
Lokanta ve oteller	0.03	0.68
Çeşitli mal ve hizmetler	-0.03	0.13
* TÜİK verileri kullanılarak hesaplanmıştır		

Ana harcama grupları itibariyle enflasyon gelişmeleri incelendiğinde, en yüksek artışın, bir önceki aya göre %2.22 fiyat artışının gerçekleştiği eğitim grubunda olduğu görülmüştür. Söz konusu artış, aylık TÜFE'ye 0.05 puanlık katkı yapmıştır. Aylık TÜFE'ye artış yönünde en yüksek katkıyı ise 0.10 puanla fiyatları %1.30 oranında artan giyim ve ayakkabı ana harcama grubu yapmıştır. Konut ve haberleşme ana harcama grupları aylık olarak sırasıyla %0.39 ve %1.41 artış göstererek TÜFE'ye 0.06 puanla ikinci en yüksek katkıyı sağlamıştır. Enflasyonun Haziran ayında düşük gerçekleşmesinde, TCMB Haziran Ayı Fiyat Gelişmeleri'nde belirtildiği gibi, gıda ve alkolsüz içecekler ana harcama grubunda görülen düşüş eğiliminin devam etmesi etkili olmuştur. Mayıs ayına kadar enflasyonu yukarı çeken gıda ve alkolsüz içecekler ana harcama grubu fiyatlarında Haziran ayında gerçekleşen %1.94'lük düşüş, Haziran TÜFE'sini 0.55 puan aşağı çekmiştir. Gıda fiyatları dışında, Haziran ayında TÜFE'nin beklentilerin altında kalmasında etkili olan bir diğer ana harcama grubu

%0.63'lük fiyat düşüşünün kaydedildiği çeşitli mal ve hizmetler grubu olurken, ulaştırma grubu fiyatları da %0.17 oranında gerilemiştir. Haziran ayı enflasyonundaki düşüş, ana harcama gruplarında TÜFE'ye katkı bakımından paralel oranlarda dağılım gösterirken, gıdadaki fiyat düşüşünün devam etmesi ve Merkez Bankası'nın faiz politikasının etkisiyle iç talebin düşük seyretmesinin, fiyatlardaki düşüşe etkisi belirgin olmuştur.



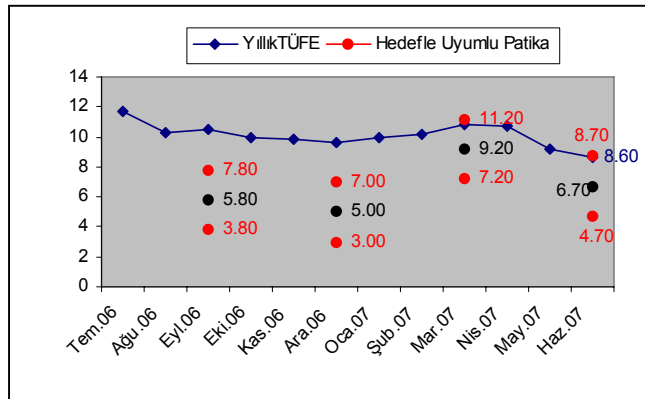
Dayanıklı mallar grubu fiyatları, Haziran ayında geçen yılın aynı ayına göre %0.77 oranında azalarak, olumlu bir görünüm çizmiştir. Merkez Bankası Haziran Ayı Fiyat Gelişmeleri raporunda belirtildiği gibi, gerek Yeni Türk lirasındaki güçlenme gerekse dayanıklı tüketim mallarına yönelik talepteki yavaşlamanın etkisiyle, bu gruptaki yıllık enflasyon, Haziran ayı itibariyle %2.31'den -%0.77 oranına gerilemiştir. Bu gelişmede, yaz ayı olması nedeniyle elektrikli ve elektriksiz aletler ile otomobil grubunda kampanyalardan kaynaklanan fiyat gerilemelerinin belirleyici olduğu düşünülmektedir.

Son dönem Para politikası Kurulu raporlarında, uluslararası piyasalarda petrol fiyatlarındaki artışın etkisinin enerji fiyatlarına olumsuz yansımaları, enflasyonla mücadele çerçevesinde en önemli risklerden biri olarak gösteriliyordu. Enerji grubunda fiyat düşüşüne en çok direnen grubun ise, son dönemde fiyat artışlarının yoğunluk kazandığı akaryakıt fiyatları olduğu

belirtilmekteydi. Söz konusu fiyatların, Haziran ayında sınırlı oranda da olsa gerilemesi, konut grubundaki enerji kalemlerindeki düşüşlerle birlikte, olumlu bir nokta olarak dikkat çekmektedir.

Aylık bazda fiyatları en fazla gerileyen gıda ve alkolsüz içecekler grubu, yıllık bazda %11.52 ile en yüksek fiyat artışı gerçekleşen grup olmuştur. Haziran ayında yürürlüğe giren KDV indiriminin etkisiyle aylık bazda gerçekleşen bu düşüşe, TCMB Mayıs Ayı Fiyat Gelişmeleri raporunda Haziran ayı enflasyonu için bir risk olarak gösterilen Yeni Hal Kanunu ile ilgili belirsizliklerin pek etkili olmadığı görülmektedir. Mayıs ayında mevsim normalleri üzerinde seyreden hava sıcaklıkları nedeniyle yeni mahsul sebze ürünlerinin pazara erken girmesi, işlenmemiş gıda ürünleri fiyatlarının belirgin olarak gerilemesini sağlamıştı. Geçtiğimiz ay yayımlanan raporda, bu gelişmenin Haziran ayındaki mevsimsel fiyat azalışlarını sınırlayabileceği ifade edilmişti. Nitekim, Haziran ayında sebze fiyatlarındaki düşüşün, geçen yılın aynı dönemine kıyasla daha sınırlı olduğu görülmektedir. Yıllık bazda, gıda ve alkolsüz içecekler grubu TÜFE'ye 3.28 puanla en yüksek katkıyı yapmıştır. Kiralarda devam eden fiyat katılıklarından dolayı, fiyatları %10.86 artan konut grubu, TÜFE'ye yıllık bazda 1.81 puanla yıllık bazda ikinci en yüksek katkıyı yapmıştır. Ev eşyası grubu %11.18 artışla 0.81; lokanta ve oteller %10.58 artışla 0.68 puan katkı yapmıştır.

Haziran ayına ilişkin özel kapsamlı tüketici fiyatları endeksi göstergelerine bakıldığında, çekirdek enflasyon yerine açıklanan TÜFE göstergelerinden Merkez Bankası tarafından takip edilen işlenmemiş gıda, enerji, alkollü içkiler, tütün ürünleri ile altın hariç hesaplanan özel kapsamlı TÜFE göstergesi "H" endeksi, Haziran ayında aylık bazda %0.58 artış göstermiştir. TÜFE göstergelerinden "C", "E" ve "F" endekslerinde Ağustos 2006 tarihinden beri ilk defa görülen gerileme, TÜFE'nin negatif olarak gerçekleşmesinde önemli bir unsur olarak gösterilmektedir. İlk altı aylık gerçekleştirmelere bakınca, "D" ve "H" endeksleri gibi önemle takip edilen çekirdek enflasyon göstergelerinin, enflasyonun kur artışı nedeni ile yükselişe geçtiği 2006 yılından düşük olduğu gibi, 2005 yılının ilk 6 ayındaki gerçekleştirmelerden de çok farklı olmadığı görülmektedir.



Son on aydır ilk defa negatif çıkan ve beklentilerin altında gerçekleşen TÜFE değişim oranı, yıllık bazda Haziran ayı itibariyle hedefle uyumlu patikanın üst sınırı olan %8.70'lik değer 0.1 puan altında kalmıştır. Böylece Merkez Bankası'nın her üç ayda bir, yıl sonu hedefi aşıldığı takdirde İMF'ye ve hükümete sunması gereken açıklama mektubunu yazmasına gerek kalmamıştır. Genel olarak yaz aylarında düşüş eğiliminde olan TÜFE değişiminin Haziran'da olduğu gibi Temmuz'da da negatif olabileceği düşünülmektedir. Ancak, bunun gerçekleşmesine engel olabilecek bazı riskler

mevcuttur. Geçen yıl Temmuz ayında aylık bazda giyimde görülen %6.93 gerilemeye rağmen, TÜFE değişimi %0.85 olarak gerçekleşmişti. Bu yıl Temmuz ayında da, giyimde başlamış olan indirimlerin devam etmesi, sebze ve meyvede yaz fiyatlarının etkili olmasının, enflasyonda düşüşün sürmesine katkıda bulunması bekleniyor. Fakat, Merkez Bankası'nın raporlarında sık sık vurguladığı, yüksek hava sıcaklıkları ve yağış eksikliği nedeniyle tahıl ve sebze-meyve ürünlerinde gözlenecek rekolte kayıplarından dolayı görülebilecek fiyat artışları, gıdada görülecek fiyat düşüşünü sınırlayabilecek bir risk unsuru olarak gözükmektedir. Ayrıca, Haziran ayında gıda fiyatlarındaki düşüşe neden olarak gösterilen KDV indiriminin, Temmuz ayı enflasyonuna katkı yapmayacak olması dikkat edilmesi gereken unsurlardandır.

Uluslararası piyasalarda Haziran ayında petrol fiyatlarında görülen yükselişlerin, ulaştırma grubunda gecikmeli etkilerinin görülebilecek olmasına rağmen, hedefin oldukça üstünde seyreden TÜFE ve yıl sonu beklentileri nedeniyle, Merkez Bankası'nın sıkı duruşunu devam ettireceği ve faiz oranlarını sabit tutacağı tahmin edildiğinden, iç talepte bir canlanma olma ihtimalinin olması beklenmemekte ve bu durumun da fiyat artışlarını sınırlayacağı düşünülmektedir. Fakat aynı zamanda, global piyasalarda enflasyonun düşük olduğu bir sürece girilmiş olması, ve Çin ile Hindistan'ın yüksek arzı, fiyatları düşürücü etki yaratmaktadır. Faizlerin düşük kabul edildiği küresel ekonomide, üretim, daha ucuza ve daha hızlı yapılmaktadır. Bu şartlar altında, Türkiye gibi ithalatın ekonomide önemli yer tuttuğu ülkelerde, düşük döviz kuru ve ucuz mal ikamesi, enflasyonun düşük seviyelerde kalmasını sağlayabilmektedir.

ÜFE, Haziran ayında %0.11 düşüş gösterirken, yıllık artış %2.89'a gerilemiştir

Haziran Ayı'nda ÜFE'deki % değişim			
Sektörler	Sektör ağırlıkları	Bir önceki aya göre değişim	Yıllık değişim
GENEL	100	-0.11	2.89
Tarım	18.17	1.06	4.30
Sanayi	81.83	-0.39	2.56
<i>Madencilik</i>	1.49	0.24	5.00
<i>İmalat</i>	74.49	-0.24	1.92
<i>Elektrik, gaz ve su</i>	5.85	-2.32	11.28

Kaynak: TÜİK

Türkiye İstatistik Kurumu verilerine göre, ÜFE, bir önceki aya göre %0.11 düşüş gösterirken, bir önceki yılın aynı ayına göre %2.89; 12 aylık ortalamalara göre %10.09 oranında artmıştır. Tarım sektörü fiyatlarının bir önceki aya göre %1.06 artması, ÜFE'ye 0.19 puanlık artış olarak yansırken, sanayi sektöründeki %0.39'luk azalış, ÜFE'ye 0.32 puan azalış olarak yansımıştır.

2006 yılı Haziran ayında ÜFE'deki artışın %4.02 oranında gerçekleşmesinin yarattığı yüksek baz etkisi, bu ay %0.11 düşüş gerçekleşmesiyle ortadan kalkmıştır. Böylece, yüksek baz etkisinin kaybolmasıyla, bir önceki ay, yıllık bazda %7.14 olan ÜFE değişimi, Haziran ayı itibariyle %2.89'a gerilemiştir. Ayrıca, kurda görülen düşüşün ÜFE'nin gerilemesinde büyük bir etkisi olmuştur.

Madencilik alt sektörü kalemlerinden metal cevheri madenciliği, geçen ay olduğu gibi bu ay da aylık bazda %3.57 artışla en yüksek artış göstermesine rağmen, ÜFE üzerinde belirleyici olan, 0.38 puanlık katkıyla yine tarım sektörü alt kalemlerinden tarım, avcılık olmuştur. Elektrik, gaz ve su sektörünün alt kalemlerinden elektrik, gaz üretimi ve dağıtım sektörü fiyatları %2.73 azalarak, tarım, avcılık sektörünün ÜFE'yi artırıcı etkisini sınırlamıştır.

Vakıfbank Hazine Başkanlığı Ekonomik Araştırmalar Müdürlüğü olarak, 2007 yılı TÜFE artış oranı tahminimiz %7'dir

Analiz : Parasal Aktarım Mekanizması Nedir?

Merkez Bankası Para Politikası Kurulu, Temmuz 2006'dan beri politika faizlerini değiştirmiyor ve değiştirmeye karar verdiği dönemlerde ise en çok karşısına çıkan soru, bunun etkisinin ekonomide ne zaman ortaya çıkacağı oluyor. Bunun cevabı Parasal Aktarım Mekanizması etkinliğinde yer almaktadır. Peki, özellikle son Para Politikası Kurulu Toplantı Özetlerinde yer alan, 2006 Haziran ayından itibaren gerçekleştirilen parasal sıkılaştırmanın talep üzerinde beklenen etkilerinin görüldüğü yolundaki vurgulamalarının kaynağı olan Parasal Aktarım Mekanizmasının etkinliği ne demektir? Nelerden etkilenir ve Türkiye'de nasıl bir uygulama hakimdir?

Para Politikası, ekonomik büyüme, istihdam artışı ve fiyat istikrarı gibi hedeflere ulaşabilmek için paranın elde edilebilirliğini ve maliyetini etkilemeye yönelik olarak alınan kararları ifade eder. Parasal Aktarım Mekanizması (Monetary Transmission Mechanism), para politikası ile reel ekonomi arasındaki etkileşimi, yani para politikası kararlarının üretim, tüketim, istihdam, vs ile arasındaki etkileşimi, hangi yollarla ve ne ölçüde etkilediğini gösteren mekanizmadır. Örneğin, Merkez Bankası'nın kısa vadeli faizleri değiştirerek, enflasyon beklentileri, piyasa faiz oranları, vade yapısı, para - kredi büyüklükleri ile aktif fiyatlarını etkilemesi ve belli bir süre sonra bu değişimlerin reel büyüklükler üzerinde etkili olması bu mekanizmanın çalışma biçimini oluşturur. Ancak, böyle bir mekanizmanın net olarak tespit edilmesi, davranışsal bir takım tanımlamalar da gerektirdiğinden, oldukça zordur.¹ Para Aktarım Mekanizması, genel olarak iki adımda para politikası sürecine katkı sağlar. İlk olarak, para politikası uygulamalarının hangi finansal toplamlar üzerinde etkili olduğunu anlamak, reel ve finansal sektör arasındaki ilişkiyi belirlemek ve ona göre piyasaların veya bankaların pozisyon almasına yardımcı olur. Literatürde geniş yer bulan aktarım kanallarının başlıcaları şunlardır: Geleneksel faiz oranı kanalı, döviz kuru kanalı, diğer varlık fiyatlarının etkisiyle aktarım ve kredi kanalıdır.²

Merkez Bankalarının, uyguladıkları para politikalarının etkili olabilmesi ve hedefine ulaşabilmesi için, kullanacakları politika aracını iyi belirleyip, sonuçlarını iyi analiz etmeleri gerekmektedir. Uygulanan politikaların zamanlaması ve ekonomiye etkileri konusunda doğru bilgi sahibi olunmalıdır. Dolayısıyla, para politikası uygulamalarının fiyatlar ve reel aktiviteler üzerindeki etkilerinin belirlenmesi, son derece önem kazanmaktadır.

