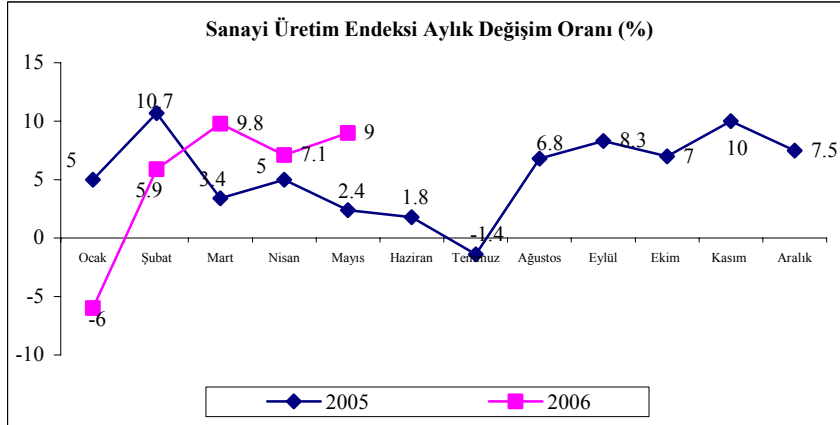


EKONOMİK GÖRÜNÜM

AĞUSTOS 2006

REEL SEKTÖR

► Mayıs Ayı Sanayi Üretim Endeksi



Aylık Sanayi Üretim Endeksi, 2006 yılı Mayıs ayında bir önceki yılın aynı ayına göre %9 artarak 144,6'ya; imalat sanayi üretim endeksi ise %9,1 artarak 145,8'e yükselmiştir. Mevsimsel etkilerden arındırılarak¹ yapılan değerlendirmede, bir yıllık dönemde sanayi üretim endeksinin %8,4, imalat sanayi üretim endeksinin ise %9 arttığı görülmektedir.

İKTİSADİ FAALİYET KOLLARI	MAYIS				OCAK-MAYIS			
	Endeks	Değişim	Endeks	Değişim	Endeks	Değişim	Endeks	Değişim
	2006		2005		2006		2005	
Toplam Sanayi	144,6	9,0	132,7	2,4	131,2	5,4	124,4	5,1
Madencilik Sektörü	96,2	8,3	88,8	18,0	87,2	6,0	82,3	23,6
İmalat Sanayi Sektörü	145,8	9,1	133,6	1,4	130,7	5,1	124,3	4,3
Elektrik, Gaz ve Su Sektörü	161,2	7,7	149,7	7,7	162,3	7,8	150,6	6,6

KAYNAK : TÜİK

Endekste %86,92 ile en fazla ağırlığı olan imalat sanayi sektöründe %9,1; endekste ağırlığı %4,89 olan madencilik sektöründe %8,3; endekste ağırlığı %8,19 olan elektrik, gaz ve su sektöründe ise %7,7 oranında üretim artışı olmuştur.

2006 yılına %6 oranında gerileyerek başlayan sanayi üretim endeksi izleyen aylarda güçlü üretim artışları kaydetmiş, Mayıs ayında geçen yılın aynı döneminde düşük gerçekleşen artış oranının baz etkisiyle de bir yıllık dönemde üretim değerini %9 oranında artırarak 144,6'ya ulaştırmıştır. 1997'de 100 olan endeksin bu seviyesi 1997'den bu yana ulaştığı en yüksek noktadır.

¹ Tramo/Seats yöntemi kullanılmıştır.

Sektörler	İmalat Sanayi Endeksi Sektör Ağırlığı (%)	Yıllık Değişim Oranı (%)			
		Mayıs Ayı		Beş Aylık Ortalama	
		2006	2005	2006	2005
Kok Kömürü, Rafine Edilmiş Petrol Ürün.	14.48	2.1	-8.7	-4	-5.7
Tekstil	10.88	-2.4	-7.5	-6.8	-12.5
Gıda	10.64	9.9	3.5	7.6	1
Kimyasal Madde	10.34	9.1	12.3	13.9	7.5
Ana Metal Sanayi	8.9	15	5.1	6.4	5.9
Metalik Olmayan Diğer Mineral	6.85	13.8	7.7	11.9	13.8
Taşıt Araçları	6.27	9.9	4.2	9.2	12.9
Makine Teçhizat	5.76	33.1	-9.8	20.7	0.7
Giyim	5.42	11.6	-21.9	-6.3	-9.6
Plastik-Kauçuk	3.41	-19.6	18.1	-9.4	18.6
Metal Eşya San. Mak Teç.Hariç	3.39	-8.7	43.3	3.4	34.9
Elektrikli Makineler	3.22	44.1	1.3	11.1	25.6
Mobilya	1.3	63.6	27.6	22.2	27.2
Diğer Ulaşım Araçları	1.07	46.6	-18.6	48	-4.2
Büro, Muhasebe, Bilgi İşlem Makineleri	0.05	258.4	-19.3	138	0.5

KAYNAK : TÜİK

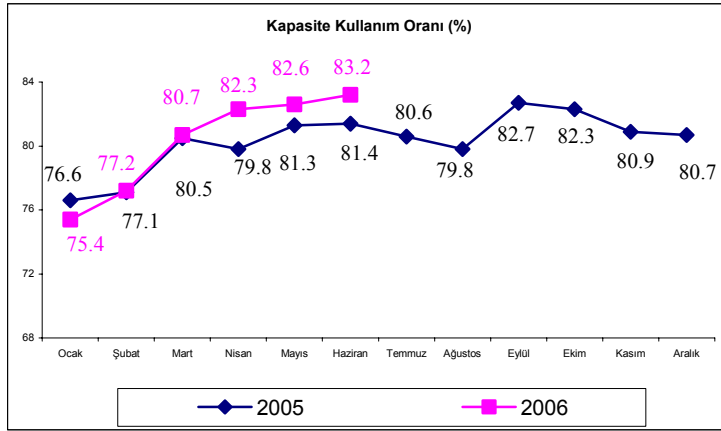
araçlarındaki %46,6'lık; elektrikli makine ve cihazlardaki %44,1'lik, ağaç ve mantar ürünlerindeki %28,7'lik; derideki %25,4'lük üretim atışları da endeksteki yükselişe katkı sağlamıştır. Endeksteki artışın bu denli yüksek gerçekleşmesinde geçen yıl Mayıs ayında düşük gerçekleşen üretim artışının yarattığı baz etkisinin de rolü olmuştur.

Sektörler itibariyle üretim gelişmeleri incelendiğinde inşaat sektöründeki canlılığın devam ettiği, yatırım ve tüketim harcamalarındaki güçlü eğilimin korunduğu görülmektedir. Mayıs ayı başlarından itibaren yaşanan dalgalanmaların sektör ve firma bazında henüz hissedilmediği, kur ve faizlerdeki artışların maliyetler yoluyla üretime yansımalarının daha sonraki aylarda ortaya çıkacağı beklenmektedir.

2005 yılının ilk beş aylık döneminde %5,1 olan toplam sanayi üretimi endeksi artışı 2006 yılının aynı döneminde %5,4 olarak gerçekleşmiştir. İmalat sanayi üretimindeki artış 2005 yılının ilk beş aylık dönemine %4,3 iken, 2006 yılının aynı döneminde %5,1 olarak gerçekleşmiştir. Haziran ayında kapasite kullanım oranının yüksek bir düzeyde olması ve geçen yıl aynı ayda sanayi üretim endeksindeki artışın %1,8 gibi düşük bir düzeyde olmasının yarattığı baz etkisiyle ve TİM'in açıkladığı rekor seviyede ihracat rakamı bu yıl Haziran ayında sanayi üretim endeksindeki artışın yüksek bir oranda olacağına işaret etmektedir. Haziran ayındaki yüksek artış oranıyla birlikte yılın ikinci üç aylık döneminde sanayi üretim endeksinin yüksek bir oranda artması beklenmektedir. Sanayi üretim endeksinin ikinci çeyrekteki artışı, GSYİH büyümesine de yüksek katkı sağlayacaktır.

Mayıs ayında imalat sanayi içerisinde değerlendirilen 22 alt sektörden tekstil (-%2,4), plastik-kauçuk (-%19,6), metal eşya sanayi (-%8,7) ve radyo, TV, haberleşme teçhizatı ve cihazları (-%16,9) olmak üzere dört sektörde üretim gerilemesi yaşanırken, 18 alt sektörde üretim artmıştır. Endeksteki yükselişe, gıda, kimyasal madde, giyim, ana metal sanayi, metalik olmayan diğer mineral maddeler, makine-teçhizat ve motorlu kara taşıtları gibi endekste yüksek ağırlığa sahip olan sektörlerdeki yüksek üretim artışları önemli katkıda bulunmuştur. Endeksteki ağırlıkları fazla olmasa da büro muhasebe ve bilgi işlem makinelerinde gerçekleşen %258,4'lük; mobilyadaki %63,6'lık; diğer ulaşım

► Haziran Ayı Kapasite Kullanım Oranları



2005 yılı Haziran ayında %81,4 olarak gerçekleşen üretim değeri ağırlıklı kapasite kullanım oranı Haziran 2006 döneminde kamu sektöründe %90,3; özel sektörde %82 olmak üzere toplam %83,2 olarak gerçekleşmiştir. Kapasite kullanım oranının bu seviyesi 2005 yılından beri gerçekleşen en yüksek seviyedir. Mevsimsel etkilerden arındırıldığında² 2005 yıl Haziran ayında %80,2 olan kapasite kullanım oranının bu yıl aynı dönemde %2,2'lik artışla %81,9'a yükseldiği görülmektedir.