Parasal Aktarım Mekanizmasını Etkileyen Faktörler:

Para Politikası ile reel ekonomi arasındaki ilişkinin boyutu ve süresini etkileyen faktörler bakımından literatürde çok değişik görüşler bulunmaktadır. Kamin (1998)'e göre, bu etkide iki faktör önemlidir: Birincisi, kısa dönem faiz oranları ve kanuni karşılıklar gibi merkez bankalarının doğrudan kontrol edebildiği araçların, kredi ve mevduat faizleri, varlık fiyatları ve döviz kurları gibi değişkenlere olan etkileridir ve bu, finansal sistemin yapısının belirlenmesi açısından önemlidir. İkinci faktör ise, firmalar ve hanehalkının finansal durumu ile harcama kararları arasındaki ilişkidir. Çünkü, firmaların ve hanehalkının likidite durumu, piyasa fiyatlarındaki değişimin toplam talebe etkisini belirleyici niteliktedir.³ Genel olarak, parasal aktarım kanallarının işleyişini etkileyen faktörler yedi kategoride incelenmiştir:

1. Resmi Müdahaleler

Hükümetlerin finansal piyasalara doğrudan müdahaleleri, faiz oranları kontrol edilerek veya finansal piyasa fiyatlarına limitler getirilerek, banka kredilerine limitler konularak gerçekleşir. Finansal serbestleşme ile, hükümetlerin krediler üzerindeki doğrudan etkisi azalmış, bundan dolayı para politikası yönlendirmesinde, Merkez Bankası'nın dolaşımdaki para miktarını kontrol edebilmek amacıyla hazine bonusu, tahvil ve hisse senedi alım satımına gitme işlemi olan açık piyasa işlemleri uygulamaları ağırlık kazanmıştır.

2. Ekonominin Fiyat Mekanizması

Fiyatlar bazen devlet, bazen tekel durumundaki özel sektör tarafından belirlendiğinden, fiyat katılıkları ortaya çıkabilmektedir. Bu yüzden, farklı aktarım kanallarının göreceli önemi, hızı ve yoğunluğu değişmekte, reel ekonomiye etkisi farklılaşmaktadır.⁴

3. Finansal Sistemin Yapısı

Merkez Bankalarının doğrudan etkilediği kısa vadeli faiz oranlarındaki değişimlere, borç alan ve tasarruf yapanların kararlarını etkileyen faiz oranlarına olan duyarlılık, parasal aktarım sürecinde önemli olmaktadır. Finansal piyasaların derinliği, gelişmişliği, alternatif finans kaynaklarının varlığı, bankacılık sektöründeki

¹ TCMB Ekonomi Sözlüğü

² Mishkin, 1995:4

³ Özgür Kasapoğlu, TCMB Uzmanlık Tezi, 2007

⁴ Sezer, 2003

rekabet, hukuk sisteminin etkinliği gibi etmenlerden oluşan finansal sistemin yapısı, bu duyarlılığın derecesini belirler.

4. Finansal Sözleşmelerin Vade Yapısı

Finansal sözleşmelerin vade yapısı, para politikası etkisi ile doğrudan ilişkilidir. Vadenin kısa olması, kredi ve mevduatların daha sık yenilenmesine neden olduğundan, yenilenen krediler ve mevduatlar yenilenmiş olan faiz oranlarından verilir. Dolayısıyla, para politikasının etkisi daha çabuk gözlemlenir.

5. Bankacılık Sisteminin Finansal Durumu

Bankacılık sisteminin finansal durumu, banka kredileri arzını ve maliyetini belirleyen önemli bir faktördür. Bankaların risk ağırlıklı sermaye yeterlilik oranının düşmesi, bankaların kredi faiz oranlarını yükselterek ve kredi şartlarını ağırlaştırarak kredi arzlarını sınırlandırmalarına neden olabildiğinden, para politikasının sıkılaştığı dönemlerde, bankaların durumu ne kadar zayıfsa kredi arzı da o derecede azalır. Bankaların sermaye yeterlilik oranının yüksek olduğu durumlarda, varlık fiyatlarında düşüşler yaşanması durumunda bile sermaye yeterliliği sağlanabileceğinden dolayı kredi arzında kısıntıya sebebiyet vermeyecektir.⁵

6. Sermaye Hareketleri

Teorik olarak, sermaye kontrollerinin olmadığı durumlarda para politikasının etkinliği, döviz kuru rejimine ve yerli-yabancı finansal varlıklar arasındaki ikame derecesine göre belirlenir.

7. Hanehalkı ve Firmaların Yapıları

Para politikasındaki değişimlerin, hanehalkı ile firmaların borçlanma ve harcama davranışları üzerindeki etkisi, finansal piyasaların gelişmişlik düzeyine göre değişmektedir.

Parasal Aktarım Mekanizmasının Türkiye’de Uygulaması:

Türkiye’de sermaye piyasalarının yeterince gelişmemiş olması, para politikası değişikliklerinin varlık fiyatları kanalı ile aktarımını olumsuz yönde etkilemektedir. Bu durum aynı zamanda, hanehalkı ve firmaların bankalara bağımlı olmasına sebep olmakta ve bankaların faiz oranlarının para piyasası faiz oranlarına duyarlılığını azaltarak, para politikası değişikliklerinin aktarımını sınırlamaktadır. Bununla birlikte, Türk bankacılık sisteminde holding bankaları ile kar güdüsü zayıf olan kamu bankalarının payının yüksek olması, banka kredi oranlarının para politikası değişmelerine duyarlılığını azaltan diğer bir faktördür. Ayrıca, Türkiye’de uzun yıllar yüksek enflasyon ortamının devam etmesi, finansal sözleşmelerin genellikle kısa süreli yapılmasına ve para politikası değişikliklerinin mal ve hizmet sektörüne etkilerinin daha çabuk ortaya çıkmasına sebep olmaktadır.⁶

Türkiye’de 2001 yılında yaşanan krizin ardından, para ve maliye politikalarında ciddi anlamda yapısal reformlar yapılmıştır. Bu reformlar sonucunda, makroekonomik istikrar sürecinde mali baskınlık azalmış, finansal piyasalarda derinlik artmış, politikaların ve kurumların güvenilirliği yükselmiştir. Bunlara bağlı olarak da parasal aktarım mekanizmasının işlerliği artmıştır.

Türkiye’de para politikası-reel ekonomi etkileşimini ve parasal aktarım kanallarından hangilerinin daha etkin olduğunu tespit etmeye yönelik birçok çalışma bulunmaktadır. En son güncel çalışmada⁷, parasal aktarım kanallarından, beklentiler kanalının Türkiye’de bugüne kadar ki en etkin işleyen kanal olduğu belirtilmektedir. Faiz kanalının, zaman içinde yapılan reformlarla birlikte etkinliğinin giderek güçlendiği ve politika faiz oranlarının, faizlerin genel düzeyini etkileme gücünün arttığı belirtilmiştir. Ancak, kısa vadeli faizler ile uzun vadeli faizler arasında hala tam olarak istenilen düzeyde kalıcı ve kuvvetli bir ilişki gerçekleştirilememiştir. Döviz kuru kanalında ise, politika faizleri ile kur arasında kısa ve uzun vadeli pek çok değişkenin etkili olmasına bağlı olarak, zaman zaman aynı yönlü, zaman zaman aksi yönlü ilişki gözlenmiştir. Ayrıca başka bir çalışmada⁸, Türkiye’de döviz kuru kanalının üretim seviyesi üzerinde belirleyici olmadığı, ancak fiyatlar genel seviyesini önemli ölçüde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Türkiye’de üretimin çoğunlukla ithal girdilerle gerçekleştiriliyor olması sebebiyle, döviz kuru şoklarının reel aktivitede yarattığı olumsuz etkilerin, ihracat artışının olumlu etkileriyle karşılandığı düşünülmektedir. Bununla birlikte, döviz kuru şokları, ithal girdilerin ve nihai malların fiyatlarını artırarak, hem doğrudan hem de maliyet yönlü fiyat artışlarına sebep olmaktadır.

⁵ Kamin et al,1998

⁶ Özgür Kasapoğlu, TCMB Uzmanlık Tezi, 2007

⁷ Erdem Başçı, Özgür Özel, Çağrı Sarıkaya, CBT Working Paper (June 2007)

⁸ Özgür Kasapoğlu, TCMB Uzmanlık Tezi, 2007

Cari işlemler açığı gerilemeye devam ediyor

Ödemeler Dengesi	Nisan			Ocak-Nisan		
	2006	2007	Değ. (%)	2006	2007	Değ. (%)
(Milyon dolar)						
Cari İşlemler Hesabı	-3,933	-3,130	-20.4	-12,643	-12,258	-3.0
Dış Ticaret Dengesi	-4,167	-3,417	-18.0	-12,862	-12,208	-5.1
Hizmetler Dengesi	605	800	32.2	1,772	1,996	12.6
Gelir Dengesi	-442	-580	31.2	-1,940	-2,474	27.5
Cari Transferler	71	67	-5.6	387	372	-3.9
Finans Hesabı	3,540	1,905	-46.2	21,933	18,375	-16.2
Doğrudan Yatırımlar	528	740	40.2	1,846	8,707	371.7
Portföy Yatırımları	-585	2,454	-519.5	2,993	6,680	123.2
Diğer Yatırımlar	3,597	-1,289	-135.8	17,094	2,988	-82.5

Kaynak: TCMB

Nisan ayında dış ticaret açığındaki daralma ve hizmetler hesabındaki fazlanın artışı, geçen yılın aynı ayına göre cari işlemler açığındaki daralmanın devam etmesini sağlamıştır. Nisan ayında cari işlemler açığı, 2006 yılının aynı ayına göre %20.4 gerileyerek 3.1 milyar dolar seviyesinde gerçekleşmiştir. Yılın ilk dört aylık bölümünde ise, cari işlemler açığı, bir önceki yılın aynı dönemine göre %3 gerilemiştir.

Cari işlemler açığı üzerindeki başlıca riskler:

1. Petrol fiyatlarının artışı

Son yıllarda petrol fiyatlarındaki artış, Türkiye'nin enerji ithalatını artırarak, dış ticaret dengesindeki bozulmanın derinleşmesine yol açmıştır. 2005 yılında ortalama 57 dolar seviyesinde bulunan petrol fiyatları, 2006 yılında ortalama 70.6 dolar seviyesine yükselmiştir. Söz konusu artışla, 28.6 milyar dolara ulaşan enerji ithalatının, toplam ithalat içindeki payı %18.2'den %20.8'e yükselmiştir. 2007 yılının ilk dört ayında ortalama 63.3 dolar seviyesine gerileyen petrol fiyatları, son aylarda yükseliş eğilimine girmiş ve Haziran ayı sonu itibariyle 71 dolara yükselmiştir. Petrol fiyatlarındaki artışın yılın ikinci yarısında da devam etmesi, cari işlemler açığının daralma eğiliminin son bulmasına ve söz konusu açığın yıl sonunda beklentilerin üzerinde gerçekleşmesine neden olabilecektir.

2. Kamu dengelerinin bozulması

2006 yılında uygulanan sıkı maliye politikasının etkisiyle, bütçe açığının GSYİH'ya oranı %1.6'ya gerilemiş ve kamunun cari işlemler açığı üzerindeki baskısı önemli ölçüde azalmıştır. 2006 yılında kamu maliyesindeki olumlu sonuçların ardından, 2007 yılında yapılacak olan seçimler ve 2006 yılındaki dalgalanmanın faiz harcamaları üzerinde yarattığı baskı, kamu harcamalarında artışı da beraberinde getirmiştir. Kamu dengelerindeki bozulma, temel olarak özel sektör tasarruf açığından kaynaklanan cari işlemler açığının büyümesine neden olacaktır.

3. Turizm gelirlerinin düşüşü

2006 yılında turizm sektörünün çeşitli nedenlerle zayıf bir performans göstermesi, hizmetler hesabındaki fazlanın düşük gerçekleşmesine ve böylece, cari işlemler açığının beklentilerin üzerinde gerçekleşmesinde önemli rol oynamıştır. 2007 yılının ilk dört ayında turizm sektöründeki düzelmeye paralel olarak, bir önceki yılın aynı dönemine göre %12.6 oranında artan hizmetler hesabındaki fazla, cari işlemler açığındaki gerilemeye önemli katkı yapmıştır. Önümüzdeki dönemde, artan terör olaylarının turizm sektörünü olumsuz etkilemesi, cari işlemler açığının büyümesine yol açabilecektir.

Yabancı yatırımcıların portföy yatırımları artmaya devam etmektedir

Nisan ayında 1.9 milyar dolar seviyesinde gerçekleşen sermaye girişinin, bir önceki yılın aynı dönemine göre %46.2 oranında gerilemesi, temel olarak bankaların yurtdışı muhabirleri nezdinde tuttıkları döviz rezervlerini 2.3 milyar dolar artırımlarından kaynaklanmıştır. 2007 yılının Ocak-Nisan dönemindeki sermaye girişi de 18.4 milyar dolar seviyesinde gerçekleşmiştir.

Nisan ayında gerçekleşen 740 milyon dolarlık girişle, yılın ilk dört ayındaki doğrudan yatırımlar yoluyla toplam sermaye girişi 8.7 milyar dolara ulaşmıştır. Söz konusu dönem itibariyle, doğrudan yatırımların cari işlemler açığını karşılama oranının, 2006 yılındaki %14.6'lık değerinden %71'e yükselmesi, cari işlemler açığının finansman kalitesinin arttığını göstermektedir.

Yabancı yatırımcıların yurtiçindeki portföy yatırımları, 2007 yılının ilk dört aylık döneminde bir önceki yılın aynı ayına göre %123.2 artarak 6.7 milyar dolara ulaşmıştır. Söz konusu dönemde, yabancı yatırımcılar net 217

milyon dolarlık hisse senedi alımı gerçekleştirirken, 4.3 milyar dolarlık DİBS almışlardır. Genel hükümet ise, yurtdışı piyasalarda 3.4 milyar dolarlık tahvil ihracı gerçekleştirmiştir.

İhracattaki yüksek oranlı artışla birlikte daralan dış ticaret açığı ve turizm gelirleri ile artan hizmetler dengesi fazlası, cari işlemler açığında daralmaya katkı sağlamıştır. Ancak, yukarıda saydığımız nedenler, cari işlemler açığı üzerindeki riskler olarak dikkat çekmektedir. Sonuç olarak, petrol fiyatlarında olası bir artış, kamu dengelerinde bozulma ve turizm gelirlerindeki düşüş, cari işlemler açığının beklentilerin üzerine çıkmasına neden olacaktır. Ancak, söz konusu risklerin ortaya çıkmaması durumunda, 2007 yılı için 31.6 milyar dolarlık cari işlemler açığı tahminimizi korumaktayız.

Vakıfbank Ekonomik Araştırmalar Müdürlüğü olarak 2007 yılı cari işlemler açığı tahminimiz 31.6 milyar dolardır.

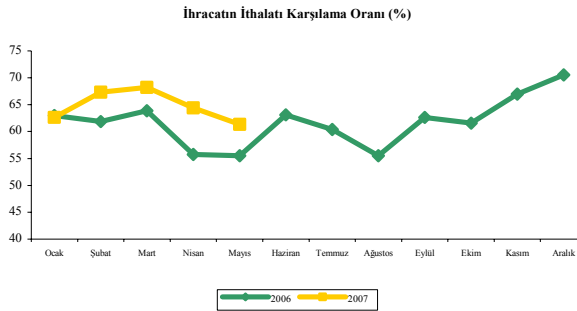
İthalat artışı, dış ticaret açığının beklentilerin üzerinde gerçekleşmesine neden oldu

Dış Ticaret	Mayıs			Ocak - Mayıs		
	2006	2007	Değ. (%)	2006	2007	Değ. (%)
Milyon dolar	7,042	9,100	29.2	32,100	40,483	26.1
İhracat	7,042	9,100	29.2	32,100	40,483	26.1
İthalat	12,685	14,840	17.0	53,819	62,555	16.2
Dış Ticaret Dengesi	-5,644	-5,739	1.7	-21,719	-22,072	1.6
Karşılama Oranı (%)	55.5	61.3		59.6	64.7	

Kaynak: TÜİK

Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) verilerine göre, dış ticaret açığındaki gerileme Mayıs ayında son bulmasına karşın, düşük oranlı artış, yavaşlamanın devam etmesini sağlamıştır. Mayıs ayında dış ticaret açığı, bir önceki yılın aynı ayına göre %1.7 oranında artarak 5.7 milyar dolar seviyesinde gerçekleşmiştir. Böylece, 2007 yılının ilk beş aylık döneminde dış ticaret açığı bir önceki

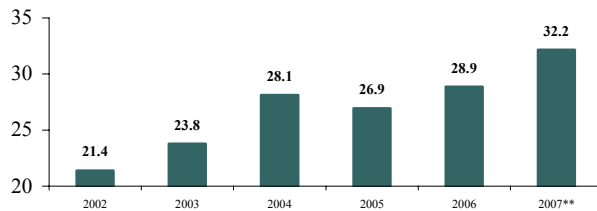
yılın aynı ayına göre %1.6'lık sınırlı artışla 22.1 milyar dolar olmuştur.