Seçilmiş Bazı Sektörlerde Kapasite Kullanım Oranları (%)

	Ocak 2006	Şubat 2006	Mart 2006	Nisan 2006	Mayıs 2006	Haziran 2006	2005 Ocak-Haziran	2006 Ocak-Haziran
İmalat Sanayii	75.4	77.2	80.7	82.3	82.7	83.2	76.8	80.3
Gıda	67.2	67.6	69.2	69.6	70.5	72.7	68.9	69.5
Tekstil	79.4	80.0	81.5	80.4	80.5	80.5	81.5	80.4
Giyim	82.7	81.1	82.5	83.1	80.3	80.2	81.9	91.7
Kok Köm.Raf.Edil.Petrol Ürün.	81.6	83.0	82.8	93.4	93.8	94.4	88.3	88.2
Kimyasal Madde	73.8	76.7	80.8	79.8	81.0	78.3	73.2	78.4
Plastik Kauçuk	76.4	79.3	80.4	81.7	80.4	82.2	80.9	80.1
Metalik Olm.Diğ.Mineral Mad.	74.0	73.5	80.3	85.5	87.3	88.9	80.2	81.6
Ana Metal	79.0	78.6	83.5	84.3	84.9	84.4	83.0	82.5
Metal Eşya(Mak.Teç.Hariç)	75.5	74.6	76.8	77.3	76.7	75.6	78.5	76.1
B.Y.S. Makine ve Teçhizat	71.9	71.8	75.5	81.7	82.8	82.4	72.6	77.7
Büro Muh.ve Bil.İşl.Mak.	83.4	79.6	85.5	87.4	85.6	84.9	84.4	84.4
Elektrikli Makine Cihazlar	77.2	77.0	79.4	79.2	79.8	80.1	77.9	78.8
Taşıt Araçları ve Karoseri	74.4	80.3	89.2	88.7	90.2	91.7	83.6	85.8
Diğer Ulaşım Araçları	74.1	80.7	78.7	78.7	82.8	83.1	80.4	79.7
Mobilya	84.4	82.1	83.5	84.3	84.6	85.6	84.8	84.1

KAYNAK : TÜİK

maddeler, ana metal sanayi, makine-teçhizat, elektrikli makine ve cihaz, radyo, TV, haberleşme araçları, tıbbi, optik, hassas aletler, taşıt araçları, diğer ulaşım araçları ve mobilya sektörlerinin kapasite kullanım oranları yükselmiştir. 2006 Haziran ayında onaltı sektörde kapasite kullanım oranları %80'in üzerinde iken, altı sektörde %80'in altına düşmüştür. Hem %80'in üzerinde kapasiteyle çalışan sektör sayısındaki artış, hem de kapasite kullanım oranlarının %80'in çok üzerinde olması, kok kömürü ve rafine edilmiş petrol ürünleri ile taşıt araçları ve karoseri sektörlerinde kapasite kullanım oranlarının %90'ın üzerine çıkması dikkat çekici bir gelişmedir.

² Tramo/Seats yöntemi kullanılmıştır.

Tam Kapasite Çalışmama Nedenleri (%)		
	Haziran Ayı	
	2006	2005
İç Pazarda Talep Yetersizliği	46.4	51.6
Dış Pazarda Talep Yetersizliği	18.6	18.4
Mali İmkansızlık	4,0	3,3
Yerli Mallarda Hammadde Yetersizliği	4,2	3,8
İthal Mallarda Hammadde Yetersizliği	3,0	2,4
İşçilerle İlgili Meseleler	1,7	1,4
Enerji Yetersizliği	1,4	0,7
Diğer Nedenler	20,7	18,3

KAYNAK: TÜİK

Aylık İmalat Sanayi Eğilim Anketi sonuçlarına göre Haziran ayında tam kapasite ile çalışmama nedenleri arasında iç pazarda talep yetersizliği ilk sırada yer alırken, enerji yetersizliği ve diğer nedenlerin de geçen yılın aynı aya göre etkilerini artırdığı dikkat çekmektedir.

İşyerlerinin Mevcut ve Beklenen Durumu (Haziran 2006)		
Konu	Mevcut Durum (%)	Beklenen Durum (%)
Üretim Miktarı	1,5	-0,6
Yurtiçi Satışlar	3,5	0,2
Satış Fiyatları	2,8	1,1
Hammadde Fiyatları	2,9	1,0

KAYNAK: TÜİK

Mayıs ayında piyasalarda yaşanan dalgalanmanın etkisiyle beklentilerde bir bozulma olduğu dikkat çekmektedir. “İmalat Sanayiinde Eğilimler Anketi”ne katılan işyerleri 2006 yılı Haziran ayında, üretim miktarının, yurt içi satışların, satış fiyatlarının ve hammadde fiyatlarının Temmuz ayında Haziran ayına göre önemli oranda azalmasını belediklerini belirtmişlerdir.

► İşgücü Piyasasındaki Gelişmeler

Kurumsal Olmayan Sivil Nüfusun İşgücü Durumu					
	2004 Yıllık	2005 Yıllık	2005 Nisan	2006 Nisan	2005 Nisan-2006 Nisan Değişim Oranı (%)
Kurumsal Olmayan Sivil Nüfus (000)	70,556	71,611	71,382	72,406	1.4
15 ve Daha Yukarı Yaştaki Nüfus (000)	49,906	50,826	50,585	51,542	1.9
İşgücü (000)	24,289	24,565	24,432	24,608	0.7
İstihdam (000)	21,791	22,046	21,993	22,172	0.8
İşsiz (000)	2,498	2,520	2,439	2,436	-0.1
İşgücüne Katılma Oranı(%)	48.7	48.3	48.3	47.7	-1.2
İstihdam Oranı (%)	43.7	43.4	43.5	43.0	-1.1
İşsizlik Oranı(%)	10.3	10.3	10.0	9.9	-1.0
Eksik İstihdam Oranı(%)	4.1	3.3	3.3	3.9	18.2
İşgücüne Dahil Olmayanlar (000)	25,616	26,260	26,153	26,935	3.0

KAYNAK : TÜİK

üzerindeki kişisel nüfus 51,5 milyon iken, bu nüfusun ancak %43’ü istihdam edilmektedir. İşgücüne katılma oranı tarım sektöründeki istihdam daralması nedeniyle bir önceki yıla göre 0,6 puan azalarak %47,7’ye gerilemiştir. Bu dönemde tarım sektöründe çalışanların sayısı 747 bin kişi azalmış, tarım dışı sektörlerde çalışan sayısı ise 926 bin kişi artmıştır. Tarım dışı sektörlerde işsizlik oranı geçen yılın aynı dönemine göre 0,9 puan azalarak %12,5’e gerilemiştir.

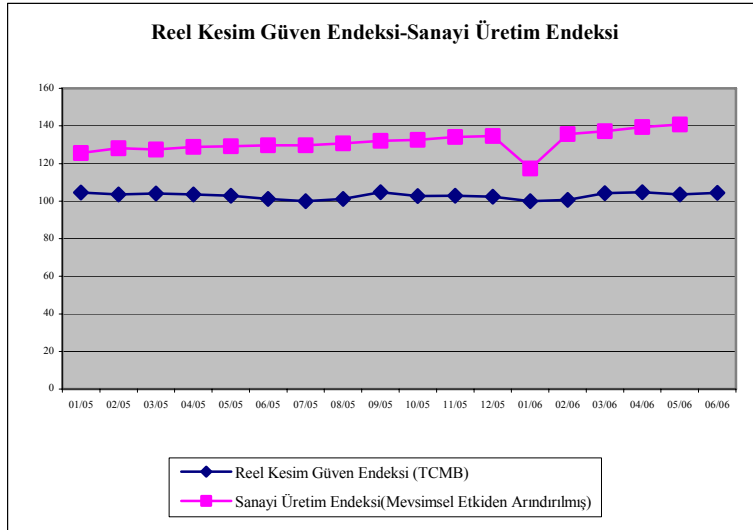
Çalışan nüfusun %27,3’ü tarım; %19,3’ü sanayi; %5,5’i inşaat ve %47,9’u hizmetler sektöründe istihdam edilmektedir. Bir önceki yıla göre tarım sektörü istihdamının toplam istihdamdaki payı 3,7 puan azalırken; hizmetler sektörü istihdamının toplam istihdamdaki payı 3 puan artmıştır.

Tarım sektöründeki daralmayla birlikte büyük ölçüde tarım sektöründeki kayıtdışılığın azalmasıyla, kayıtdışı istihdam oranı bir önceki yılın aynı dönemine göre 2,6 puanlık azalışla %48,1 olmuştur.