İhracatın güçlü seyrini devam ettirmesi ve ithalat artış hızının bir miktar gerilemesi, 2007 yılında ihracatın ithalatı karşılama oranının 2006 yılına göre yükselmesini sağlamıştır. Ancak, 2007 yılı Mart ayında %68.2'e ulaşan söz konusu oran, son iki ayda bir miktar gerilemiştir. Önümüzdeki dönemde, ihracatın yüksek oranlı artışına devam etmesine karşın ithalatta görülebilecek canlanma, ihracatın ithalatı karşılama oranında gerilemeye neden olabilecektir.

Mayıs ayında %29.2 oranında artarak 9.1 milyar dolara ulaşan ihracat, aylık bazdaki en yüksek rakama işaret etmektedir. İhracat, 2007 yılının ilk beş ayında %26.1 artarak 40.5 milyar dolar seviyesinde gerçekleşmiştir. Mayıs ayı sonu itibarıyla 12 aylık ihracat ise 93.9 milyar dolara ulaşmıştır.

Üç Lokomotif Sektörün* Toplam İhracat İçindeki Payı (%)



Son dönemde ihracatta görülen yüksek oranlı artışta üç önemli sektörün (demir ve çelik, makinalar-mekanik cihazlar ve kara taşıtları) etkisi dikkat çekmektedir. Ocak-Mayıs dönemleri itibarıyla %26.1'lik toplam ihracat artışının, 12.1 puanlık bölümünün bu üç sektör ihracatındaki artıştan kaynaklanması, ihracat artışında bu sektörlerin önemini ortaya çıkarmaktadır. Sektörlerin ihracatında görülen artış, toplam ihracatın söz konusu üç sektör üzerinde yoğunlaşmasını sağlamıştır. 2002 yılında toplam ihracatın %21.4'ünü oluşturan üç sektörün

ihracatı, 2007 yılının ilk beş ayı itibarıyla toplam ihracatın %32.2'sini oluşturmuştur.

TİM Mart Ayı İhracat Verileri						
Milyon dolar	Haziran			Ocak –Haziran		
	2006	2007	Değ. (%)	2006	2007	Değ. (%)
Tarım	805	771	-4.2	4,519	4,921	10.0
Sanayi	6,640	7,925	19.3	34,376	43,294	25.9
Madencilik	208	274	31.8	927	1,196	29.0
Toplam	7,653	8,970	17.2	39,822	49,411	24.1

Kaynak: TÜİK

49.4 milyar dolara yükselmiştir.

Mayıs ayında, ithalat bir önceki yılın aynı ayına göre %17.0 artarak 14.8 milyar dolara ulaşırken, yılın ilk beş ayındaki artış oranı %16.2 oranında gerçekleşmiştir. İhracat artışı ile ithal ara mallarına talebin yükselmesi ve petrol fiyatlarındaki artış, ara malları ithalatının Ocak-Mayıs döneminde bir önceki yılın aynı ayına göre %22.3 oranında artmasına neden olmuştur. Enerji hariç ara malları ithalatında görülen %26.4'lük artış ise, sanayi sektörünün canlılığını koruduğuna ilişkin bir göstere olarak kabul edilmektedir.

2006 yılında %13.8 oranında artış gösteren yatırım malları ithalatı, 2007 yılının ilk beş ayı itibariyle %3.2'lik sınırlı bir oranda artmıştır. Söz konusu dönemde, yatırım malları ithalatındaki yavaşlamaya tüketim malları ithalatındaki gerilemenin de eşlik etmesi, iç talepteki daralmaya uyumlu gelişmelerdir.

Mayıs ayında ihracat güçlü seyrini devam ettirirken, ithalatın yüksek oranlı artış göstermesi, dış ticaret açığının beklentilerin üzerinde gerçekleşmesine neden olmuştur. Büyüme performansında bir yavaşlama olmaması, dolayısıyla ithal girdilere talebin yüksek olması ve petrol fiyatlarındaki artış, ihracat artışı sürmesine rağmen, dış ticaret açığında kalıcı bir düzelmeyi engellemektedir. Dış ticaret açığında son aylarda görülen daralma, cari işlemler açığına olumlu yansırken, yıl sonu için 53.2 milyar dolarlık açık tahminimizde bir değişiklik olmamıştır.

VakıfBank Ekonomik Araştırmalar Müdürlüğü olarak, 2007 yılı ihracat tahminimiz 96.8 milyar dolar, ithalat tahminimiz ise 150 milyar dolardır.

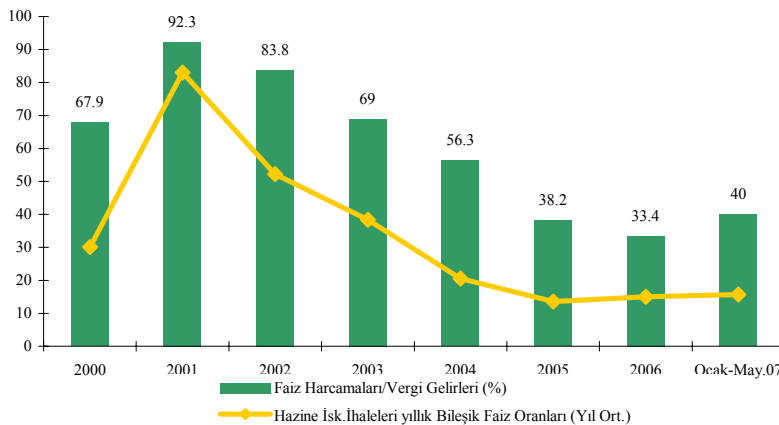
Sosyal güvenlik kurumlarına yapılan transferlerin faiz dışı harcamalar içindeki payı %23.8'e yükseldi

Merkezi Yönetim Bütçesi								
Milyon YTL								
	Mayıs			Ocak-Mayıs			Hedef	Ger. Oranı
	2006	2007	Reel Değ. (%)	2006	2007	Reel Değ. (%)		
Bütçe Harcamaları	14.016	17.689	15.5	68.533	83.493	11.5	204.989	40.7
Faiz Dışı Harc.	9.346	13.071	28.0	48.470	59.828	13.0	152.043	39.3
Personel ve SGKDP	3.577	4.020	2.9	17.364	20.679	9.0	53.772	38.5
Mal ve Hizmet Al.	1.413	1.678	8.7	5.292	7.021	21.5	15.587	45.0
Cari Trans.	2.931	5.742	79.4	20.890	26.351	15.5	60.863	43.3
Sermaye Giderleri	803	859	-2.0	2.309	3.193	26.6	12.104	26.4
Faiz Harcamaları	4.670	4.618	-9.5	20.063	23.665	8.0	52.946	44.7
Bütçe Gelirleri	17.385	19.132	0.8	67.041	77.963	6.5	188.159	41.4
Vergi Gelirleri	14.008	15.423	0.8	54.851	59.224	-1.1	158.153	37.4
Diğer Gelirler	3.377	3.709	0.6	12.191	18.739	40.7	25.307	74.0
Bütçe Dengesi	4.332	2.036	-57.0	304	-3.344	-	-16.830	19.9
Faiz Dışı Denge	9.001	6.654	-32.3	20.367	20.321	-8.7	36.116	56.3

Kaynak Maliye Bakanlığı

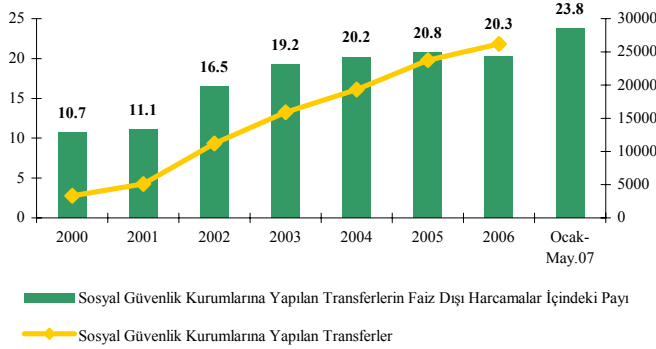
Merkezi Yönetim Bütçesi, Mayıs ayında 2.04 milyar YTL fazla vermiş ve böylece yılın ilk dört ayında 5.4 milyar YTL olan açık, yılın ilk beş ayı itibarıyla 3.3 milyar YTL'ye gerilemiştir. 2006 yılının Ocak-Mayıs döneminde 20.4 milyar YTL olan faiz dışı fazla ise, 2007 yılının aynı döneminde 20.3 milyar YTL olarak gerçekleşmiş ve yıl sonu hedefinin %56.3'üne ulaşılmıştır.

Vergi gelirlerindeki zayıf performansın devam etmesi nedeniyle Mayıs ayında, bütçe gelirlerinde bir önceki yılın aynı dönemine göre reel olarak %0.8'lik bir artış gerçekleşmiştir. Söz konusu dönemde bu düşük oranlı artışta, özel tüketim vergisindeki %10.9'luk azalma ve ithalde alınan KDV'de görülen %8.3'lük gerileme etkili olurken, kurumlar vergisinde de %16.9'luk bir reel gerileme olduğu görülmüştür. Nisan ayından farklı olarak, Mayıs ayında KDV gelirleri reel olarak %18.3 oranında artmıştır. İlk beş aylık dönem KDV gelirleri, Mart ve Mayıs ayları hariç gerilemiştir. Mayıs ayında bütçe gelirlerine paralel olarak artan vergi gelirleri, Ocak-Mayıs döneminde ise geçen yılın aynı dönemine göre reel olarak %1.1 oranında gerilemiştir. Vergi dışı gelirler, özelleştirme gelirleri gibi geçici gelirlere bağlı olarak %40.7 oranında artmıştır. Böylece, vergi gelirlerinde yıl sonu hedefinin %37.4'üne ulaşılırken, vergi dışı gelirlerde yıl sonu hedefinin %74'üne ulaşılmıştır. İlk beş ayda vergi gelirlerinde yıl sonu hedefinin ancak %37.4'üne ulaşılması, gelirlerde hedeflerin gerisinde kaldığını göstermektedir. 1 Haziran itibarıyla gıdada gerçekleştirilmiş olan KDV indirimleri de göz önüne alındığında, Haziran ayı bütçesinde durum daha net gözükecektir.



Mayıs ayında bütçe gelirlerindeki artış düşük olmasına karşın, bütçe harcamaları, geçen yılın aynı dönemine göre reel olarak %15.5 oranında artış göstermiştir. Aynı dönemde faiz oranlarındaki düşüş nedeniyle faiz harcamaları %9.5 gerilerken, faiz dışı harcamaların %28 gibi yüksek bir oranda artması, bütçe harcamalarına kaynaklık etmiştir. Yıllar itibarıyla faiz harcamalarının vergi gelirlerine oranı incelendiğinde, bu rasyonun

2001 krizinde %92.3'e kadar yükseldiği; 2006 yıl sonunda %33.4'e; 2007 yılı Mayıs ayında ise %40'a yükseldiği görülmektedir.



Faiz dışı harcamaların Mayıs ayında geçen yılın aynı dönemine göre reel olarak %28 oranında artmasında, cari transfer harcamalarındaki %79.4'lük artış etkili olmuştur. Cari transferler kaleminde çok büyük bir paya sahip olan sosyal güvenlik kurumlarına yapılan transferlerin, faiz dışı harcamalar içindeki payının, yıllar itibariyle arttığı görülmektedir. 2000 yılında %10.7 olan oran, 2007 yılı Ocak-Mayıs döneminde %23.8'e kadar yükselmiştir.

Mayıs ayı sonucu ile, 2007 yılının Ocak-Mayıs döneminde, bütçe harcamalarında %11.5 artış gerçekleşirken, bütçe gelirleri %6.5 oranında artmıştır. Bütçe harcamaları içinde en yüksek artış, sermaye giderleri, mal ve hizmet alımları ve cari transferlerde; bütçe gelirlerinde ise vergi dışı gelirlerde görülmüştür. Böylece, bütçe harcamalarında yıl sonu hedefinin %40.7'sine; bütçe gelirlerinde %41.4'üne ulaşılmıştır. İlk beş ayda 3.3 milyar YTL olarak gerçekleşen bütçe dengesi ise, yıl sonu hedefinin %19.9'una denk gelmektedir.

Mayıs ayı sonuçlarına göre bütçe, ilk birkaç aya göre nispeten düzelmiş görünse de, geçen yılın aynı dönemiyle karşılaştırıldığında, bütçe dengesindeki bozulmanın dikkat çekici olduğu görülmektedir. Bütçe fazlası 2007 yılı Mayıs ayında, geçen yılın aynı dönemine göre reel olarak %57 azalırken, 2006 yılının ilk beş ayında 304 milyon YTL fazla veren bütçe, 2007 yılının aynı döneminde 3.3 milyar YTL açık vermiştir. Temmuz ayında yapılacak olan genel seçimlerin bütçe üzerindeki olumsuz etkileri dikkat çekerken, mali disiplinde 2006 yılındaki performansın yakalanması zor görünmektedir.

Kamu net borç stokunun GSMH içindeki payı 2007 yılı birinci çeyreği itibariyle %45'ten %43.9'a geriledi

Hazine Müsteşarlığı Haziran ayında düzenlediği dört ihale ile 11 milyar YTL net iç borçlanma gerçekleştirmiştir. 13.5 milyar YTL'lik iç borç itfası yapılan Haziran ayında, iç borç çevirme oranı ise %81.5 olarak gerçekleşmiştir.

2007 yılı Nisan ayında 29.5 ay olan iç borçlanmanın vade yapısı, Mayıs ayında 55.6 aya çıkarken, Hazinesinin aylık ortalama iç borçlanma faizi de gerilemeye devam etmektedir. Nisan ayında %19.1 olan ortalama iç borçlanma faizi, Mayıs ayında yabancı yatırımcıların DİBS piyasasına ilgilerinin yüksek oluşu ile, %18.8'e düşmüştür.