► Üretimle İlgili Gelişmeler

Yılın ilk çeyreğinde GSYİH büyüme oranının %6,4 gibi yüksek bir seviyede gerçekleşmesi, büyüme sürecinin devam ettiğine yönelik önemli bir göstergedir. Söz konusu dönemde sanayi sektöründeki büyüme oranı GSYİH büyümesinin ve geçen yılın aynı döneminde gerçekleşen %6,6'lık büyümenin gerisinde kalsa da %4,5 düzeyinde bir büyüme kaydetmiştir. Sanayi sektörünün performansında Ocak ayında gerçekleşen %6'lık üretim gerilemesinin etkisi olmuştur. Yılın ikinci çeyreklik dönemine ilişkin açıklanan sanayi üretim endeksi verileri, sanayideki üretim artışının yüksek oranlarda sürdüğünü göstermektedir. Nisan ayında %7,1 oranında artan sanayi üretim endeksi Mayıs ayında %9 oranında artmıştır. Kapasite kullanım oranları yüksek düzeydedir. Nisan ve Mayıs aylarında %82'nin üzerinde olan kapasite kullanım oranı Haziran ayında %83,2 olarak gerçekleşmiştir. Haziran ayında gerçekleşen bu yüksek oran 2004 yılı Aralık ayından bu yana gerçekleşen en yüksek kapasite kullanım oranıdır. Sanayi üretim endeksi içerisinde tüm sanayi dallarına yatırım mali üreten makine-teçhizat sektöründeki yüksek üretim artışları, yatırımlardaki artış ivmesinin 2006 yılında da devam ettiğini göstermektedir. Makine-teçhizat üretimindeki artış Nisan 2006'da %29,4 iken Mayıs ayında %33,1 olarak gerçekleşmiş; yılın ilk beş aylık dönemdeki üretim artışı ise %20,7 olmuştur. Sektörde Haziran ayındaki kapasite kullanım oranı %82,4 gibi yüksek bir seviyede gerçekleşmiştir.

YTL'deki değer kaybının da etkisiyle net dış talepteki güçlü seyir üretim artışını desteklemektedir. TİM (Türkiye İhracatçılar Meclisi) verilerine göre ihracat Haziran ayında %28,1 oranında artarken Temmuz ayında %22,4 oranında artmıştır.

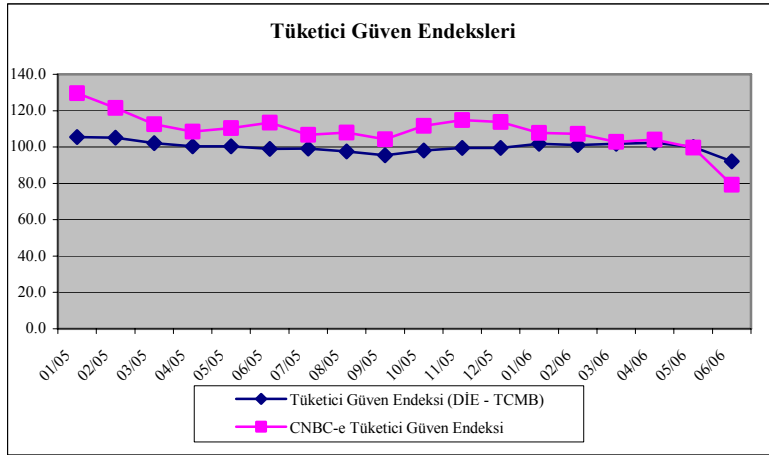


Bu veriler paralelinde Mayıs ayında piyasalarda yaşanan dalgalanmaların reel sektör üzerindeki etkisinin üretim yönünde ortaya çıkmadığı görülmektedir. Reel kesimde beklentilerde de henüz bir bozulma olmadığı dikkat çekmektedir. 2005 yılı Haziran ayında 101,1 olan reel kesim güven endeksi Haziran 2006 döneminde 104,4 olmuştur. Hammadde stok ve toplam sipariş eğilimleri ile ihracat imkanları beklentisi olumlu yönde etkileyen başlıca kalemler olurken, mamul mal stok miktarı, ve iç pazara satılan mal hacmi eğilimleri ile toplam istihdam beklentisindeki artışlar sınırlı olmuştur. Genel gidişat konusundaki

görüşler ise endeksi belirgin şekilde azaltmıştır.

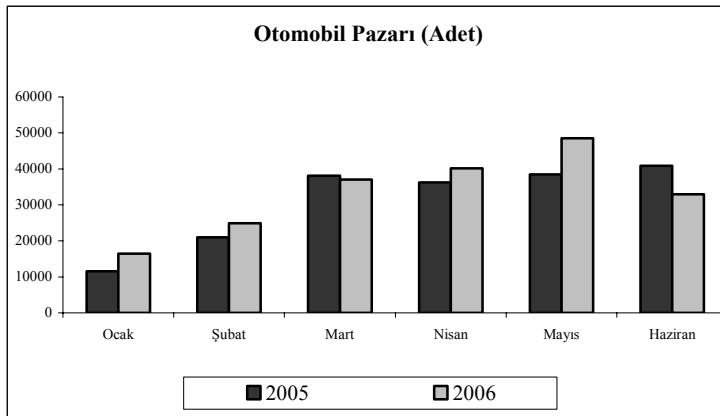
Kur ve faizlerde yaşanan artışların maliyet yolu ile üretime yansımalarının yılın ikinci yarısında gerçekleşeceği tahmin edilmektedir.

► Taleple İlgili Gelişmeler



farklılıklar gösterse de nihai tüketim harcamaları görece yüksek büyüme oranlarıyla o tarihten bu yana büyümeye yüksek katkı sağlamıştır. Beklentilerdeki iyileşme ve bankaların cazip kredi koşulları harcama büyümesini destekleyen en önemli faktörler olmuştur.

Mayıs ayında piyasalarda yaşanan dalgalanma ve oluşan belirsizlik ortamının reel sektörün aksine, tüketici güveninde bozulmaya yol açtığı gözlenmektedir. Gerek TCMB ve TÜİK ortak çalışmasıyla oluşturulan Tüketici Güven Endeksi gerekse CNBC-e tarafından oluşturulan tüketici güven endeksi Mayıs ayından itibaren gerilemeye başlamıştır. TCMB ve TÜİK Tüketici güven endeksi Nisan ayında 102,3 iken Mayıs ayında 100,1'e, Haziran ayında ise 92,2'ye gerilemiştir. CNBC-e tüketici güven endeksi Nisan'da 104,1 iken, Mayıs'ta 99,6'ya, Haziran'da ise 79,3'e gerilemiştir. Güven endekslerinde düşüş, tüketicilerin mevcut ve gelecek dönem satın alma güçlerine, gelecek dönem genel ekonomik duruma ve iş bulma olanakları ile mevcut dönemin dayanıklı tüketim malı satın almak için uygunluğuna dair değerlendirmelerinin kötüleşmesinden kaynaklanmıştır. Endekslerdeki sözkonusu gerilemeler 2002 yılı erken seçim kararı öncesi ve Şubat 2003 Irak savaşı öncesi olan düşüşlerle birlikte en sert üç gerilemeden birisi olmuştur.



Kaynak : Otomotiv Sanayicileri Derneği

Haziran ayında tüketici beklentilerindeki kötüleşmeyle birlikte otomobil satışları gerilemiştir. Mayıs ayında geçen yılın aynı ayına göre %26,1 oranında artan otomobil satışları Haziran ayında geçen yılın aynı dönemine göre %19,4 oranında; otomobil ithalatı %24 oranında gerilemiştir. Mayıs ayındaki yükselişte, fiyatların ve bankaların otomobil kredilerine uyguladıkları faiz oranının yükseleceğine yönelik beklentilerle satın alma sürecinin öne çekilmesi etkili olmuştur.

İç talepteki gelişmeleri değerlendirirken önemli bir gösterge olan beyaz eşya sektöründe yılın ilk altı ayı itibariyle canlılığın sürdüğü görülmektedir. Geçen yılın aynı dönemine göre sektörün yurt içi satışları %6 oranında artarken, ithalat %74,3 oranında artmıştır. Sektörde mevsimsel etkilerden dolayı üretim ve iç satışlarda yaz aylarında belirgin bir gerileme yaşanmayacağı; ancak, tüketici beklentilerindeki bozulma, artan maliyetler ve kredi faiz oranları, konut sektöründe yaşanması beklenen daralma nedeniyle sonbahar aylarından itibaren bir gerileme yaşanacağını söylemek mümkündür.

Tüketicilerin yabancı mallara olan talebi Mayıs ayı itibariyle yükseliş trendini sürdürmektedir. Ancak önümüzdeki aylarda, gelirlerinde önemli bir değişiklik olmayan çalışanların YTL'deki değer kaybı nedeniyle fiyatları nispi olarak artan ithal mallara olan talebinin gerilemesi beklenmektedir.

Mayıs 2006 dönemi itibariyle tüketimin finansmanında önemli bir kaynak olan tüketici kredilerindeki eğilim incelendiğinde, kredi faiz oranlarının yükselmesi ve tüketici beklentilerindeki bozulma nedeniyle artış hızının düştüğü görülmektedir. TCMB verilerinden yapılan hesaplama göre 6 Mayıs-22 Temmuz 2005 tarihleri arasında tüketici kredilerindeki artış hızı %19,5 iken bu yılın aynı döneminde tüketici kredilerindeki artış 7,1 puanlık azalışla %12,6 olarak gerçekleşmiştir.

Son açıklanan veriler ışığında, Mayıs ayının başından itibaren piyasalarda yaşanan dalgalanmanın reel sektör üzerinde henüz gözle görülür bir etki yapmadığı görülmektedir. Hatta, geçen yılın aynı dönemlerinde nispeten düşük üretim artışları nedeniyle sanayiide bu yıl oldukça yüksek üretim artışları kaydedilmiştir. Ancak, tüketici beklentilerindeki önemli gerileme, tüketicilerin önümüzdeki dönemde tüketim harcamalarını gözden geçirecekleri ve bu harcamaları kısma yönünde davranacakları yönünde önemli bir ipucudur.