Temmuz Ayı Finansman Programı (Milyar YTL)	
Ödemeler	16.3
İç Borç	14.9
Dış Borç	1.4
Finansman	16.3
Piyasadan İhale Yoluyla İç Borçlanma	9.0
Diğer finansman	7.3
Faiz Dışı Denge	-2.8
Özelleştirme	0.0
Kamuya Satışlar	2.1
Dış Borçlanma	0.0
Kasa-Banka	8.0

Hazine Müsteşarlığı, Temmuz 2007 döneminde iç piyasalara yapılacak 12.3 milyar YTL'lik itfaya karşılık, iç piyasalardan ihale yoluyla 9.0 milyar YTL'lik borçlanma yapmayı öngörmektedir. Aynı dönemde, 14.9 milyar YTL'lik iç borç servisine karşılık, toplam 11.1 milyar YTL'lik iç borçlanma yapmayı planlamaktadır. Hazine, Temmuz ayında ihale tarihi 03 Temmuz ve 12 Temmuz olmak üzere iki tanesi referans bono ve üçü tahvil olmak üzere beş ihale gerçekleştirecektir. Hazine

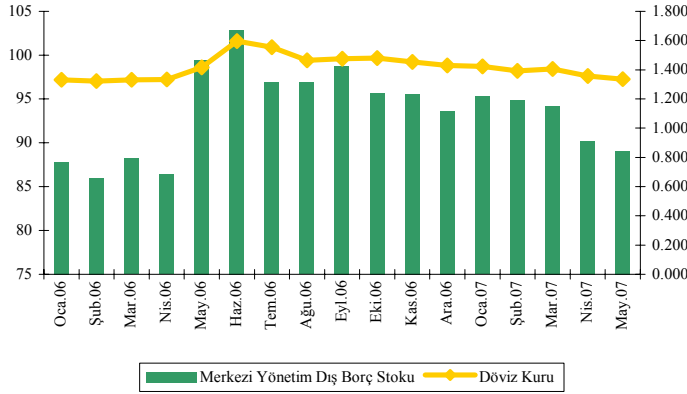
ayrıca, 7.3 milyar YTL borçlanma dışı finansman sağlamayı amaçlamaktadır. Hazine, faiz dışı dengenin ise, Temmuz ayında 2.8 milyar YTL açık vereceğini öngörmektedir. Temmuz ayının mali tatil ilan edilmiş olması sonucunda, vergi gelirlerinin önemli bir kısmının Ağustosun ilk haftasına kayması Hazinesinin bu beklentisinde etkili olmuştur.

Merkezi Yönetim Borç Stoku			
Milyar YTL	2006	Nis.07	May.07
Toplam Borç Stoku	345.0	352.5	348.1
İç Borç Stoku	251.5	262.3	259.0
Dış Borç Stoku	93.6	90.1	89.1

Kaynak :Hazine Müsteşarlığı

kaynaklanmıştır. 2007 yılının ilk beş ayında ise, Merkezi Yönetim Borç Stoku 2006 yıl sonuna göre 3.1 milyar YTL artmıştır.

Merkezi Yönetim İç Borç Stoku, 2007 yılının ilk beş ayında, 2006 yıl sonuna göre 7.5 milyar YTL artarak 259.0 milyar YTL (195.4 milyar dolar) olmuştur. Mayıs ayında, sabit faizli iç borç stokunun toplam iç borç stoku içindeki payı, bir önceki aya göre 1.4 puan düşerek %47.6'ya gerilemiştir. Toplam iç borç stokunun TL-YP ayrımında ise, önemli bir değişiklik olmamıştır. Sağlanan siyasi istikrar ve makro ekonomik iyileşme ile birlikte, 2004 yılından itibaren yükselme eğiliminde olan iç borç stokunun vadeye kalan süresi, Mayıs ayı itibarıyla 24.1 aydan 25.6 aya yükselmiştir.



Dış borç stokunda yıl başından itibaren görülen gerileme eğilimi, Mayıs ayında da devam etmiştir. 2006 yıl sonunda 93.6 milyar YTL olan Merkezi Yönetim Dış Borç Stoku, Mayıs ayı sonu itibarıyla 89.1 milyar YTL'ye düşmüştür. Dış borç stokundaki gerilemede, kamu kesiminin net dış borç ödeyicisi olmasının yanında, YTL'nin değerlenmesinin de etkisi olmuştur.

Toplam Dış Borç Stoku					
(Milyar Dolar)	2003	2004	2005	2006	2007-Q1
Toplam Dış Borç Stoku	144.3	160.8	168.9	207.4	213.4
Kısa Vadeli Dış Borçlar	23	31.9	37.1	42	36.9
Kamu	0	0	0	0	0
TCMB	2.9	3.3	2.8	2.6	2.5
Özel	20.2	28.6	34.3	39.5	34.4
- Bankalar	9.7	14.5	17.7	19.8	14.6
-Diğer Sektörler	10.5	14.1	16.6	19.7	19.8
Orta-Uzun Vadeli Dış Borçlar	121.3	129	131.7	165.4	176.5
Kamu	69.5	73.8	68.2	69.8	71.4
TCMB	21.5	18.1	12.7	13.1	13.1
Özel	30.3	37	50.9	82.5	92
- Finansal Kuruluşlar	5.2	8.5	16	28.8	31.5
-Finansal Olmayan Kuruluşlar	25.1	28.5	34.9	53.7	60.5

Kaynak :Hazine Müsteşarlığı

oluşurken, özel sektör kısa vadeli dış borçlarında yüksek pay bankalarıdır. Orta-uzun vadede ise, en yüksek pay, finansal olmayan kuruluşlarda gerçekleşmiştir.

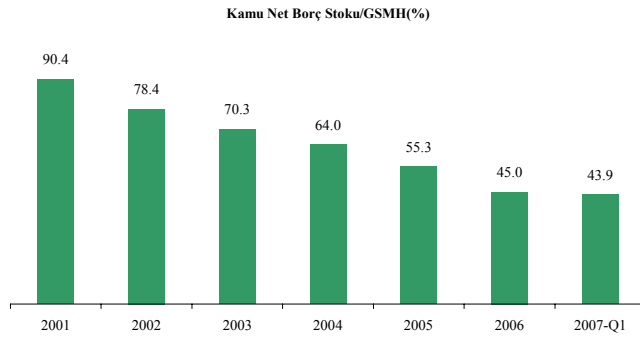
Dış Borç Stokunun Vade Yapısı (%)					
	2003	2004	2005	2006	2007-Ç1
Kısa Vade	15.9	19.8	22	20.3	17.3
Orta-Uzun Vade	84.1	80.2	78	79.7	82.7

Kaynak :Hazine Müsteşarlığı

2003 yılında %15.9 olan kısa vadeli dış borç stokunun toplam borç stoku içindeki payı, 2006 yıl sonunda %20.3'e yükseldikten sonra, 2007 yılının birinci çeyreği itibarıyla %17.3'e gerilemiştir.

Toplam Kamu Net Borç Stoku		
Milyar YTL	2006	Mar.07
Toplam Kamu Net Borç Stoku (Net)	259.2	262.6
Toplam Kamu Borç Stoku (Brüt)	364.6	376.3
İç Borç	267.3	278.5
Dış Borç	97.3	97.8
Merkez Bankası Net Varlıkları	45.7	41
Kamu Mevduatı	36	47.4
İşsizlik Sigortası Fonu Net Varlıkları	23.7	25.4
Kaynak :Hazine Müsteşarlığı		

varlıkları ise, aynı dönemde 4.7 milyar YTL azalmıştır.



2007-Q1: Geçici

2006 yılı Aralık sonu itibariyle 259.2 milyar YTL olan kamu net borç stoku, yaklaşık 3.4 milyar YTL artarak, 2007 yılı Mart sonu itibariyle 262.6 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir. Brüt borç stoku ise ilk üç ayda 11.7 milyar YTL artarak 376.3 milyar YTL olmuştur. Brüt borç stokuna göre net borç stokundaki düşük oranlı artışta, kamu mevduatındaki 11.4 milyar YTL'lik ve işsizlik sigortası fonundaki 1.7 milyar YTL'lik artış etkili olmuştur. Merkez Bankası net

2001 yılında %90.4'e kadar çıkan kamu net borç stokunun GSMH içindeki payı 2006 yılı sonunda %45'e gerilemiş, 2007 yılı birinci çeyreği itibariyle de %43.9'a düşmüştür. Bu gerilemede, YTL'nin değerlendirilmesiyle dış borç stokundaki azalma önemli bir etken olurken, kamu mevduatındaki yüksek oranlı artış da etkili olmuştur.

Bankaların kullandıkları kredilerle birlikte, takipteki alacakları da artmaya devam ediyor

Bankacılık Sektörü Bilanço Kalemleri (Milyon YTL)					
	Açıklanan Son Veri (26.06.07)	Önceki Ay (30.05.07)	Yıl Sonu (29.12.2006)	Değişim (%)	
				Yıl sonuna Göre	Bir Önceki Aya Göre
AKTİF					
Nakit Değerler ve TCMB	20.685	16.045	21.953	-5.8	29
Bankalara Plasmanlar	39.772	43.619	40.183	-1	-8.8
Yurtiçi Bankalar	3.946	3.543	6.455	-38.9	11.4
Yurtdışı Bankalar	35.316	39.777	33.728	4.7	-11.2
Men.Değ.Port.	165.985	163.108	158.876	4.5	1.8
Kamu Borç.Sen.	119.484	117.879	107.94	10.7	1.4
Repo İşl.Konu Men.Değ.	26.659	24.143	26.818	-0.6	10.4
Teminata Ver.Men.Değ.	16.401	17.871	18.881	-13.1	-8.2
Katılım Bank.Men.Değ.	29	8	5	480	263
Diğer	3.413	3.208	5.232	-34.8	6.4
Krediler	249.892	243.148	224.239	11.4	2.8
TP	185.627	181.261	165.500	12.2	2.4
YP	64.265	61.887	58.738	9.4	3.8
Takipteki Alacaklar(Net)	1.174	1.145	874	34.3	2.5
Takipteki Alacaklar (Brüt)	9.013	8.997	8.512	5.9	0.2
Takipteki Ala.Özel Karş.	7.839	7.852	7.638	2.6	-0.2
PASİF					
Mevduat	343.771	335.525	319.608	7.5	2.5
Vadeli Mevduat ve Katıl.Hs.	285.886	279.81	263.345	8.6	2.2
Vadesiz Mev. ve Özel Cari Hs.	57.885	55.715	56.263	2.9	3.9
Tasarruf Mevduatı	125.101	121.061	110.864	12.8	3.3
DTH (Gerçek Kişiler)	80.291	79.504	74.489	7.8	1
Diğer Mevduat	125.546	122.754	123.043	2	2.3
TP	83.414	80.565	78.23	6.6	3.5
YP	42.132	42.189	44.813	-6	-0.1
Bankalara Borçlar	68.315	70.494	64.002	6.7	-3.1
Yurtiçi Bankalar	3.528	3.443	3.498	0.9	2.5
Yurtdışı Bankalar	64.787	67.051	60.504	7.1	-3.4
Repo İşlem.Sağ.Fonlar	25.521	22.967	25.927	-1.6	11.1
Kaynak: BDDK					

29 Haziran-30 Mayıs tarihleri arasında son bir aylık dönemde bankaların nakit değerler, merkez bankası ve bankalara plasmanlar kalemlerinden oluşan nakit rezervler kalemi %1.3 oranında artarken, en yüksek artış %2.8 ile krediler kaleminde gerçekleşmiş, bunu %1.8'lik artış ile menkul değerler portföyü izlemiştir. Nakit rezervleri kalemlerinden olan nakit değerler ve TCMB, söz konusu dönemde %29 artarken, bankalara plasmanlar kalemi %8.8 azalmıştır. Ekonomideki istikrar ortamının 2006 yılı Mayıs dalgalanmasından sonra yeniden oluşmasıyla ve düşen faizlerle birlikte, bankalar daha çok kredilere ve menkul değerler portföyüne yönelmeyi tercih etmişlerdir.

Kredi hacmi, son bir ayda YP kredilerde meydana gelen %3.8 oranındaki artış nedeniyle, %2.8 oranında yükselerek 249.9 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir. YTL'deki değerlenme nedeniyle YP kredilerdeki artış oranı, TP kredilerdeki artış oranının üzerinde gerçekleşmiştir. Net takipteki alacaklar kalemi ise, son bir aylık dönemde %2.5 oranında artmıştır.

Sektörün fon kaynaklarına baktığımızda, en yüksek artışın, %11.1 ile repo işlemlerinden sağlanan fonlar kaleminde gerçekleştiği görülmüştür. Bankaların temel fon kaynağı olan mevduat, söz konusu dönemde %2.5 oranında artmış, bankalara borçlar kalemi %3.1 oranında gerilemiştir. Bankalara borçlar kalemindeki gerileme, bankaların, yurt dışı bankalara olan borçlarında net ödeyici durumuna geçmelerinden kaynaklanmaktadır. Yurt dışı bankalara borçlar kalemi, son bir aylık dönemde %3.4 oranında azalmıştır.

2006 yılı Mayıs ayında uluslararası piyasalarda yaşanan dalgalanma sonrası yeniden başlayan dolarizasyon süreci, 2007 yılının ilk aylarından itibaren yeniden azalma eğilimine geçmiş ve Mayıs ayında %36.3 olan YP mevduatın toplam mevduat içindeki payı %35.6'ya gerilemiştir. Mayıs ayında %72.5 olan mevduatın krediye dönüşüm oranı ise Haziran ayında %72.7'ye yükselmiştir.

ABD finans piyasasıyla ilgili riskler endişe kaynağı olurken, ABD Merkez Bankası'nın (Fed) açıklamasına rağmen, enflasyon nispeten ılımlı bir görünüm sergiliyor. Büyüme göstergeleri ise genel olarak olumlu yönde

ABD Temel Ekonomik Göstergeleri						
(%) Değişim	2002	2003	2004	2005	2006	En Son
Büyüme	1.6	2.5	3.9	3.2	3.3	0.7 (2007 I. ç.)
İşsizlik	5.8	6	5.5	5.07	4.6	4.5 (Haziran 07)
Enflasyon (CPI)	1.6	2.3	2.7	3.4	2.6	2.7 (Mayıs 07)
Fed Faiz Oranı	1.25	1	2.25	4.25	5.25	5.25 (Haziran 06)

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

ABD ekonomisinin görünümünde Haziran ayında önemli bir değişim meydana gelmemiştir. Ekonomik veriler olumlu olmasına rağmen, ABD finans piyasalarındaki gelişmeler tehlike arz etmektedir. Ödememe riski ve faiz oranı daha yüksek olan subprime mortgage kredilerine dayalı enstrümanlara

portföylerinde önemli yer veren bazı finans kuruluşlarına ait hedge fonların batma riskiyle karşı karşıya gelmesi, piyasaları tedirgin ederek, nispeten olumlu hale gelen ekonomik görünümün geri planda kalmasına yol açmıştır. ABD subprime mortgage kredileri ve bu kredilere dayalı enstrümanların işlem gördüğü piyasalarla ilgili endişeler devam etmekle birlikte, ay sonuna doğru biraz daha geri planda kalmıştır.

Finans piyasası kaynaklı riskler dışarıda tutularak bir analiz yapıldığında, ABD büyüme verilerinde, bazı öncü göstergeler dışında herhangi bir bozulma görülmemektedir. Nisan ayında %1.3'e inen ve daha sonra %0.6'ya revize edilen 2007 yılının ilk çeyreğine ilişkin nihai büyüme oranı, %0.7 olarak açıklanmıştır. Beklentiler doğrultusunda artan büyümeye, kişisel tüketim harcamaları ve yerel hükümet harcamaları, olumlu katkıda bulunurken, şirketler kesiminin stokları, konut sektörü ve federal hükümet harcamaları büyümeyi olumsuz etkilemiştir. Ayrıca ithalatın artması ve ihracatın zayıflaması da büyümedeki artışın sınırlı olmasına yol açmıştır.