VakıfBank Ekonomik Araştırmalar Birimi olarak 2006 yılı büyüme oranı tahminimiz %5,2'dir.

PARA POLİTİKASI ANALİZİ

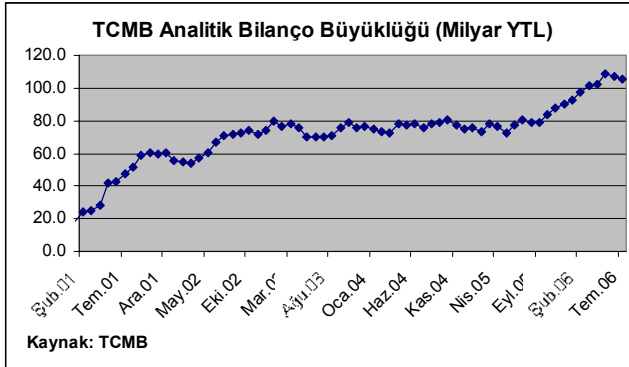
► TCMB Bilanço Analizi

TCMB Analitik Bilanço Analizi (Milyar YTL)						
	% Değişim		21.07.2006	22.06.2006	30.12.2005	31.12.2004
	(3-2)	(3-1)	(3)	(2)	(1)	(1)
Toplam Bilanço Büy.	-6	17	105.19	111.80	90.07	74.67
Dış Varlıklar	-8	30	94.07	102.45	72.34	53.59
İç Varlıklar	19	-37	11.12	9.35	17.73	21.08
Değerleme Hesabı	-28	-342	-4.87	-6.73	2.01	2.03
Toplam Döviz Yük.	-1	19	61.28	61.91	51.52	49.93
Merkez Bankası Parası	-12	14	43.91	49.89	38.55	24.74
Rezerv Para	8	8.4	35.45	32.85	32.7	20.33
Emisyon	2	20	23.56	23.20	19.61	13.47
Bankalar Mevduatı	23	-9	11.78	9.57	12.90	6.72
APİ	-62	19	5.92	15.71	4.98	3.62
Kamunun YTL Mevduatı	91	193	2.55	1.33	0.87	0.79
Dış Varlık - Top. Döv. Yük.	-	-	32.79	40.54	20.82	3.66
Dış Varlık / Top. Döv. Yük.	-	-	1,54	1,65	1,40	1,07
Dış Varlıklar / Top. Bil. Büy.	-	-	0,89	0,92	0,80	0,72
Toplam Döv. Yük. / Top. Bil. Büy.	-	-	0,58	0,55	0,57	0,67
İç Varlık / Dış Varlık	-	-	0,12	0,09	0,25	0,39
Dış Varlık / Emisyon	-	-	3,99	4,42	3,69	3,98
Emisyon / Top. Bilanço	-	-	0,22	0,21	0,22	0,18

Kaynak: TCMB

Son iki aydır kurlardaki gelişmelere paralel olarak dikkat çekici değişimler gösteren TCMB Analitik Bilançosu'nda 22.06-21.07.2006 tarihleri arasında da önemli değişiklikler gözlenmektedir. Bu değişiklik büyük ölçüde, finansal piyasalardaki dalgalanmalar nedeniyle, PPK tarafından alınan yeni politika önlemlerinden kaynaklanmaktadır.

23 ve 26 Haziran tarihlerinde yapılan doğrudan müdahalelerle piyasalara, 2.5 milyar dolar düzeyinde ve 25 Haziran'da yapılan olağanüstü PPK toplantısında alınan kararlar çerçevesinde 26 ve 27 Haziran tarihlerinde düzenlenen ihalelerle de 1 milyar dolar döviz satışı yapılmıştır. Böylece, 3.5 milyar doları bulan döviz satışı ve kurlardaki görece gerilemeyle 22.06-21.07.2006 tarihleri arasında TCMB Bilançosu 6.6 milyar YTL azalmış ve 21 Temmuz tarihi itibarıyla 105.2 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir. Tablo'dan da görüldüğü gibi bu dönemde yapılan döviz satışları ve kurlardaki görece gerilemeyle birlikte dış varlıklar 8.4 milyar YTL azalmıştır. Kur hareketlerine bağlı olarak TCMB'nin döviz cinsinden varlık ve yükümlülüklerin yeniden değerlendirilmesi sonucunda oluşan kur farkı kazancı ya da kaybının gösterildiği değerlendirme hesabının³ negatif bakiyesi kurlardaki görece gerilemeye paralel olarak azalmıştır.



Yandaki Grafikten görüldüğü gibi TCMB'nin toplam bilanço büyüklüğü 2001 krizinden itibaren artma eğilimi içerisindeydi⁴. 2005 yılında hızlanan döviz alımlarına paralel bilanço büyüklüğü artmış son iki ayda ise döviz satışları nedeniyle tam tersi bir gelişme yaşanmıştır. Bilanço'nun küçülmesinin pasif kalemlere etkisi Merkez Bankası Parasının (MBP) azalması şeklinde olmuştur. En dikkat çekici ve para politikası uygulaması hakkında bilgi verici değişim ise MBP'nin alt kalemlerinden APİ'den borçlar

³ TCMB'nin döviz cinsinden varlıkları, yükümlülüklerinden fazla olduğu için döviz kurlarındaki gerileme TCMB'nin YTL cinsinden kayba uğramasına neden olmaktadır.

⁴ Bu konuyla ilgili daha detaylı bilgi için: Aylık Ekonomik Görünüm Haziran.2006, sayfa 9
www.vakifbank.com.tr/earastirma/

kaleminde görülmüştür. Piyasadaki fazla likiditenin bir göstergesi olan bu büyüklüğün önemli bir kısmı, likiditenin döviz talebine yönelmesi sonucunda, döviz satışlarıyla piyasadan çekilmiştir. Tablo'dan da görüldüğü gibi bu büyüklük 22 Haziran tarihinde 15.71 milyar YTL iken, 21 Temmuz tarihinde 5.92 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir. İncelenilen dönemde bu büyüklüğün bileşiminde de önemli değişim olmuştur. TCMB daha önce gecelik işlemlerle piyasadan çektiği bu likiditenin önemli bir kısmını 26 Haziran'da başladığı 1-2 hafta vadeli YTL depo alım ihaleleri ile çekmeye başlamış ve bu sayede bu rezervin likiditesi azalmıştır. API'den borçlar kaleminin büyük bir bölümü TCMB'nin bu işlemlerden doğan yükümlülüklerinden oluşmaktadır.

Bilanço kalemlerindeki bu gelişmelere paralel biçimde TCMB'nin döviz pozisyonu olarak adlandırılan dış varlıklarla toplam döviz yükümlülükler arasındaki fark 22 Haziran tarihine göre azalmış ve 21 Temmuz tarihi itibarıyla 32.79 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir. Aynı dönemde TCMB'nin kur riski oranı da azalmış ve 21 Temmuz itibarıyla 1,54 olmuştur. Döviz satışları nedeniyle dış varlıkların azalması ve buna paralel olarak bilanço büyüklüğünün azalması dış varlıkların toplam aktifler içerisindeki payını azaltmış ancak toplam döviz yükümlülükleri önemli bir değişim göstermediği için toplam döviz yükümlülüklerinin toplam pasifler içerisindeki payı artmıştır. Değerleme hesabının etkisiyle, iç varlıkların artmasına rağmen dış varlıkların azalması iç varlıkların dış varlıklara oranını bir önceki aya göre önemli ölçüde artırmış ve bu oran 21 Temmuz itibarıyla 0,12 olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde emisyonun neredeyse sabit kalmasının etkisiyle dış varlıkların emisyonu oranı azalırken emisyonun toplam bilanço içerisindeki payı artarak %22'ye yükselmiştir. Ancak daha önceki raporlarımızda da değindiğimiz gibi TCMB'nin bilanço kalitesi hakkında fikir veren bu oranların, orta ve uzun dönemdeki eğilimleri anlamlı bilgiler içermektedir. Son dönemde bu oranlarda görülen değişimler yapısal farklılıklardan çok finansal piyasalardaki dalgalanmalardan kaynaklanmaktadır.

► Parasal Göstergeler

Parasal Göstergeler (Milyar YTL)							
	07.07.2006	02.06.2006	2005	2004	% Değişim		
	(4)	(3)	(2)	(1)	(4)-(3)	(3)-(2)	(2)-(1)
M1	44.4	44.7	41.8	28.8	-0,6	6,9	45,1
M2	176.9	175.0	153.1	108.5	1,1	14,3	41,1
M2Y	267.5	268.1	229.6	184.5	-0,2	16,8	24,4
Parasal Taban	41.5	45.9	37.7	23.9	-9,5	21,7	57,7
M2/Parasal Taban	4,26	3,81	4,06	4,54	-	-	-
DTH/M2Y	0,34	0,35	0,33	0,41	-	-	-

Kaynak: TCMB

2 Haziran ile 7 Temmuz tarihleri arasında M1 tanımlı para arzı %0,6 oranında azalarak 44.4 milyar YTL'ye gerilemiş, M2 tanımlı para arzı %1,1 artarak 176.9 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde vadesiz mevduatların azalması vadeli mevduatların artması bu sonuca yol açan temel sebep olmuştur. Döviz Tevdiat Hesaplarındaki (DTH) gerilemeye paralel olarak M2Y, 2 Haziran tarihine göre %0,2 azalmış ve 7 Temmuz itibarıyla 267.5 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir.