Bu ay yayınlanan enflasyon verilerine baktığımızda, Mayıs ayında enflasyonun, daha ılımlı bir görünümü olduğunu görüyoruz. Ay ortasında yayınlanan Üretici Fiyat Endeksi (ÜFE), Mayıs ayında %0.6 artması beklenirken, %0.9 artarak, beklentilerin üzerinde gerçekleşmiştir. ÜFE'deki bu artışın başlıca kaynağı, benzin ve petrol fiyatlarındaki artış olurken, çekirdek ÜFE beklentiler doğrultusunda %0.2 artmıştır. Mayıs ayı enflasyon verileri ile ilgili en önemli gelişme, çekirdek Tüketici Fiyat Endeksi'nin (TÜFE) %0.2 olan beklentilerin altında %0.1 artması olmuştur. Çekirdek TÜFE'deki makul artışa rağmen, genel bazda TÜFE, Eylül 2005'ten beri görülen en yüksek artışı gerçekleştirerek %0.7 artmıştır. Yıllık bazda bakıldığında ise, genel bazda TÜFE %2.7, çekirdek TÜFE ise %2.3 artmıştır. Böylece, çekirdek TÜFE, Fed'in öngördüğü %2'lik referans düzeyin üzerinde kalmıştır. Fed'in en yakından takip ettiği enflasyon göstergesi olan çekirdek Kişisel Tüketim Harcamaları (PCE) Endeksi ise, Mayıs ayında aylık bazda beklentiler doğrultusunda %0.1 artmıştır. Çekirdek PCE yıllık bazda Nisan aya göre gerileyerek %1.9 artarak, Fed'in enflasyon için öngördüğü %1 - %2 aralığında kalmıştır. Özet olarak, Mayıs ayı enflasyon verileri, ay ortasında yayınlanan TÜFE'de olduğu gibi PCE'de de çekirdek bazda fiyat artışlarının daha makul düzeyde olduğunu göstermiştir. Normal koşullar altında bahar mevsiminde canlanma görülen emlak sektöründeki yavaşlamanın devam etmesi ve tüketici güveninin gerilemesi, enflasyonun ılımlı trendini gelecek aylarda da koruyacağına işaret etmektedir. Ancak, petrol fiyatları ve diğer enflasyonist baskıların devam etmesi, enflasyonda gerileme yaşanması ihtimalini düşürmektedir.

Büyüme ve enflasyonist baskılar açısından önem taşıyan istihdam piyasası, Haziran ayında sıkı bir görünüm arz etmiştir. Tarım dışı istihdam, Haziran ayında 120,000 kişi artması beklenirken, 132,000 kişi artmış, Mayıs ayında 157,000 olan tarım dışı istihdam artışı 190,000'e revize edilmiştir. İşsizlik oranı ise Haziran ayında, Mayıs ayındaki %4.5 seviyesini korumuştur. Bu veriler, istihdam piyasasının büyümeyi olumlu etkilemekte olduğunu gösterirken, Fed'in enflasyonist baskıların devam ettiği görüşünü de destekleyerek, faiz indirimi beklentilerini daha da zayıflatmıştır.

Haziran ayında, ekonomik aktiviteyle ilgili bilgi sunan pek çok bölgesel bazda endeksin yanısıra, ulusal bazda oluşturulan Beige Book Raporu'nun dördüncüsü yayınlanmıştır. Fed'in 12 eyaletteki merkezlerince bölgesel bazda yapılan anketlere dayanarak yılda sekiz kez yayınlanan Beige Book Raporu'nda, ekonominin bir önceki rapor dönemi olan Nisan ayından bu yana ılımlı bir hızda büyüdüğü ve fiyat baskılarını ciddi ölçüde artıracak bir gelişme meydana gelmediği belirtilmiştir. Enflasyonla ilgili en büyük risk unsuru olarak, enerji fiyatlarının artış trendinin gösterildiği Rapor'un ortaya koyduğu tablo, nispeten olumlu olarak nitelendirilebilir. Bölgesel aktivite endekslerinden Philadelphia Fed Endeksi, beklenenden daha olumlu bir görünüm ortaya koyarken, Chicago Fed Endeksi beklenmedik bir şekilde gerileyerek, üretimin olumsuz yönde geliştiğine ve enflasyonist baskıların varlığını koruduğuna işaret etmiştir. Şaşırtıcı bir şekilde olumsuz bir tablo ortaya koyan bir diğer veri ise, dayanıklı mal siparişlerindeki azalıştır. Dayanıklı mal siparişlerinde Ocak ayından beri ilk kez görülen gerileme,

İmalat sanayiinin ikinci çeyrekteki performansının beklendiği kadar iyi olmadığına işaret ederken, büyümenin yılın ikinci çeyreğinde canlanacağı beklentisini nispeten zayıflatmıştır. Ancak daha sonra yayınlanan ISM İmalat Sanayi ve Hizmetler Endeksleri, büyüme beklentilerini tekrar olumlu hale getirmiştir.

ABD ekonomisinin büyümesinde önemli ölçüde payı olan konut sektörü Mayıs ayı verileri ise, sektörde herhangi bir toparlanma olmadığını göstermektedir. Buna göre, mevcut, yeni ve yapılmakta olan konut gruplarının üçünde de, satışlarda azalma meydana gelmiştir.

ABD'nin dünya ekonomisinin istikrarı açısından da önem taşıyan dış ticaret açığı, cari açık ve bütçe açığına baktığımızda; 64 milyar dolar civarında gerçekleşmesi beklenen ABD dış ticaret açığının, Nisan ayında 58.5 milyar dolara gerilediğini, 2007'nin ilk çeyreğinde 201 milyar dolara yükselmesi beklenen cari açığın 192.6 milyar dolar düzeyinde gerçekleştiğini, bütçe açığının ise Mayıs ayında geçen yılki düzeyi olan 274 milyar dolardan 170 milyar dolara gerilediğini görmekteyiz. Bütçe açığındaki geçen yıla göre azalışın başlıca nedeni, vergi gelirlerindeki artış olurken, geçen yıl meydana gelen kasırga nedeniyle artan bütçe harcamalarının gerilemesi de, açığın azalmasında etkili olmuştur.

Haziran ayında, ekonomik verilerden kaynaklanmayan risklere odaklanan ABD piyasaları, bu ay da Fed toplantısı ve Fed'in gelecek döneme ilişkin öngörülerine odaklanmıştır. Fed'in bu ay ki toplantısında, son 12 aydır olduğu gibi faiz oranı değiştirilmemiştir. Geçen ay ki toplantısından, büyüme ile ilgili riskleri ikinci planda tuttuğu bilinen Fed, bu ay, enflasyonist baskılara yaptığı vurguyu artırmıştır. Fed toplantısı sonrasında yapılan yazılı açıklamada, çekirdek enflasyonda iyileşme görülmekle birlikte, enflasyonist baskıların azaldığı konusunda ikna edici deliller bulunmadığı ve ekonomiyi tehdit eden başlıca risk unsurunun, enflasyon olduğu ifade edilmiştir. Fed'in enflasyonu ön planda tutan tutumu, bu yıl içinde faiz indirimine gidilmesi olasılığını düşürmüştür.

Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB) %4 düzeyinde olan faiz oranını artırmaya devam edeceği beklentisi güçlendi

Euro Bölgesi Temel Ekonomik Göstergeleri						
(%) Değişim	2002	2003	2004	2005	2006	En Son
Büyüme	0.9	0.8	2.1	1.3	2.8	3.0 (2007 I.ç.)
İşsizlik	8.5	8.9	8.8	8.3	7.7	7 (Mayıs 07)
Enflasyon (HICP)	2.28	1.97	2.36	2.22	1.9	1.9 (Mayıs 07)
ECB Faiz Oranı	2.75	2	2	2.25	3.75	4.0 (Haz. 07)
M3 Para Arzı Artışı	6.9	7.1	6.6	7.4	9.7	10.7 (Mayıs 07)

Kaynak: ECB, Eurostat, Reuters

Gelişmiş ülkelerde, enflasyon kaygısıyla faiz oranlarının artırılmaya devam edilmesi, uluslararası fon akımları açısından büyük önem taşımaktadır. Bu durum, uluslararası piyasalardan fon temin etme ihtiyacında olan gelişmekte olan ülkeleri ve diğer yatırımcıları

olumsuz etkilemektedir. ECB'nin faiz kararları da, bu nedenle yakından izlenmektedir. Haziran ayının ilk haftasında yapılan toplantıda faiz oranını %3.75'ten %4'e çıkaran ECB, Temmuz ayının ilk haftasında yaptığı toplantıda faiz oranını değiştirmeme kararı almıştır. Toplantı sonrasında yaptığı açıklamada, gelecek dönem için enflasyonist baskıların yukarı yönde olduğu değerlendirmesini yapan ECB Başkanı Trichet, "parasal gelişmelerin çok yakından izlenmesi gerektiği" ifadesini kullanmıştır. Trichet, işgücü piyasasındaki sıkışmanın sonucu olarak ücretlerin yükselmesi ihtimalini, kapasite kullanımındaki artışı ve petrol fiyatlarındaki yükselişi, enflasyon riskini artıran gelişmeler olarak ortaya koymuştur. Bu açıklamalar, ECB'nin faiz artırımına devam ederek, yıl sonuna kadar en az 25 baz puanlık bir faiz artırımını daha yapacağı şeklinde yorumlanmıştır. ECB'nin muhtemel bir faiz artırımına Eylül ayında gitmesi beklenmektedir. Ayrıca, ECB'nin, Temmuz ayındaki toplantısı sonrasında, Aralık ayında da faiz artırımına giderek faiz oranını %4.50'ye çıkarması beklentisi de artmıştır.

Euro Bölgesi'nde Haziran ayında yayınlanan verilerden, enflasyona baktığımızda; üretici fiyatlarının Nisan ayında beklentilerin üzerinde arttığını, Mayıs ayı tüketici fiyatlarındaki artışın ise beklentiler doğrultusunda olduğunu görmekteyiz. Nisan ayında, Mart ayında olduğu gibi aylık bazda %0.3 artması beklenen Üretici Fiyat Endeksi (ÜFE), %0.4 artmıştır. ÜFE'deki artışta, daha çok enerji ve girdi maliyetlerindeki yükseliş etkili olmuştur. Mart ayında %0.2 artan çekirdek ÜFE ise, Nisan ayında %0.4 oranında artmıştır. ÜFE'deki artışın, yıl başına göre aşağı yönde revize edilen ve ECB'nin, yıl ortasında tekrar yükseleceği öngörüsünde bulunduğu enflasyon tahminleriyle uyumlu olduğu görülmektedir. ECB'nin Euro Bölgesi tüketici fiyatlarındaki artışı ölçmek amacıyla kullandığı, Harmonize Tüketici Fiyat Endeksi (HICP), Mayıs ayında beklendiği gibi %1.9 artmıştır. Tüketici fiyatlarındaki artışın, ECB'nin üst sınır olarak öngördüğü %2'nin altında kalmasında, ECB tarafından enflasyonist baskı unsurlarından biri olarak görülen işgücü maliyetlerinin, 2007'nin ilk çeyreğinde beklenenin altında artmasının etkili olduğu düşünülmektedir.

Enflasyon artışının devam edip etmeyeceği konusunda öncü bir gösterge niteliğindeki önemli verilerden biri, geniş tanımlı para arzı olan, M3 para arzındaki artıştır. Tüketici fiyatlarının geçen yılın sonundan beri yıllık bazda %1.9 oranında artmaya devam etmesinin, Euro Bölgesi enflasyonunun yatay bir seyir izlediğini göstermesine karşın, enflasyonun bu seviyenin altına inmemesi, fiyat baskılarının da devam ettiğine işaret etmektedir. M3 para arzındaki artışın devam etmesi, enflasyon risklerinin devam ettiğini ve bu konuda dikkatli olunması gerektiğini gösteren başlıca göstergelerden biridir. Euro Bölgesi M3 para arzı artışı Mayıs ayında %10.4'ten %10.3'e gerilemesi beklenirken %10.7'ye çıkmıştır. Para arzı verileri, hanehalkı kredilerinin gerilediğini, şirketler kesiminin borçlarının ise arttığını göstermektedir. Hanehalkı kredilerindeki artış sınırlı düzeyde kalması, enflasyon beklentisi açısından olumlu bir gelişme olmakla birlikte, M3 para arzındaki artışın beklentilerin üstüne çıkması, ECB'nin faiz artırımına devam edeceği beklentisini desteklemektedir.

Euro Bölgesi'nin büyüme görünümüne baktığımızda Haziran ayı için değerlendirebileceğimiz başlıca veri sanayi üretimindeki artıştır. Euro Bölgesi sanayi üretimi Nisan ayında aylık bazda %0.8, yıllık bazda ise %2.8 artmıştır. Aylık bazda artışın %0.2, yıllık artışın ise %4.4 olması beklenirken, yıllık bazdaki artışın beklentilerin altında kalmasının, büyük ölçüde Almanya, Fransa ve İtalya'da hasılanın azalmasından kaynaklandığı düşünülmektedir. Bu ülkelerde ekonomik aktivitenin yılın ikinci çeyreğinde yavaşlaması, ECB tarafından da beklenmekteydi.

Haziran ayında yayınlanan ve Euro Bölgesi'yle ilgili beklentileri de büyük ölçüde yansıtan Alman finans ve iş dünyası güven endeksleri beklentilerin altında kalmıştır. Alman finans dünyasının ekonomiye güvenini yansıtan ZEW Endeksi, Haziran ayında 24'ten 27'ye çıkması beklenirken, 20.3'e gerilemiştir. Alman iş dünyası güven endeksi olan IFO Endeksi ise, Haziran'da 108.6'dan 108.4'e inmesi beklenirken, 107'ye gerilemiştir. Her iki endekste de bu ay gerileme meydana gelmesi, Alman ekonomisinde yılın üçüncü çeyreğinde beklenen yavaşlamanın gerçekleşmesi ihtimalini artırmıştır. Euro Bölgesi'nin en büyük ekonomisi olan Almanya'nın iş ve finans dünyası beklentilerini yansıtan endekslerde, Temmuz ayında bir toparlanma beklenmemektedir. Bu durum, Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB) öngörülleri ile uyumlu olarak, yılın üçüncü çeyreğinde ekonomide bir miktar yavaşlama görülebileceği anlamına gelmektedir.

Japonya Merkez Bankası'nın (BoJ) en erken Ağustos veya Eylül aylarında faiz artırması beklenirken, Japon para birimi yen, ekonomik gelişmelerden bağımsız bir şekilde, global faiz artırım beklentilerine bağlı olarak carry tradelerin devam etmesiyle değer kaybetmiştir

Japonya Temel Ekonomik Göstergeleri						
(%) Değişim	2002	2003	2004	2005	2006	En Son
Büyüme	0.1	1.8	2.3	2.6	2.2	3.3 (2007 I. ç.)
İşsizlik	5.4	5.3	4.7	4.4	4.1	3.8 (Mayıs 07)
Enflasyon (CPI)	-0.9	-0.3	0.0	-0.6	0.3	0.0 (Mayıs 07)

Kaynak: IMF, OECD, Reuters

Geçen ay ki toplantısının tutanaklarında, faiz artırımına gitmekte acele etmeyeceği görülen BoJ, bu ay yaptığı toplantıda, faiz oranını beklendiği gibi değiştirmeyerek, %0.50'de bırakmıştır. Son haftalarda, global faiz artırım sürecinin canlanacağı beklentisinin artmasıyla

birlikte daha da önem kazanan BoJ'un faiz politikasında şimdilik bir değişiklik görülmezken, BoJ Başkanı Fukui toplantı sonrasında yaptığı açıklamada, hanehalkı harcamaları ve sermaye harcamalarının sürdürülebilirliği konusunda kanıtlara ihtiyaç bulunduğunu söylerken, politika değişikliğine gidebilmek için ekonominin görünümü konusunda ikna olmaları gerektiğini ifade etmiştir. Fukui ayrıca, yıllık bazda tüketici fiyatlarının %0 düzeyine yakın seyrettiğini belirterek, petrol fiyatlarının geçen yıla göre daha düşük seyretmesinin etkisiyle yakın vadede enflasyonun da bu düzeylerde kalmasının beklendiğini belirtmiştir. Fukui'nin bu açıklamaları, BoJ'un faiz artırımına gitmekte acele etmeyeceği, yani faiz artırımına gitmek için Temmuz ayında yapılacak olan seçimlerin bitmesini bekleyeceği, şeklinde yorumlanırken, olası bir faiz artırımının halen Ağustos veya Eylül aylarında gerçekleşeceği tahmin edilmektedir.