Rezerv para ve API'den borçlar kaleminin toplamından oluşan parasal taban API'deki azalmayla birlikte incelenilen dönemde yaklaşık %10 azalmış ve 7 Temmuz tarihinde 41.5 milyar YTL'ye gerilemiştir. Böylece M2/Parasal Taban şeklinde tanımlanan para çoğaltanı 3,81'den 4,26'ya yükselmiştir. Para ikamesinin derecesini temsilen kullanılan DTH'ların M2Y'ye oranı ise gerileyerek 0,34 olmuştur. DTH'ların gerilemesinden kaynaklanan bu durumun para ikamesinin azalması gibi davranışsal bir değişimin sonucu olarak değil, son dönemde yaşanan döviz çıkışı nedeniyle ortaya çıktığı söylenebilir.

► TCMB Faiz Kararı

TCMB tarafından 5 Aralık tarihinde yayımlanan “Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası” adlı temel politika metninde 2006 yılı için orta vadeli enflasyon hedefleriyle uyumlu hedef patika aşağıdaki şekilde açıklanmıştır.

Yıl Sonu Hedefi İle Tutarlı Enflasyon Patikası ve Belirsizlik Aralığı				
	Mart 2006	Haziran 2006	Eylül 2006	Aralık 2006
Belirsizlik Aralığı Üst Sınır	9,4	8,5	7,8	7
Hedefle Tutarlı Patika	7,4	6,5	5,8	5
Belirsizlik Aralığı Alt Sınır	5,4	4,5	3,8	3

Kaynak: TCMB

Yapılan açıklamada hedef patika etrafında ± 2 puan olarak tanımlanan belirsizlik aralığının dışına çıkılması durumunda TCMB'nin bunun nedenlerini ve alınması gereken önlemleri bir raporla hükümete sunacağı ve bu raporu kamuoyu ile paylaşacağı belirtilmiştir. Ayrıca bu durumun program şartlılığı ihlali anlamına geleceği ve raporun bir kopyasının da IMF'e gönderileceği ifade edilmiştir. Haziran ayı itibariyle yıllık enflasyonun %10,12 ile belirsizlik aralığı üst sınırını aşması bu raporlamayı zorunlu hale getirmiş ve TCMB bu amaçla 14 Temmuz'da “Açık Mektup” adıyla söz konusu raporu yayımlamıştır.

Yapılan açıklamada, aynı anda farklı olumsuz arz şoklarının ortaya çıkması, belirsizlik aralığının üst sınırının aşılmasının temel nedeni olarak ifade edilmiştir. Yılın ilk dört ayında büyük ölçüde işlenmemiş gıda, ham petrol ve diğer emtia fiyatlarındaki yükselmeden kaynaklanan fiyat artışının orta vadeli enflasyon beklentilerinde bir bozulma yaratmadığı ve bu nedenle Ocak ayı Enflasyon Raporu'nda belirtilen politika duruşu çerçevesinde Nisan ayında politika faizlerinin 0,25 puan indirildiği belirtilmiştir. Bu karardan birkaç gün sonra Nisan ayı enflasyonunun %1,34 ile beklentilerin oldukça üzerinde gerçekleştiğinin açıklanmasına rağmen, orta vadeli enflasyon eğiliminde bir farklılaşma gözlemlenmediği vurgulanmıştır. Mayıs ayında, Enflasyon Raporu'nda belirtilen risklerden birinin gerçekleşmesi ve küresel likidite koşullarındaki farklılaşmayla beraber yaşanan sermaye çıkışının YTL'nin ABD doları karşısında %20'den fazla değer kaybetmesine yol açtığı, kurlardaki bu artışın Mayıs ve Haziran aylarında, enflasyona doğrudan etkilerinin sırasıyla yaklaşık 0,6 ve 0,9 puan olarak hesaplandığı ifade edilmiştir. Ancak kurlarda bir artış olmaması durumunda bile Haziran ayında yıllık enflasyonun %10,12 yerine %8,6 civarında olacağı ve yine de belirsizlik aralığının dışında kalacağı belirtilmiştir.

Bu gelişmelere tepki olarak PPK'nın 7 Haziran'da olağanüstü toplandığı ve gerçekleştirilen 175 baz puanlık faiz artışının mesaj içeriğinin iyi algılandığı ancak 20 Haziran'da yapılan ve faiz oranlarının değiştirilmediği olağan toplantının ardından piyasalardaki istikrarın tekrar bozulduğu vurgulanmıştır. Bu nedenle 25 Haziran'da Kurul'un tekrar olağanüstü toplandığı ve 225 baz puanlık faiz artışının yanı sıra ek önlemlerle gecelik piyasalardaki likidite fazlasını kademeli olarak azaltılması yoluna gidildiği ve alınan önlemlerin kısa sürede başarılı sonuçlar verdiği ifade edilmiştir. Verilen bu politika tepkisinin beklentilerdeki bozulmayı düzeltmek, arz şoklarının diğer fiyatlara yayılımını önlemek ve fiyatlarda oluşabilecek genel bir artış baskısını engellemek amacıyla taşıdığı vurgulanmıştır.

TCMB O/N Faiz Oranları	Borç	Borç
	Alma	Verme
09.12.2005	13,50	17,50
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

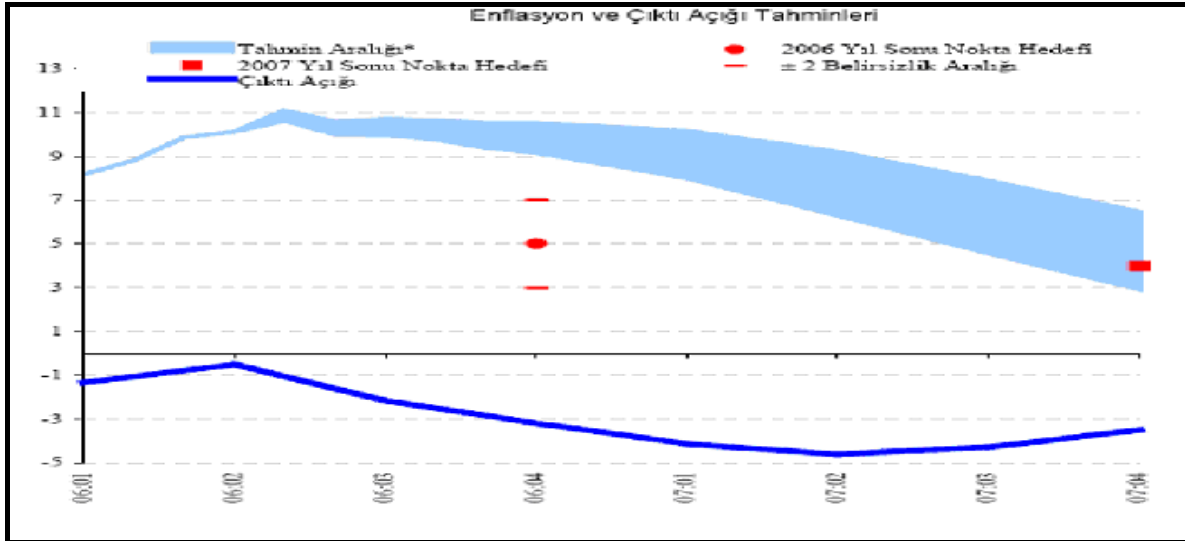
*Teknik Düzenleme

Kaynak: TCMB

Raporda Politika faizlerinin sabit tutulduğu varsayımı altında enflasyonun %70 ihtimalle 2006 yıl sonunda %9,1 ile %10,5 ve 2007 yıl sonunda da %3,5 ile %7 arasında olmasının beklendiği ifade edilmiş, dolayısıyla %4 olan 2007 hedefine ulaşılabilmesi için bir miktar daha parasal sıkılaştırma gerekebileceği belirtilmiştir. Bu açıklamalardan yaklaşık bir hafta sonra 20 Temmuz'da olağan toplantısını yapan Para Politikası Kurulu politika faizlerini 25 baz puan artırmıştır. Bu kararla birlikte Bankalararası Para Piyasası ve İMKB Repo-Ters Repo Pazarı'nda uygulanan gecelik faiz oranı, borçlanmada %17,50, borç vermede ise %22,50 olarak belirlenmiştir. Yapılan açıklamada Haziran ayında alınan önlemlerin önümüzdeki dönemde enflasyon üzerindeki baskıyı azaltacağı ancak petrol ve diğer emtia fiyatlarındaki artışların devam etmesi ve bekleyişlerin henüz orta vadeli hedeflerle uyumlu olmaması nedeniyle enflasyona ilişkin temkinli olma gereğinin sürdüğü belirtilmiştir. 2007 yılı hedefine odaklanan Kurul'un bu unsurları göz önüne alarak ölçülü bir parasal sıkılaştırma yapmak gerektiği değerlendirilmesini yaptığı ve bu politika duruşu altında enflasyondaki düşüş eğiliminin 2007 yılının ikinci çeyreğinden itibaren belirginleşmesinin beklendiği ifade edilmiştir.