Japon piyasalarında etkisi çok fazla hissedilmese de, Japonya'nın Haziran ayında yayınlanan ekonomik göstergeleri nispeten olumlu bir görünüm arz etmiştir. Bu veriler içinde en olumlusu 2007'nin ilk çeyreğine ilişkin büyüme oranının yukarı yönde revize edilmesidir. Geçtiğimiz ay %0.6 olarak açıklanan ve hayal kırıklığı yaratan 2007 I. çeyrek büyüme oranı, bu ay %0.8 olarak revize edilmiştir. Büyüme oranı yıllık bazda ise %2.4'ten %3.3'e revize edilmiştir. %3.1 olması beklenen yıllık büyüme oranındaki bu artış, Japon ekonomisinin sağlıklı büyüme eğilimini koruduğunu göstermiştir. Öte yandan, bu ay yayınlanan verilere göre, Japonya'nın sanayi üretimi, Mayıs ayında bir önceki aya göre %0.8 artması beklenirken, %0.4 gerilemiştir. Nisan ayında %0.2 gerileyen sanayi üretiminin, Mayıs ayında bu trendi korumasında, daha çok elektronik araç gereç

ihracatının zayıf performansı etkili olmuştur. Sanayi üretiminde Mayıs ayında meydana gelen gerilemenin kalıcı olduğu düşünülmemekle birlikte, büyüme beklentilerini zayıflattığı görülmüştür. Büyüme beklentilerine olumlu etkide bulunan başlıca gelişme ise, Nisan ayında %35.6 artması beklenen Japonya cari işlemler fazlasının, %50.3 ile beklentilerin üzerinde artması olmuştur. Cari fazlaya en büyük katkı, %76.2 artan dış ticaret fazlasından gelirken, cari fazladaki artışın bu hızla devam etmesi halinde, Japon ekonomisinin tahmin edilenden daha hızlı bir büyüme gerçekleştirmesi mümkün görülmektedir.

BoJ'un faiz artırımına gitmesindeki en büyük engel olan tüketici fiyatlarındaki gerileme, Mayıs ayında da devam etmiştir. Nisan ayında %0.1 gerileyen Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE), Mayıs ayında da geçen yılın aynı ayına göre beklentiler doğrultusunda %0.1 gerilemiştir. Enflasyondaki gerilemeye ilaveten, Mayıs ayı hanehalkı harcamaları da beklentilerin altında, %0.4 oranında artmıştır. Bunun yanında, Nisan ayında yıllık bazda %0.7 gerileyen perakende satışların Mayıs ayında %0.4 gerilemesi beklenirken %0.1 artması, tüketimde bir miktar iyileşme olabileceğini göstermekle birlikte, belirgin bir canlanma yaşanmayacağına işaret etmektedir. Bu veriler ışığında, enflasyonun belirgin bir biçimde artması olasılığının düşük olduğu düşünülmektedir.

Japon istihdam piyasasındaki sıkılaşma Mayıs ayında da devam etmiştir. %3.9'a çıkması beklenen işsizlik oranı, Mayıs ayında Nisan ayında olduğu gibi %3.8 olarak gerçekleşmiştir. Japon istihdam piyasasındaki sıkılaşmanın henüz fiyatları artırıcı bir etkisi görülmemektedir. İstihdam piyasasındaki sıkılaşmanın talebi canlandırıcı bir etkide bulunması ve maliyet enflasyonu yaratmaması halinde tüketici harcamaları kanalıyla enflasyonu artırması söz konusu olabilecektir.

Japon ekonomisinin mevcut ve gelecekteki görünümüyle ilgili önemli bir gösterge niteliği taşıyan ve BoJ tarafından Japonya'daki büyük ölçekli şirketlerle yapılan anketlere göre hazırlanan Tankan araştırması, iş dünyasının yılın ilk çeyreğine göre daha olumlu beklentilere sahip olduğunu göstermiştir. Ancak, araştırma sonuçları iş dünyası güveninin gelecek dönemlerde nispeten gerileyebileceğine de işaret etmektedir. Tankan araştırmasının sonuçları, BoJ'un Ağustos veya Eylül aylarında faiz artırımına gideceği beklentisini desteklemiştir.

Haziran ayında dikkat çeken gelişmelerden biri de, Japon yeni ile yapılan carry trade işlemlerinin ABD finans piyasasındaki olumsuz gelişmelerden etkilenmeden, artarak devam etmesi olmuştur. Yeni Zelanda, Avustralya ve Avrupa'da, yani gelişmiş ülkelerde faiz artırımlarına devam edileceği beklentisi, yen satışlarının artmasına yol açmıştır. Sonuç olarak, Japon yeni dolar karşısında değer kaybetmeye devam ederken, euro karşısında tarihi düzeylere gerilemiştir.

Çin Hükümeti Ekonominin Soğutulması için önlemler alıyor

Çin Temel Ekonomik Göstergeleri					
	2003	2004	2005	2006	2007
Büyüme	10.0	10.1	9.9	10.7	10.7*
Enflasyon	1.2	3.9	1.8	1.5	3.4 (Mayıs 07)
Faiz Oranı	2.0	2.25	2.25	2.52	3.08
Cari Denge (Milyar \$)	45.9	68.7	160.8	208.3*	246.2*

Kaynak: Economic Intelligence Unit, Reuters, Economist
* Tahmin

Son beş yıldır %10'un üzerinde ve 2007 yılının ilk çeyreğinde %11.1 büyüyen Çin ekonomisinin, 2007 yılında %10.7 büyüyeceği tahmin edilmektedir. Yapılan tahminlerde ayrıca, Çin ekonomisinde yılın ikinci yarısında bir miktar yavaşlamanın da görülebileceği vurgulanmaktadır. Ekonomideki bu hızlı büyümeye karşı

Çin başbakanı Wen Jiabao, özel bir komite oluşturularak ekonominin soğutulması için çalışmalar yapılacağını vurgulamıştır. Söz konusu komitenin öncelikli amacı, yuanın değer kazanması için gerekli önlemleri almak ve ihracatın dengeli bir seyre oturmasını sağlamak olarak vurgulanmıştır.

Ekonominin soğutulması yönünde önlemler ortaya konulmasına rağmen, gelen veriler Çin ekonomisinin henüz yavaşlama sürecine girmediğini göstermektedir. Mayıs ayında Çin'in dış ticaret fazlası bir önceki yılın aynı ayına göre %73 oranında artarak 22.4 milyar dolara ulaşmıştır. 2006 yılının aynı ayına göre %29 artarak güçlü seyrini devam ettiren ihracatın yanında ithalatın %19 ile ılımlı artış göstermesi, söz konusu ayda dış ticaret fazlasının beklentilerin üzerinde gerçekleşmesini sağlamıştır. Söz konusu artış, enflasyon oranları üzerinde de baskı unsuru oluşturmaktadır.

Mayıs ayında tüketici fiyatlarındaki %3.4'lük, artış temel olarak gıda fiyatlarındaki yükselişten kaynaklanmıştır. Son aylarda enflasyon oranlarında görülen yükselişin, önümüzdeki aylarda gıda fiyatlarında beklenen düşüşün

gerçekleşmesiyle son bulması ve enflasyonun, Çin ekonomisi için normal kabul edilen %3 seviyesine düşmesi beklenmektedir.

13 Haziran tarihinde, bazı ABD senato üyeleri, Çin'in döviz kuru politikaları üzerinde ABD'nin baskılarını arttırmasına ilişkin yasa tasarısını senatoya sunmuşlardır. Söz konusu tasarı, Çin'den ihraç edilen bazı mallara ek gümrük vergileri konulması ve Dünya Ticaret Örgütü'nün (WTO), Çin'in döviz kuru tartışmalarında daha aktif rol oynaması önerilerini içermektedir. ABD uzun zamandır Çin'in döviz kuru politikalarını değiştirmesi yönünde baskı yapmasına rağmen, bu kanun tasarısı diğerlerinden farklı anlamlar taşımaktadır. Tasarıda Çin'e yönelik dış ticarete öngörülen koruma önlemleri, ülkeler arasında yeni koruma hareketlerini tetikleyerek diğer ülkelerin de bu durumdan zarar görmesine neden olabilecektir. Sonuç olarak, böyle bir tasarının gündeme gelmiş olması, önümüzdeki dönemde Çin'in döviz kuru politikaları üzerindeki tartışmaların artacağını göstermektedir.

Temmuz ayının ilk haftasında Çin hükümeti, 1.55 trilyon yuan (200 milyar dolar) değerinde özel bir hazine tahvili çıkarmayı planladığını açıklamıştır. Söz konusu tahvil ihracının ana amacının ise Çin Merkez Bankası'nın rezervlerini yönetmesi için kurulan yatırım ajansının finanse edilmesi olduğu belirtilmiştir. Çin hükümetinin yaptığı açıklama, son haftalarda düşüş eğiliminde olan Çin borsalarının değer kaybetmesine neden olmuştur.

Brezilya Merkez Bankası faiz oranlarını 50 baz puan indirdi

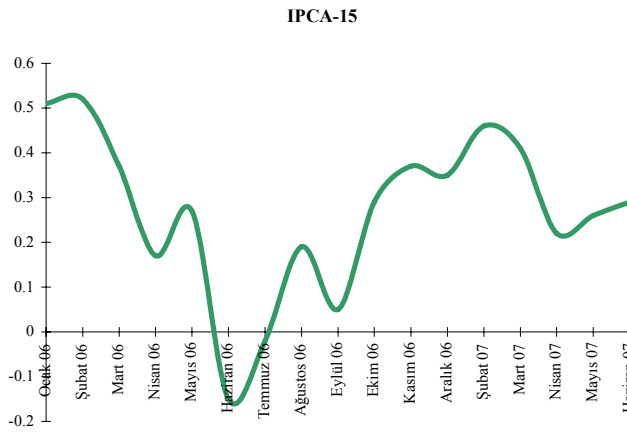
Brezilya Temel Ekonomik Göstergeleri					
	2003	2004	2005	2006	2007 (En Son)
Büyüme	1.1	5.7	2.9	3.7	3.9*
İşsizlik	10.9	9.6	8.3	8.4	10.1 (Nisan 07)
Enflasyon	9.3	7.6	5.7	3.1	3.18 (Mayıs 07)
Faiz Oranı	16.5	17.7	18.0	13.0	11.93
Cari Denge (Milyar \$)	4.2	11.7	14.2	13.5	15.1 (Nisan 07)

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

Ulusal İstatistik Ajansı tarafından açıklanan verilere göre Brezilya, 2007 yılının ilk çeyreğinde bir önceki yılın aynı ayına göre, %4.3 büyümüştür. Tarım ve inşaat sektörleri, büyümenin beklentilerin bir miktar altında kalmasına neden olurken, genel olarak büyüme verileri, Brezilya ekonomisinde

önemli bir soruna işaret etmemektedir.

Brezilya'da Haziran ayında dış ticaret fazlası 3.8 milyar dolar ile beklentilere yakın bir seviyede gerçekleşmiştir. Hammaddede fiyatlarındaki artış ve global talebin güçlü oluşu ihracat artışına katkı sağlarken, değerli ruble ve canlı yurtiçi talep ithalatın artmasını sağlamıştır.



Brezilya'da IPCA-15 fiyat endeksi Haziran ayında %0.29 oranında artarak, %0.25 olan beklentilerin bir miktar üzerinde gerçekleşmiştir. Tüketici fiyatları, gıda ve giyecek fiyatlarındaki artışlarla yükselirken, söz konusu sektörlerde mevsimsel faktörlerin etkili olduğu gözlenmiştir. Çekirdek enflasyonda ve ticarete konu olmayan malların fiyatlarındaki sınırlı artışla, Brezilya Merkez Bankası'nın önümüzdeki aylarda kısa vadeli faiz oranlarında indirime gitmesi beklenmektedir. Enflasyonda aylık bazda görülen artışlarla birlikte Brezilya Merkez Bankası, yayımladığı Enflasyon Raporu'nda 2007 ve 2008 yıllarına ilişkin enflasyon beklentilerini sırasıyla %3.6'dan %4.5'e ve %4.5'den %5.6'ya yükseltmiştir. Brezilya Merkez Bankası raporda

ayrıca, parasal aktarıma ilişkin belirsizlikler nedeniyle ekonominin tam olarak faiz oranlarındaki gerilemeye, genişletici maliye politikası uygulamalarına ve güçlü yurtdışı talebe cevap vermediğini vurgulamıştır.

Brezilya'da büyüme ve enflasyon verileri beklentiler dahilinde gerçekleşirken, Mayıs ayı faiz dışı fazla rakamlarının beklentilerin bir hayli üzerinde gerçekleşmesi, Brezilya ekonomisi açısından Haziran ayındaki en dikkat çekici gelişmedir. 2007 yılı Mayıs ayında merkezi yönetim faiz dışı fazlası beklentilerin 0.6 milyar real üzerinde, 4.8 milyar real olarak gerçekleşmiştir.

Brezilya ekonomisi üzerinde bir miktar enflasyon baskısı olmasına karşın, gerek Brezilya Merkez Bankası'nın faiz indirimlerinin etkilerinin görülmemiş olması, gerekse genişletici maliye politikasının sonuçlarının alınmaması, faiz indirimi sürecinin devam etmesine neden olmaktadır. En son faiz toplantısında Brezilya Merkez Bankası, kısa vadeli faiz oranlarını beklentilere paralel olarak 50 baz puan düşürerek %12 olarak belirlemiştir. Faiz kararına ilişkin yayımlanan toplantı tutanaklarında, önümüzdeki dönemde de gevşemenin devam edeceğine ilişkin beklentileri artıran bir dil kullanılmıştır. Ancak, bir sonraki faiz indiriminin zamanlamasına ilişkin bir açıklama yer almamıştır. Brezilya para biriminin güçlü olmasının ve yatırım harcamalarındaki artış olası faiz indirimlerinin zamanlaması konusundaki belirsizlikleri artırmaktadır. Tutanaklarda ayrıca, para otoritesinin faiz kararı sürecinde, başta tüketim harcamaları olmak üzere, ekonomik aktiviteye ilişkin tüm verileri göz önünde bulundurduğu vurgulanmıştır. Sonuç olarak, Brezilya ekonomisine ilişkin veriler, yurtdışı talebin ılımlı bir oranda artmaya devam ettiğini, kredi koşullarının iyileştiğini, ancak genişletici maliye politikalarının etkilerinin tam olarak ortaya çıkmadığını göstermektedir. Buna ek olarak, yüksek seviyelere ulaşan kapasite kullanım oranları da ekonomik canlanmanın yaşandığını göstermektedir. Ekonomik aktivitedeki hızlanmanın enflasyon üzerinde henüz bir baskı yaratmaması da, önümüzdeki dönemde gerekçelendirilecek faiz indirimlerine ilişkin beklentileri doğrulamaktadır.

Rusya'da yatırım ve tüketim harcamaları canlanmaya işaret ediyor

Mayıs ayına ilişkin açıklanan veriler, Rusya'da yatırımlardaki hızlı artışın devam ettiğini göstermektedir. Sabit sermaye yatırımları, bir önceki yılın aynı ayına göre %23.1 ile beklentilerin çok üzerinde yükselmiştir. Söz konusu oran, 2007 yılı Ocak ayından sonraki en yüksek değere işaret etmektedir.

Rusya Temel Ekonomik Göstergeleri					
	2003	2004	2005	2006	2007 (En Son)
Büyüme (%)	7.3	7.2	6.4	6.8	7.9 (1.Çeyrek)
İşsizlik	8.6	8.2	7.6	7.1	6.9 (Mayıs 07)
Enflasyon (%)	13.7	10.9	12.7	9.0	8.5 (Haziran 07)
Cari Denge (Milyar \$)	35.4	59.9	83.3	95.6	22.5 (1.Çeyrek)

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

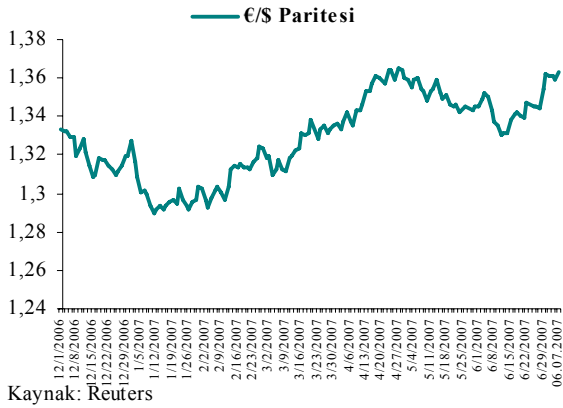
Yatırımlardaki artışa, tüketimdeki artışın da eşlik etmesi, büyüme performansında önemli katkı sağlamaktadır. 2007 yılında reel ücretlerde görülen artışların tüketim harcamalarının yıl boyunca devam edebileceğini göstermesi, büyüme tahminlerinin de yükseltilmesine neden olmuştur. Rusya'da 2007 yılı birinci çeyrek büyüme rakamları da, büyüme performansının yatırım ve hanehalkı tüketim harcamalarındaki artışla yükseldiğini göstermektedir. Mayıs ayında Rusya'da sanayi üretim endeksi artışının da yıllık bazda %6.7 ile beklentilerin üzerinde gelmesi, sanayi üretiminde Nisan ayında görülen düşüşün, sanayi sektöründeki ana eğilimleri yansıtmadığını göstermiştir.

Rusya'da yatırım ve tüketim harcamaları canlanmaya işaret etmektedir. Ancak, ekonomideki ısınma genel olarak göz ardı edilmektedir. Ekonomik aktivitede görülen hızlanma, hem enflasyon hem de reel ücretler üzerinde artış yönünde baskı yaratmaktadır. Rusya'da tüketici fiyatları, Haziran ayında bir önceki aya göre %1 artış gösterirken, yılın ilk yarısında tüketici fiyatları, geçen yılın aynı dönemine göre %5.7 yükselmiştir. Tüketici fiyatlarındaki artışın hızlanmasına ek olarak, üretici fiyatlarının da aylık bazda yükselmesi, canlanmanın enflasyon üzerinde yarattığı baskıyı kanıtlamaktadır. Buna ek olarak, üretici fiyatlarındaki artış, firmaların maliyetlerindeki artışı tüketicilere yansıtması sonucunda tüketici fiyatlarının da yükselmesine neden olacaktır. Haziran ayında tüketici fiyatlarının yüksek gelmesi, enflasyon oranının, Rusya Merkez Bankası'nın 2007 yılı için hedeflediği %6.5-%8 aralığında kalmasını zorlaştırmıştır.

Geçtiğimiz ay Duma Bütçe Komitesi Rusya'nın iç borç stokunun 100 milyar ruble artırılmasına yönelik bir öneri sunmuştur. Söz konusu artışın gerekçesi olarak ise, doğalgaz gelirlerinin tahminlerin altında gelmesi dolayısıyla, bütçe gelirlerindeki artışın beklentilerin altında kalması gösterilmiştir.

Rusya Merkez Bankası, refinansman oranını Ocak ayından sonra Haziran ayında da 50 baz puan düşürerek %10.5'ten %10'a çekmiştir. Söz konusu değişiklik, piyasalar üzerinde önemli bir etki yaratmamasına karşın, refinansman oranının, %4 olan interbank faiz oranının çok üzerinde olması, Rusya Merkez Bankası'nın uzun dönemde dezenflasyon sürecinin devam edeceğini beklediğini göstermektedir.

Dolar, euro karşısında, ay ortasında gerilemesine karşın, Haziran ayı boyunca genellikle çıkış trendi izlemiştir



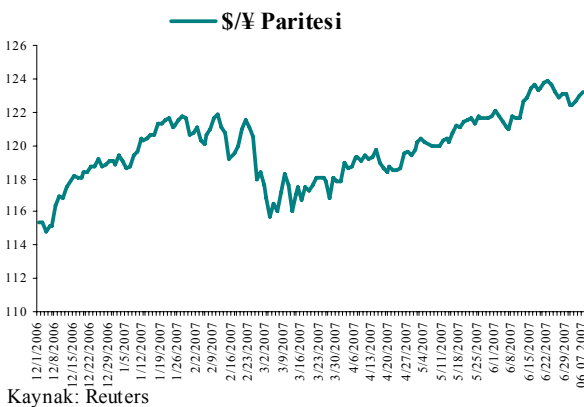
€/S paritesi, Haziran ayında geçtiğimiz aylara kıyasla, ABD verilerinden daha sınırlı ölçüde etkilenmiştir. Paritenin yön tayininde etkili olan Euro Bölgesi kaynaklı başlıca gelişme ise, ECB'nin faiz artırımına devam etmesi olmuştur. Haziran ayının ilk haftasında, ECB'nin faiz oranını beklendiği gibi %3.75'ten %4'e çıkarması sonrasında, ECB faiz oranının yıl sonuna kadar %4.50'ye kadar çıkarılabileceği tartışılmaya başlanmış ve bu durum, paritenin birkaç gün boyunca 1.3500 seviyesinin üzerinde kalmasına sebep olmuştur. Parite, Haziran ayının ikinci haftasından itibaren ise, ABD Hazine tahvillerine gelen satışların, dolar talebini artırması nedeniyle 1.3300 seviyesinin altına test etmiştir. ABD Hazinesi'nin uzun vadeli tahvillerinin getirilerinin, kısa vadeli tahvil getirilerinin altında seyretmesi sürecine de son veren bu gelişmenin ardında,

ABD'de ödememe riski ve dolayısıyla faizi daha yüksek olan ve subprime olarak adlandırılan mortgage kredilerine dayalı enstrümanlar dolayısıyla bazı hedge fonların zarara uğramaları ihtimalinin piyasaları tedirgin etmesi, yatmaktadır. Bu sebeple, zaman zaman yayınlanan önemli verilere ve Fed toplantısı sonrasında yapılan açıklamalara göre hareket etse de, parite, tahvil ve hisse senedi piyasaları gibi, Haziran ayının ikinci haftasından itibaren, ABD finans piyasalarında oluşabilecek hasarın yarattığı endişelere odaklanarak dalgalanmıştır.

Fed'in eyalet şubeleri tarafından yapılan araştırma sonuçlarına göre hazırlanan Beige Book Raporu'nda, enflasyonist baskıların ön planda olması, subprime mortgage piyasası ve hedge fonlarla ilgili endişelerin geri planda kalarak, doların değer kaybetmesine yol açmıştır. 1.3290'lardan 1.3320'lere çıkan parite, daha sonra Mayıs ayı TÜFE artışının beklentilerin altında kalmasının Fed'in faiz artırımına gideceği beklentisini düşürmesi nedeniyle, 1.3400'ün üstüne çıkmıştır. 1.3400-1.3460 aralığında yatay bir seyir izleyen parite, Fed'in en yakından izlediği enflasyon göstergesi olan çekirdek PCE'nin daha ılımlı bir görünüm arz etmesinin ardından, 1.3540'lara çıkmıştır.

Avustralya'nın faiz oranını %6.25'e, Yeni Zelanda'nın ise, %8'e çıkarmasının ardından, Euro Bölgesi ve İngiltere gibi gelişmiş ülkelerde de faiz oranlarının artırılmaya devam edileceği beklentisi, ABD'de faiz oranının artırılması beklentisinin azalmasıyla birleşince, doların değer kaybetmesi sonucu ortaya çıkmıştır. Enflasyonun ılımlı görünümünü koruması ve büyüme göstergelerinde zayıflama görüldüğü takdirde, doların değer kaybetmeye devam etmesi muhtemeldir.

Japon Yeni, carry tradelerde herhangi bir bozulma görülmediği için, dolar ve euro karşısında gerilemiştir

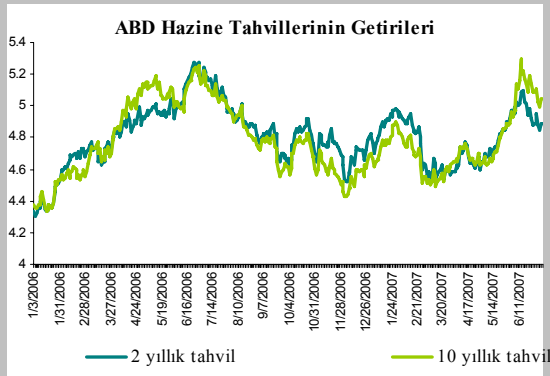
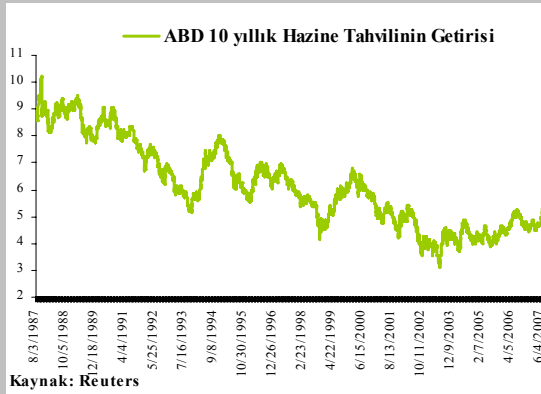


Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler içinde en düşük faiz oranına sahip olan Japon para birimi, düşük faizle borçlanıp, yüksek getirili enstrümanlara yatırım yapılmasına imkan vermesi açısından, uluslararası likiditenin dolaşımında önemli bir paya sahiptir. Carry trade olarak adlandırılan bu işlemler, borç alan yenin diğer para birimleriyle değiştirilmesi sonucunda yenin değer kaybetmesine neden olmaktadır. Haziran ayında, faiz oranlarının global olarak, gelişmiş ülkeler öncülüğünde yükselmeye devam edeceği beklentisi, carry tradelerin artmasına yol açmıştır. Bu durum yenin ay boyunca, hem euro hem de dolar karşısında değer kaybetmesine sebep olmuştur. Ay başında 161.80 seviyesine kadar inmiş olan €/¥ paritesi, ay sonunda 167.10 seviyesine kadar çıkmıştır. \$/¥ paritesi ise, Haziran'ın ikinci haftasında 120.90'lardan

başlayan yükseliş trendini sürdürerek, 123.90'lara kadar çıkmıştır. Doların yen karşısında değer kazandığı

anlamına gelen bu gelişme, ABD finans piyasasıyla ilgili kaygıların, carry tradeleri etkilemediğini göstermektedir. Ay sonunda ise, BoJ tarafından hazırlanan Tankan araştırmasının, iş dünyası güveninde değişme olmadığına işaret etmesi, yen açık pozisyonlarının kapatılmasına ve böylece \$/¥ paritesinin 122.50'lere gerilemesine yol açmıştır.

Analiz : ABD Hazinesi'nin uzun vadeli tahvillerinin getirileri neden yükseldi?



Genellikle sakin, rasyonel ve istikrarlı bir seyir izleyen ABD Hazine tahvilleri piyasasında, Haziran ayının ikinci haftasında yaşanan ani satışlar, tahvillere yönelik risk algılamasının değişip değişmediği sorusunu akla getirmiştir. Son yıllarda giderek artan cari işlemler açığı ve bütçe açığına rağmen, ABD'nin uzun vadeli Hazine tahvillerine olan talep artmakta iken, bu eğilimin değişmesinin nedeni, son haftalarda tartışma konusu olmuştur. Bu tartışmaları başlatan gelişme, ABD Merkez Bankası'nın (Fed) faiz indirimine gitmeyeceği beklentisinin giderek daha fazla ağırlık kazanması ve finans kuruluşlarının Fed faizlerine ilişkin yıl sonu beklentilerini yukarı yönde revize etmeleri olmuştur. 2006 Temmuz ayından beri %5'in altında bulunan 10 yıllık ABD Hazine tahvilinin getirisi, bir gün içinde %4.97'den %5.13'e çıkmış, bir haftalık süre içinde ise, %5.33 seviyesini görmüştür. Yandaki grafikte de görüldüğü gibi, genel trendi düşüş yönünde olan söz konusu tahvil getirileri, yukarı yönde bir ivme kazanmıştır. Ayrıca, daha önceki dönemlerde, getirileri, Fed eski Başkanı Greenspan'ın de belirttiği gibi, "açıklanamayan bir şekilde" kısa vadeli tahvil getirilerinin altında seyreden uzun vadeli tahvillere gelen satışların yoğunluk kazanması, bu eğilimin de ortadan kalkmasına yol açmıştır. ABD Hazinesi'nin 10 yıl vadeli tahviline olan talep azalırken, iki yıllık tahvillere, riskten kaçınmak amacıyla gelen alımlar

artmıştır.

Peki, dünyadaki neredeyse en risksiz varlıklar olarak nitelendirilen ve diğer ülkelerin merkez bankalarının döviz rezervlerini korumak amacıyla yoğun bir şekilde talep ettikleri uzun vadeli ABD Hazine tahvillerine gelen yoğun satışların nedeni nedir?

ABD ekonomisiyle ilgili gelişmeleri inceleyecek olursak, tahvillere ani bir şekilde yoğun satış gelmesinin nedenlerinden biri, gelecek dönem için enflasyon beklentisinin artması olabilir. Ancak, halen ABD'de enflasyonist baskılar varlığını korurken, enflasyonun ılımlı bir görünüm kazanması olasılığı yüksektir. Değişen yalnızca, Fed'in faiz indirimine gitmesi beklentisinin azalmasıdır. Öte yandan, büyümedeki canlanma belirtileri de tahvil satışları için anlamlı bir gerekçe olamaz. Zira, büyüme, vergi gelirlerinin artmasına imkan vererek, Hazine'nin tahvilleri geri ödemesini kolaylaştıracaktır. Dolayısıyla, Haziran ayında tahvil getirilerinin bu derece yükselmesinin ekonomik gerekçeleri bir hayli zayıftır. Ayrıca, başta Çin Merkez Bankası olmak üzere diğer ülkelerin merkez bankalarının rezerv kompozisyonlarında da herhangi bir değişim görülmemektedir.

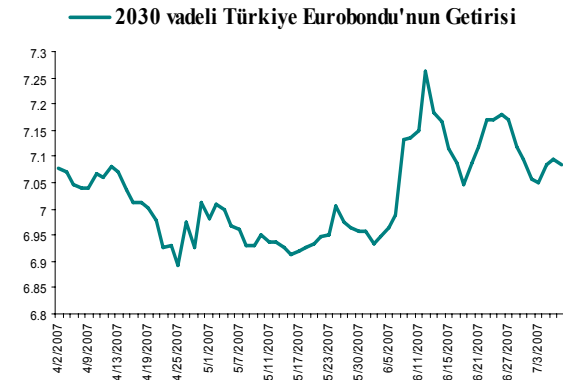
Bu durumda, yatırımcıların portföy tercihlerinin değişmesi, ani hareketin başlıca nedeni olarak ön plana çıkmaktadır. ABD'de bir hayli derin bir piyasa olan mortgage kredilerine dayalı pek çok enstrüman bulunmaktadır. Getirisi kadar riski de yüksek olan mortgage kredilerini veren kuruluşlar, faiz oranlarının düşmesi riskine karşılık, elde ettikleri fonları Hazine tahvillerine yatırmayı tercih etmektedir. Faizlerin yükselmesi olasılığına karşılık ise, portföylerindeki tahvilleri elden çıkarmaktadırlar.

Haziran ayında yaşanan hareketin başlıca nedeni ise, yüksek faizli ve ödememe riski yüksek olan subprime mortgage kredilerine dayalı enstrümanlara yoğun bir şekilde yatırım yapan bazı ABD'li hedge fonların, mortgage piyasasının giderek zayıflaması sonucunda bu enstrümanlar dolayısıyla uğradıkları zararların

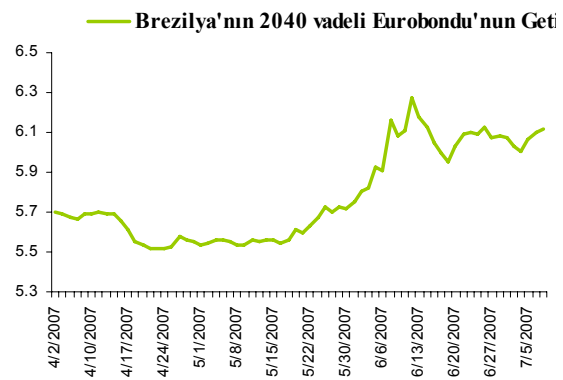
artmasıdır. Bu kuruluşlar, Fed faizlerinin düşeceği beklentisiyle riskten korunmak amacıyla aldıkları ve faiz indirimi beklentisinin zayıflamasıyla fiyatları düşen Hazine tahvilleri dolayısıyla ek bir zarara daha maruz kalmışlardır. Sonuç olarak, ABD Hazine tahvillerinin getirilerinin ani bir şekilde yükselmesine yol açan bu satışların arkasındaki neden, olası zararın azaltılması olarak ön plana çıkmaktadır.