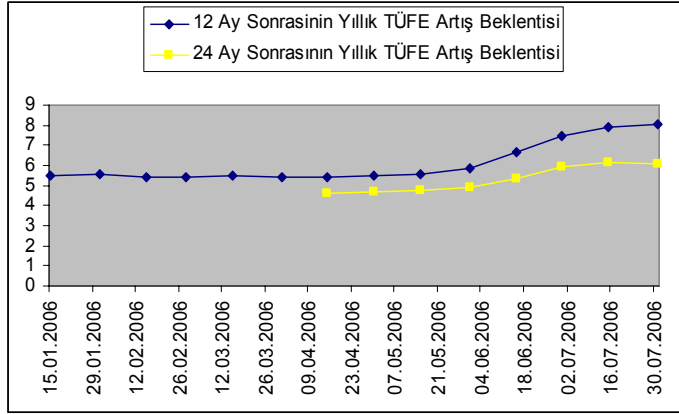
26 Temmuz tarihinde açıklanan toplantı özetleri incelendiğinde, Kurul'un faiz artırımı kararında enflasyon beklentilerinin etkili olduğu görülmektedir. Döviz kurunun enflasyon üzerindeki birincil etkilerinin Temmuz ayında da yoğun olarak görüleceği, bunun yanı sıra beklentiler yoluyla ikincil etkilerin görülebileceği, dolayısıyla ekonominin genelinde fiyatlandırma davranışlarında bozulma riskinin ortaya çıktığı belirtilmiştir. Ham petrol fiyatlarındaki artışların devam etme olasılığı ve beklentileri olumsuz etkileyebilecek faktörler orta vadeli hedefler açısından risk unsurları olarak değerlendirilmiş ve bu riskler göz önüne alındığında mevcut durumda para politikasının temkinli duruşunun bir süre daha devam etmesi olasılığının yüksek olduğunun düşünüldüğü ifade edilmiştir.

TCMB, enflasyon hedeflemesi rejiminin temel iletişim aracı olan Enflasyon Raporu'nu daha önceden belirlendiği gibi 28 Temmuz'da yayımlamıştır. Söz konusu rapor, daha detaylı olmasının ve son faiz artırımı kararı sonrasında üretilen tahminleri içermesinin dışında, Temmuz ayı içerisinde yapılan açıklamalardan çok büyük bir farklılık göstermemektedir. Raporda, 2006 yılının geri kalan döneminde para politikasında ölçülü bir sıkılaştırma ve 2007 yılından itibaren de politika faizlerinin kademeli olarak indirildiği politika uygulaması varsayımı altında, enflasyonun 2007 yılı sonunda, %70 ihtimalle, %3 ile %6,5 arasında olmasının beklendiği açıklanmıştır. Bu tahminler, yılın ikinci yarısında talep koşullarının enflasyonun düşüş sürecine yaptığı katkının arttığı, hizmet grubu fiyatlarının enflasyon üzerinde oluşturduğu baskının önceki döneme göre azaldığı, petrol fiyatlarının mevcut düzeyinde sabit kaldığı, bekleyişlerin iyi yönetildiği ve uluslararası likidite koşullarında yakın dönemdekine benzer bir bozulma olmadığı buna bağlı olarak da risk priminin bugünkü seviyelerine kıyasla belirgin bir değişim göstermediği temel varsayımları altında üretilmiştir.



Kaynak: Enflasyon Raporu 2006-III

Merkez Bankası'nın son dönemde yaptığı açıklamalar değerlendirildiğinde Bankanın iletişim politikasını oldukça etkin bir şekilde kullandığı dikkat çekmektedir. Orta ve uzun vadeli enflasyon beklentilerinin hedeflerden belirgin bir sapma gösterdiği bu dönemde, beklentilerin hedeflerle tekrar uyumlu hale gelmesi açısından bu durum oldukça olumlu bir gelişme olarak düşünülmektedir. Raporlarda Haziran ayında alınan ani politika kararları gerekçeleri ve sonuçları ve Temmuz ayındaki beklenmeyen 0,25'lik faiz artırımı kararının nedenleri oldukça net bir şekilde açıklanmıştır. Bunun yanı sıra orta vadeli hedefler konusundaki ekonomik ve siyasi riskler ortaya konmuş ve para politikasının orta vadeli seyri hakkında, pek çok gelişmiş ülke merkez bankasının aksine, net ifadeler kullanılmıştır. Tahminler üretilirken yapılan varsayımlardan sapmalar orta ve uzun vadeli hedeflere ulaşılması açısından risk unsuru olarak görülmüş ve özellikle bekleyişlerde bozulmaya yol açacak her türlü uygulamadan kaçınılmasının fiyat istikrarı ve makroekonomik istikrar açısından önemi vurgulanmış, "Enflasyonist olmayan büyümenin sürdürülebilirliği bakımından belirleyici unsurun, makroekonomik istikrarın kalıcılığına ilişkin güven olduğu unutulmamalıdır" ifadesine yer verilmiştir. Bu noktada, son yıllarda yapısal reform ve Avrupa Birliği sürecinde atılan kararlı adımların önümüzdeki dönemde de sürdürülmesinin önemine değinilerek enflasyon hedeflerine ulaşılmasında mali politikaların ve siyasi gelişmelerin önemi vurgulanmıştır.



TCMB'nin açıklamaları bir bütün olarak değerlendirildiğinde Temmuz ayındaki faiz artırımının temel nedeninin orta ve uzun vadeli enflasyon beklentilerindeki bozulma olduğu görülmektedir. TCMB uluslararası emtia fiyatlarının seyri konusunda belirsizliklerin devam ettiği bir ortamda piyasalarda yaşanan dalgalanmaların olası ikincil etkilerini engellemek için temkinli duruşunu devam ettireceğini söylemektedir. Yapılan açıklamalar doğrultusunda TCMB'nin yıl sonuna kadar 0,50 ya da 0,75 puan daha faiz artırımına gidebileceği düşünülmektedir. Mevcut veriler çerçevesinde Ağustos ve Eylül aylarında ardarda iki toplantıda 0,25'lik faiz artırımını yapılması yüksek bir olasılık gibi görünmektedir. Bu şekilde bir uygulama TCMB'nin kararlı duruşunu destekleyecektir. Ancak söz konusu artışların 2007 yılı hedeflerine ulaşılması konusunda yeterli olmadığı düşünülmesi halinde yıl sonuna doğru 0,25'lik bir faiz artırımını daha gündeme gelebilecektir. TCMB tarafından açıklanan önümüzdeki döneme ilişkin öngörülerde ekonomide yavaşlamanın beklendiği belirtilmekte ve üretilen tahminler önümüzdeki bir yıllık süreçte çıktı açığının arttığı senaryoya dayandırılmaktadır. Bu durum ekonominin yavaşlayacağına işaret etmekle beraber TCMB'nin orta vadeli hedefler konusundaki kararlılığının başka bir göstergesidir. Son Enflasyon Raporu'ndan alınan, enflasyon ve çıktı açığı tahminlerinin yer aldığı yukarıdaki grafikten de görüldüğü gibi 2006'nın ikinci çeyreğinde sifıra yaklaştığı düşünülen çıktı açığının mevcut politika çerçevesinde 2007 yılının ortalarına kadar artacağı bu tarihten itibaren ise azalacağı öngörülmektedir. Söz konusu öngörü alınan politika önlemlerinin ve son dönemde yaşanan dalgalanmaların iç talebi sınırlayacağını beklendiğine işaret etmektedir. Bu çerçevede belirlenmiş hedeflere ulaşılabilmesi açısından kamu maliyesindeki disiplinin önemi özellikle vurgulanmaktadır.

► Temmuz Ayı Enflasyon Gerçekleşmeleri

% Değişim (2003=100)	TÜFE	
	Temmuz.2006	ÜFE Temmuz.2006
Bir önceki aya göre	0,85	0,86
Bir önceki yılın Aralık ayına göre	5,76	12,64
Bir önceki yılın aynı ayına göre	11,69	14,34
On iki aylık ortalamalara göre	8,64	5,82

Kaynak: TÜİK

göre %12,64, bir önceki yılın aynı ayına göre %14,34 ve on iki aylık ortalamalara göre %5,82 artış gerçekleşmiştir.

2006 yılı Temmuz ayında TÜFE'de bir önceki aya göre %0,85, bir önceki yılın Aralık ayına göre %5,76, bir önceki yılın aynı ayına göre %11,69 ve on iki aylık ortalamalara göre %8,64 artış gerçekleşmiştir. ÜFE'de ise bir önceki aya göre %0,86, bir önceki yılın Aralık ayına

Temmuz 2006'da ana harcama gruplarının enflasyona yaklaşık katkıları			
	Aylık değişime	Aralık.2005'e göre değişime	Yıllık değişime
Gıda ve alkolsüz içecekler	0,39	1,40	3,34
Alkollü içecekler ve tütün	0,00	0,27	1,61
Giyim ve ayakkabı	-0,57	-0,42	0,05
Konut	0,29	1,30	2,32
Ev eşyası	0,19	0,25	0,39
Sağlık	-0,02	0,10	0,08
Ulaştırma	0,30	1,25	1,55
Haberleşme	0,01	0,11	0,19
Eğlence ve kültür	0,05	0,21	0,12
Eğitim	0,03	0,09	0,17
Lokanta ve oteller	0,05	0,55	0,95
Çeşitli mal ve hizmetler	0,12	0,66	1,11
Yaklaşık katkıların toplamı	0,82	5,76	11,87
Gerçekleşme	0,85	5,76	11,69
Hesaplama hatası	-0,03	0,00	0,18

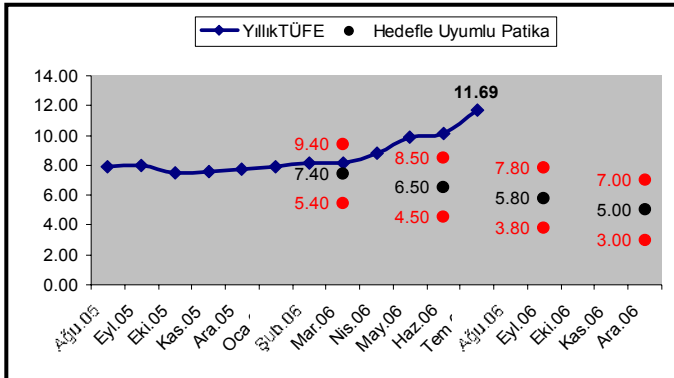
Kaynak: TÜİK verileri kullanılarak hesaplanmıştır

TÜFE ana harcama grupları itibariyle incelendiğinde Temmuz ayında %0,85'lik değişime artış yönünde en çok katkı yapan ana harcama gruplarının gıda ve alkolsüz içecekler, ulaştırma, konut, ev eşyası ve çeşitli mal ve

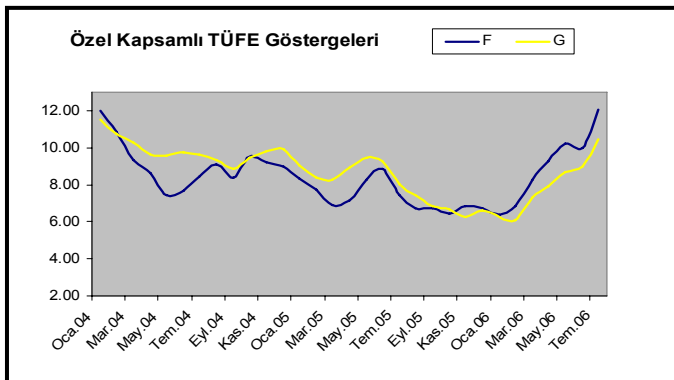
hizmetler grupları olduğu görülmektedir. Söz konusu harcama gruplarının fiyat endekslerinde bir önceki aya göre sırasıyla %1,41, %2,87, %1,76, %2,82 ve %2,38'lik değişim olmuş ve bu grupların genel endeksteki 0,85'lik artışa yaklaşık katkıları yukarıdaki Tablodan da görüldüğü gibi sırasıyla 0,39-0,30-0,29-0,19-0,12 puan olmuştur. Aynı dönemde giyim ve ayakkabı ana harcama grubunda görülen %6,93'lük gerileme endekse -0,57 puanlık katkıda bulunmuş ve TÜFE'deki artışı büyük ölçüde sınırlamıştır.

Ana harcama gruplarının TÜFE'deki 2005 yılı sonuna göre katkıları incelendiğinde de ilk üç sırayı yine gıda ve alkolsüz içecekler, ulaştırma ve konut sektörlerinin aldığı görülmektedir. Bu dönemdeki artışı sınırlayan tek harcama grubu ise giyim ve ayakkabı olmuştur.

Yıllık enflasyon rakamları ana harcama grupları bazında incelendiğinde Temmuz ayı itibariyle %11,69 olarak gerçekleşen yıllık enflasyona en fazla katkıyı yapan grupların 3,34 puanla gıda ve alkolsüz içecekler, 2,32 puanla konut, 1,61 puanla alkollü içecekler ve tütün, 1,55 puanla ulaştırma, 1,11 puanla çeşitli mal ve hizmetler, 0,95 puanla da çeşitli mal ve hizmetler harcama olduğu görülmektedir. Yıllık enflasyona en düşük katkı ise 0,05 puanla giyim ve ayakkabı grubundan gelmiştir. Alkollü içkiler ve tütün grubunun yaptığı katkının büyük bir kısmı 2005 yılı Ağustos ayındaki vergi artışlarından kaynaklanmakta olup yıllık enflasyon üzerindeki bu etki önümüzdeki ay ortadan kalkacaktır. Yıllık enflasyona en çok katkı yapan gruplar bir arada değerlendirildiğinde enerji fiyatlarındaki ve döviz kurundaki artışların ortaya çıkardığı maliyet baskısının ve hizmet fiyatlarındaki katılığın yıllık enflasyon üzerinde belirleyici olduğu görülmektedir. Eğitim, eğlence ve kültür, sağlık gibi gelir esnekliği görece olarak yüksek olması beklenen harcama gruplarındaki fiyat artışlarının yıllık enflasyona en az katkıyı yaptığı düşünüldüğünde, talebin yıllık enflasyon üzerindeki belirleyiciliğinin görece olarak düşük olduğu söylenebilir. Bu sonuç kamu gelir ve ücretler politikasındaki sıkılaştırmaya gereğinden fazla vurgu yapıyor olabileceği sorusunu akla getirmektedir.



Yıllık enflasyon Temmuz ayında %11,69 olarak gerçekleşerek TCMB'nin de öngördüğü şekilde yükselmeye devam etmiştir. Böylece enflasyon yandaki grafikten de görüldüğü gibi 2006 yılı hedef patikadan iyice uzaklaşmıştır. Enflasyonu orta vadeli seyri ve bu bağlamda orta vadeli hedeflerin ulaşılabilirliği açısından özel kapsamlı TÜFE göstergelerinin incelenmesi faydalı bilgiler vermektedir. Enflasyonun ana eğilimini genel TÜFE endeksinde daha iyi yansıttığı düşünülen özel kapsamlı TÜFE göstergeleri incelendiğinde bu endekslere son dönemde görülen artış eğiliminin Temmuz ayında da devam ettiği görülmektedir. Özel kapsamlı TÜFE göstergelerinden F⁵ ve G⁶ endekslerinde Temmuz ayında bir önceki aya göre, sırasıyla, %0,70'lik ve %0,51'lik bir artış yaşanmıştır. Aynı endekslerdeki yıllık artış oranı ise %12,04 ve %10,46 olarak gerçekleşmiştir.



⁵ Enerji, alkollü içkiler, tütün ürünleri, fiyatları yönetilen/yönlendirilen diğer ürünler ve dolaylı vergiler hariç hesaplanan TÜFE

⁶ F ve işlenmemiş gıda ürünleri hariç hesaplanan TÜFE

ÜFE'deki % değişim				
Sektörler	Sektör ağırlıkları	Bir önceki aya göre değişim	12.2005'e göre değişim	Yıllık değişim
GENEL	100	0,86	12,64	14,34
Tarım	19,78	-2,00	4,89	12,07
Sanayi	80,22	1,52	14,54	14,67
<i>Madencilik</i>	1,47	4,30	17,89	19,96
<i>İmalat</i>	73,98	1,50	14,07	15,13
<i>Elektrik, gaz ve su</i>	4,77	1,08	21,00	5,91

Kaynak: DİE

Temmuz ayında ÜFE'de meydana gelen artış alt sektörler itibariyle incelendiğinde; sanayi sektöründe fiyatların bir önceki aya göre %1,52 arttığı gözlenirken, tarım sektöründe %2'lik bir gerileme görülmektedir. Bu dönemde sanayi sektörü fiyat artışlarının aylık ÜFE artışına yaklaşık katkısı 1,2 puan olurken

mevsimlik etkilerle tarım sektörü fiyatlarında ortaya çıkan gerileme aylık ÜFE artışını büyük ölçüde sınırlamıştır. ÜFE'deki değişime 2005 yılının Aralık ayına göre bakıldığında toplam değişimde yine sanayi sektörünün baskın olduğu görülmektedir. Bu dönemde tarım sektörün fiyat endeksindeki %4,89'luk artışın genel endekse yaklaşık katkısı 1 puanla sınırlı kalırken, sanayi sektörü fiyat endeksindeki %14,54'lük artışın ÜFE'deki Aralık ayına göre değişime yaklaşık katkısı %11,66 dolayında olmuştur. Sanayi sektörünün tarıma oranla uluslararası hammadde fiyatlarındaki ve döviz kurundaki değişime daha duyarlı olduğu ve son dönemde bunların izlediği seyir düşünüldüğünde söz konusu gelişmenin nedenleri anlaşılmalıdır. Buna paralel olarak, ÜFE'deki yıllık değişime bakıldığında iki sektör arasındaki fiyat değişimi açısından farklılığın yıllık bazda son dönemdeki kadar fazla olmadığı görülmektedir. Son bir yılda fiyatlar ortalama olarak tarım sektöründe %12,07 sanayi sektöründe ise %14,67 oranında artmıştır.

Yılın geri kalan aylarında petrol fiyatlarındaki ve kurlardaki gelişmeler enflasyonun seyrini belirleyecek en önemli etkenler olacaktır. Uluslararası likidite koşullarında tekrar bozulma olmaması ve kurların bu seviyede seyretmesi koşuluyla yıllık enflasyon tahminimizi korumaya devam ediyoruz.

Vakıfbank Ekonomik Araştırmalar Birimi olarak 2006 yıl sonu enflasyon tahminimiz %10'dur.