Subprime mortgage kredileriyle ilgili endişelerin ABD finans piyasalarını bir süre daha tedirgin etmeye devam edeceği tahmin edilmektedir. Bu çerçevede, ABD tahvil piyasasında da hareketliliğin sürmesi olasıdır.

Gelişmekte olan ülke tahvilleri, ABD piyasalarıyla ilgili kaygılardan olumsuz etkilenmiştir



Kaynak: Reuters



Kaynak: Reuters

Türkiye'nin 2030 vadeli ve Brezilya'nın 2040 vadeli gösterge eurobondlarının yukarıdaki üç aylık getiri grafiklerinden de görüldüğü gibi, ABD uzun vadeli tahvillerine satış dalgası geldiği dönemlerde, Türkiye ve Brezilya tahvillerinden de çıkışlar yaşanmıştır. Risk primi daha yüksek olan Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde, satış baskısı daha yüksek olurken, ABD piyasalarından daha yüksek oranda etkilenen Brezilya tahvillerinde aşırı dalgalanmalar yaşanmamıştır. Gelişmekte olan ülke tahvillerinin getirilerinin Haziran ayında, önceki aylara göre daha ciddi oranda yükselmesinin diğer bir önemli nedeni ise, başta İngiltere ve Euro Bölgesi olmak üzere, gelişmiş ülkelerde faiz artırımlarına devam edilmesi ve bu durumun küresel bir faiz artırım sürecini başlatacağı beklentisidir. Bu durumda, gelişmiş ülkelerin riski düşük ve reel getirisi yüksek finansal varlıklarına yatırım yapmak, daha riskli olarak nitelendirilen gelişmekte olan ülke tahvillerine yatırım yapmaktan daha cazip hale gelmektedir.

Dünya borsalarında, Haziran ayı boyunca iniş çıkışlar yaşansa da, aylık bazda yükseliş eğilimi hakim olmuştur

	07.06.2007	06.07.2007 (%) Değ.	
AVRUPA			
Cac-40 (Fransa)	5,890	6,102	3.60
Dax (Almanya)	7,618	8,048	5.64
FTSE-100 (İngiltere)	6,505	6,690	2.84
IMKB 100	44,843	49,895	11.27
AMERİKA			
Nasdaq (ABD)	2,541	2,666	4.92
Dow Jones (ABD)	13,266	13,611	2.60
Bovespa (Brezilya)	52,049	56,443	8.44
Merval (Arjantin)	2,158	2,249	4.22
ASYA			
Nikkei (Japonya)	17,779	18,248	2.64
Shanghai Bileşik (Çin)	3,913	3,870	-1.10

Kaynak: Financial Times, Reuters

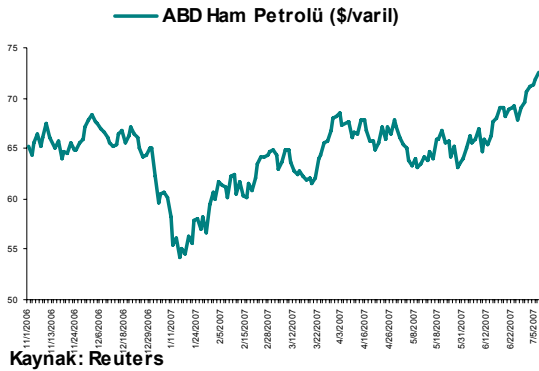
Haziran ayında, ABD borsalarını etkileyen en önemli gelişme, ABD subprime mortgage kredilerine dayalı enstrümanları portföyünde bulunduran bazı hedge fonların, bu enstrümanlar dolayısıyla zarara uğramaları ve batma tehlikesiyle karşılaşmaları olmuştur. Bu konuyla ilgili haberler, Haziran ayının ikinci haftasından itibaren Amerikan piyasalarında tedirginlik kaynağı olmuş, Avrupa, Latin Amerika ve Asya borsalarını da olumsuz etkilemiştir. Ancak, dünya borsalarında sürekli bir düşüş yaşanmamıştır. Ülke dinamikleri ve şirket haberleri borsalardaki düşüşleri sınırlamıştır. Söz konusu piyasa ile ilgili risklerin, ABD piyasalarında zincirleme bir çöküşe neden olup olmayacağı ve riskin boyutları, özellikle ABD gündeminin sığ olduğu günlerde yoğun bir şekilde tartışılmıştır. Ancak, bu tartışmalar ve kaygılar, finans sektörü dışındaki olumlu

gelişmeler ve petrol fiyatlarındaki yükselişin borsalardaki eğilimi belirlemesine engel olamamıştır.

7 Haziran – 6 Temmuz tarihleri arasında borsa performanslarına bakıldığında, Shanghai Bileşik Endeksi dışındaki belli başlı endekslerin yükseldiği görülmektedir. Çin borsasında yine hareketli bir ay yaşanmasına karşın, Çin hükümetinin borsada oluşturduğu ileri sürülen balonun yaratacağı tehlikeyi azaltmak için belirgin bir girişimde bulunmaması, günlük bazdaki dalgalanmalar dışında, uzun süreli bir hareketin yaşanmamasına yol açmıştır. Çin hükümetinin, 1 trilyon doları aşan döviz rezervlerinin yönetimini devretmek için kurmayı planladığı şirkete sermaye oluşturmak üzere 200 milyar dolar karşılığı yuan cinsinden tahvil ihraç etmesi, Temmuz ayının ilk haftasında, Çin borsalarında endişe kaynağı olmuştur. Bunun dışına, Çin borsalarının, bu ay dünya piyasalarının etkisi altında kalmadığı söylenebilir.

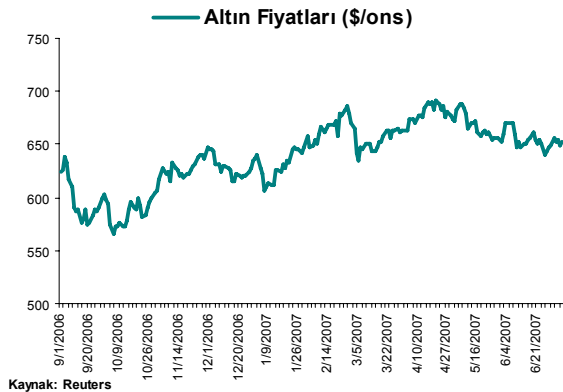
Endekslerdeki aylık bazda artışlara bakıldığında, IMKB 100 Endeksi'nin %11.27 ile en yüksek artışı gerçekleştirdiği dikkat çekmektedir. İkinci önemli yükseliş Brezilya borsasında yaşanmıştır. Genellikle ABD borsalarına paralel bir seyir izleyen, Brezilya borsasındaki yükselişte, Brezilya Merkez Bankası'nın faiz indirimine gitmesi beklentisinin de olumlu etkisi olmuştur. Bu ay, küresel faiz artırımı sürecinin canlanacağı beklentisinin artması da hisse senedi piyasalarını olumsuz etkileyen bir gelişme olmuştur. Bu etki, başta İngiltere olmak üzere, faiz artırımı sürecinin devam ettiği ülkelerde daha çok hissedilirken, olumlu büyüme beklentileri endekslerin yükselmesine yol açmıştır.

Petrol fiyatları 70 doların üstüne çıkarken, altın fiyatları daha çok yatay bir seyir izlemiştir



Haziran ayına 60 dolar civarından başlayan ABD ham petrolünün varil başına fiyatı, ay sonunda 70 doların üzerine çıkmıştır. Genellikle ABD'nin petrol stoklarının yaz mevsiminde artan benzin talebini karşılamaya yetmeyeceği endişesinin baskı yaptığı fiyatlar, Nijerya'da petrol işçilerinin ay ortasında yaptıkları grevin etkisiyle yükseliş trendi kazanmıştır. Bu ay, İran kaynaklı jeopolitik gerginlikler nispeten geri planda kalmıştır. ABD'de bazı rafinerilerin üretimi durdurması da, stoklarla ilgili endişeleri artırmıştır. Ay sonunda, İngiltere'de meydana gelen bombalama girişimlerinin, ABD ve İngiltere'nin terör olaylarına maruz kalacağı endişesine yol açması, ABD ham petrolünün fiyatının 70 dolar/varil seviyesini kırmaya sebep olmuştur. Özellikle ABD'de bağımsızlık

günü olarak kutlanan 4 Temmuz'un olaysız geçmesi, fiyat baskısını bir miktar azaltmıştır, ancak dünya petrol üretiminde sekizinci sırada bulunan Nijerya'daki terör olaylarının ve rafinerilere yapılan saldırıların tekrar artması fiyatların artış trendini korumasına yol açmıştır. Ayrıca, OPEC'in petrol arzını artırma konusunda bir girişimde bulunmaması da fiyat düşüşlerine engel olmaktadır.



Ay başında 670 dolar/ons seviyesinde bulunan altın fiyatları, ay ortasına doğru, dolardaki değer artışının getirdiği satışlar nedeniyle 645 dolar/ons'a kadar gerilemiştir. Daha sonra, ABD subprime mortgage piyasasıyla ilgili endişelerin getirdiği ihtiyat alımları fiyatların 660 dolar/ons'a çıkmasını sağlamıştır. Haziran ayının son haftasında, ABD Hazine tahvillerine gelen alımlar, altın fiyatlarının 640 dolar/ons'a inmesine neden olsa da, ay sonunda İngiltere'de meydana gelen bombalı saldırı girişimlerinin güvenlik endişesini artırması altın talebini artırarak, fiyatların 650 dolar/ons'un üstüne çıkmasına yol açmıştır.

MAKROEKONOMİK GÖSTERGELER					2007
	2005	2006	En Son Yayımlanan		HEDEF
Reel Ekonomi					
GSYİH (Cari Fiyatlarla, Milyon YTL)	487,202	576,322	129,906	(2007 I. Çeyrek)	
GSYİH (Cari Fiyatlarla, Milyar \$)	361.5	400.0	92	(2007 I. Çeyrek)	
GSYİH Büyüme Oranı (%)	7.4	6.1	6.8	(2007 I. Çeyrek)	
GSMH (Cari Fiyatlarla, Milyon YTL)	486,401	575,784	129,642	(2007 I. Çeyrek)	631.393
GSMH (Cari Fiyatlarla, Milyar \$)	360.9	399.7	91.8	(2007 I. Çeyrek)	
GSMH Büyüme Oranı (%)	7.6	6.0	6.7	(2007 I. Çeyrek)	5.0
Sanayi Üretim Endeksi Yıllık Değ. Oranı (%)	5.3	5.8	5.2	(Mayıs-2007)	
Kapasite Kullanım Oranı (%)	80.3	81.0	83.4	(Mayıs-2007)	
İşsizlik Oranı (%)	10.3	9.9	10.4	(Mart-2007)	
Fiyat Gelişmeleri					
TÜFE (Yıllık % Değişim)	7.72	9.65	8.60	(Haziran 2007)	4.0
ÜFE (Yıllık % Değişim)	2.66	11.58	2.89	(Haziran 2007)	
Parasal Göstergeler (Milyon YTL)					
M1	41,759	72,163	72,004	(22.06.2007)	
M2	153,146	297,481	319,471	(22.06.2007)	
M3	229,587	319,836	345,369	(22.06.2007)	
Emisyon	19,612	26,815	23,381	(22.06.2007)	
TCMB Brüt Döviz Rezervleri (Milyon \$)					
	48,320	60,845	68,252	(29.07.2007)	
Döviz Kuru					
Dolar/YTL	1.3483	1.4124	1.2971	(06.07.2007)	
Euro/YTL	1.5952	1.8604	1.7633	(06.07.2007)	
Kur Sepeti (1\$+0.77Euro)	2.5766	2.8574	2.6548	(06.07.2007)	
Euro/Dolar	1.1831	1.3172	1.3594	(06.07.2007)	
Dolar/Yen	117.49	118.94	123.23	(06.07.2007)	
TÜFE Bazlı Reel Kur Endeksi	171.20	160.20	176.00	(Haziran 2006)	
Faiz Oranları					
TCMB O/N (Borç Alma)	13,50	17,50	17,50	(06.07.2007)	
TRILIBOR O/N	15,08	17,98	17,50	(06.07.2007)	
Ödemeler Dengesi (Milyon \$)					
Cari İşlemler Açığı	-22,852	-31,316	-3,130	(Nisan)	-30.400
İthalat	116,048	137,032	62,555	(Ocak- Mayıs)	149.700
İhracat	73,122	83,142	40,483	(Ocak- Mayıs)	95.000
Dış Ticaret Açığı	-42,926	-51,891	-22,072	(Ocak- Mayıs)	-54.700
Kamu Ekonomisi (Milyon YTL)					
Bütçe Gelirleri	134,819	171,309	83,493	(Ocak- Mayıs)	188.159
Bütçe Giderleri	144,562	175,304	80,149	(Ocak- Mayıs)	204.902
Bütçe Dengesi	-9,743	-3,995	-3,344	(Ocak- Mayıs)	-16.743
Faiz Dışı Fazla	35,936	41,951	20,321	(Ocak- Mayıs)	36.203
Borç Stoku Göstergeleri					
Merkezi Yön. İç Borç Stoku (Milyar YTL)	244.8	251.5	259.0	(Mayıs – 2007)	
Merkezi Yön. Dış Borç Stoku (Milyar YTL)	86.8	93.6	89.1	(Mayıs – 2007)	
Kamu Net Borç Stoku	269.1	257.8	262.6	(2007 I. Çeyrek)	
İMKB					
İMKB-100	39,777	39,118	49,895	(06.07.2007)	

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

* Kaynak: TBB-Diğerleri BDDK

ULUSLARARASI EKONOMİK GÖSTERGELER				
	2005	2006	En Son Yayımlanan	
Uluslararası Piyasalar				
Altın (ons) \$	513.70	609	649.30	(05.07.2007)
Petrol (Varil) \$	58.70	55.61	71.77	(05.07.2007)
Borsa Endeksleri				
NASDAQ (ABD)	2.232	2.438	2.656	(05.07.2007)
DOW JONES (ABD)	10.888	12.423	13.565	(05.07.2007)
NİKKEİ (JAPONYA)	14.872	17.091	18.140	(05.07.2007)
DAX (ALMANYA)	5.193	6.652	7.986	(05.07.2007)
BOVESPA (BREZİLYA)	31.916	42.829	55.932	(05.07.2007)
MERVAL (ARJANTİN)	1.554	2.070	2.247	(05.07.2007)
ABD 10 Yıllık Hazine Tahvili Getirisi (%)	4.390	4.658	5.1356	(05.07.2007)
Türkiye 2030 Vadeli Eurobond Getirisi (%)	7.130	7.201	7.081	(05.07.2007)

Ekonomik Araştırmalar Müdürlüğü

PİYASALAR GRUBU

Rukiye Alçıkaya	Müdür Yardımcısı	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 Türkarıslan	Uzman Yardımcısı	bilge.ozalp@vakifbank.com.tr	0312 –455 84 88
Zeynep Burcu Bulut	Uzman Yardımcısı	ZeynepBurcu.BULUT@vakifbank.com.tr	0312 –455 84 93

SEKTÖR GRUBU

Hülya Yılmaz	Müdür Yardımcısı	hulya.yilmaz@vakifbank.com.tr	0312 –455 84 84
Şahin Şakir Önder	Uzman Yardımcısı	sahinsakir.onder@vakifbank.com.tr	0312 –455 84 85
Pelin Sencer Kaptan	Yetkili Yardımcısı	halidepelin.kaptan@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.