KAMU MALİYESİ

► Merkezi Yönetim Bütçesi Gelişmeleri

Kamu Gelir ve Harcama Kalemleri								
Milyon YTL	Haziran			Ocak-Haziran				
	2005	2006	Reel Değ. (%)	2005	2006	Reel Değ. (%)	Hedef	Ocak – Haziran 2006/ Bütçe Hedefi (%)
BÜTÇE GELİRLERİ*	-	15.184	-	-	84.021	-	160.326	52,4
GENEL BÜTÇE GELİRLERİ	11.324	14.728	18,1	66.888	81.769	11,0	156.214	52,3
VERGİ GELİRLERİ	8.838	11.124	14,3	54.408	65.975	10,1	132.199	49,9
DIĞER GELİRLER	2.485	3.604	31,7	12.48	15.794	14,9	21.372	73,9
BÜTÇE HARCAMALARI	12.235	13.066	-3,0	70.74	81.599	4,8	174.322	46,8
FAİZ DIŞI HARC.	9.237	10.253	0,8	47.336	58.723	12,7	128.062	45,9
PERSONEL VE SGKSP	2.678	3.546	20,2	16.322	20.91	16,3	40.995	51,0
MAL VE HİZMET AL.	979	1.495	38,6	3.876	6.786	59,0	17.721	38,3
SOSYAL GÜV.	1.966	1.634	-24,5	11.646	12.933	0,8	23.291	55,5
TARIMSAL DEST.	250	60	-78,4	2.34	2.504	-2,8	3.999	62,6
SERMAYE GİDERLERİ	718	719	-9,1	2.147	3.028	28,1	12.452	24,3
FAİZ HARCAMALARI	2.998	2.813	-14,8	23.402	22.876	-11,2	46.26	49,5
BÜTÇE DENGESİ	-911	2.118	-311,1	-3.852	2.423	-	-13.996	-
FAİZ DIŞI DENGE	2.086	4.931	114,6	19.552	25.298	17,5	32.264	78,4

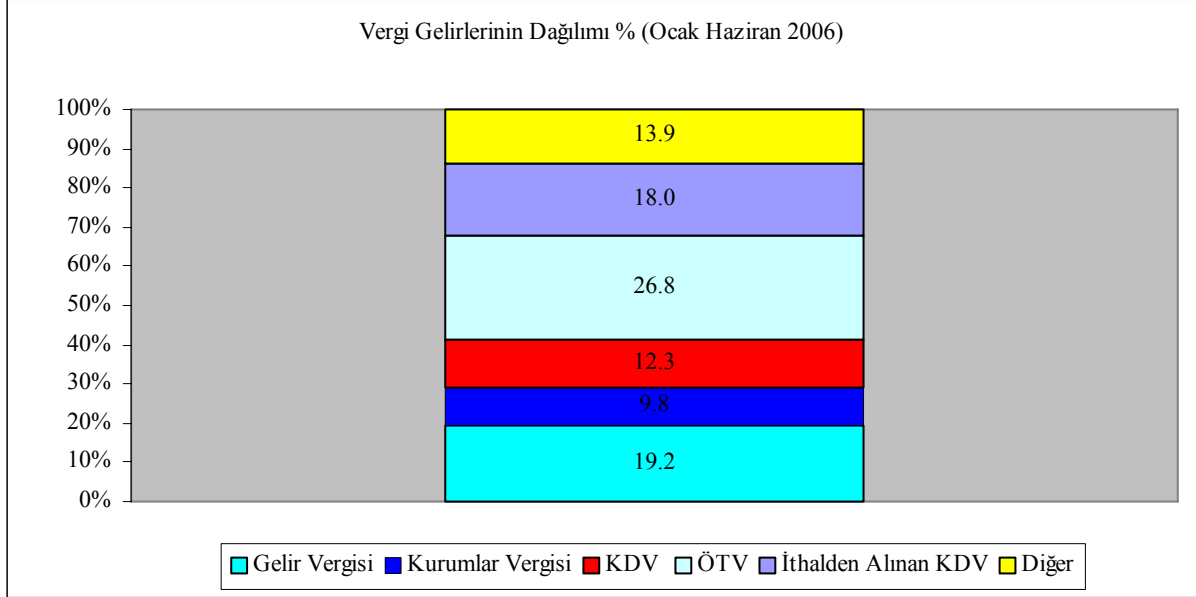
Kaynak: MALİYE BAKANLIĞI

Maliye Bakanlığı tarafından açıklanan 2006 yılı Haziran ayı bütçe sonuçlarına göre Merkezi Yönetim Bütçe gelirleri 15.2 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir. Genel bütçe gelirleri, toplam bütçe gelirlerinin %97'lik bölümünü oluşturması ve 2005 yılı rakamlarıyla uyumlu olması nedeniyle 2005 yılı ile yapılan karşılaştırmalarda genel bütçe gelirleri kullanılacaktır. Genel bütçe gelirleri Haziran ayında bir önceki yılın aynı ayına göre reel olarak %18,1 artarak 14.7 milyar YTL'ye yükselmiştir. Genel bütçe gelirlerinin 11.1 milyar YTL'lik bölümünü vergi gelirleri oluşturmaktadır. Haziran ayında 2006 yılının aynı ayına göre reel olarak artış oranı vergi gelirlerinde %14,3 olurken, vergi dışı gelirlerde %31,7 olarak gerçekleşmiştir. Vergi gelirleri içinde en yüksek reel artış gösteren kalemler, artan ithalata paralel olarak %30 yükselen ithalden alınan KDV ve iç talepteki canlılıkla birlikte %21 oranında artan KDV olmuştur. Vergi dışı gelirlerdeki en dikkat çeken kalem, GSM şirketlerinden alınan 1.6 milyar YTL'lik Hazine payları olmuştur.

2006 yılı Haziran ayında Merkezi Yönetim Bütçe harcamaları 2005 yılının aynı ayına göre reel olarak %3 azalarak 13.1 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir. Mayıs ayının ardından Haziran ayında da, prim gelirlerindeki artışın etkisiyle Bağ – Kur'a ödenek aktarılmaması bütçeyi rahatlatan bir gelişme olmuştur. Sosyal güvenlik kurumlarına yapılan transferler Haziran ayında 2005 yılının aynı ayına göre reel olarak %24,4 gerilemiştir. Haziran ayında tarım sektörüne yapılan transfer harcamaları da 60 milyon YTL gibi düşük bir seviyede gerçekleşmiştir. Mayıs ayında reel olarak artış gösteren faiz harcamaları Haziran ayında %14,8 gerileyerek 2.8 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir. Faiz ödemelerindeki gerilemenin devam etmesi Mayıs ayında yaşanan dalgalanma sonrasında yükselen faizlerin bütçe harcamalarına yansımalarının kısa vadede ortaya çıkmayacağını göstermektedir.

2006 yılının ilk yarısı itibariyle toplam bütçe geliri 84 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir. Genel bütçe gelirleri ise geçen yılın aynı dönemine göre reel olarak %11 oranında artarak 81.8 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir. 2005 yılı Ocak – Haziran döneminde 54.4 milyar YTL olan vergi gelirleri %10,1 reel artışla 66 milyar YTL'ye yükselmiştir. Bu artışla birlikte yıl sonu vergi geliri hedefinin %49,9'luk bölümü tahsil edilmiştir. 2005 yılının aynı döneminde bu oran %45,5 olarak gerçekleşmiştir. Bu açıdan bakıldığında 2006 yılında vergi gelirlerinin tahsilatı açısından hedeflere daha uyumlu bir bütçe performansı yakalandığı görülmektedir. Gerek kamu bankalarının karlarının Hazineye aktarılması gerekse yüksek miktarda GSM işletmeleri payları ile vergi dışı gelirlerde yıl sonu hedefinin %73,9'luk kısmı yılın ilk altı ayı itibariyle elde edilmiştir. Vergi dışı gelirlerin

yüksek olması bütçeyi rahatlatan en önemli etkenlerden biridir, ancak vergi dışı gelirler değerlendirilirken birçok vergi dışı gelir kaleminin geçici nitelikte olduğu göz ardı edilmemelidir.



Ocak – Haziran dönemi itibariyle vergi gelirlerinin dağılımına bakıldığında dolaylı vergilerin ağırlıkta olduğu görülmektedir. 2006 yılının ilk altı aylık döneminde vergi gelirlerinin %26,8'i ÖTV, %18'i ithalden alınan KDV ve %12,3'ü KDV gelirinden oluşmaktadır. Söz konusu vergi kalemleri özellikle yılın ikinci yarısında yurtiçi talepte yaşanması beklenen gerilemeye oldukça duyarlıdır. Bununla birlikte kurlarda yaşanan artışın ithalat üzerinde daraltıcı etki yaratması beklendiğinden, ithalden alınan KDV gelirlerin de azalması söz konusu olabilecektir.

2006 yılının ilk yarısında bütçe harcamaları reel olarak %4,8 oranında artarak gelirlerdeki artış oranının altında kalmıştır. Haziran ayı sonu itibariyle, bütçe ödeneklerinin %46,8'lik bölümü kullanılmıştır. Bu oran 2005 yılının döneminde %45,1 olarak gerçekleşmiştir. Faiz dışı harcamaların reel olarak %12,7 artmasına rağmen faiz harcamalarının %11,2 gerilemesi bütçe harcamalarındaki artışı sınırlamıştır.

Ocak – Haziran dönemleri itibariyle 2005 yılına göre faiz dışı harcamalarda ortaya çıkan 11.4 milyar YTL'lik artışın %40,2'si personel harcamalarındaki, %25,5'lik bölümü ise mal ve hizmet alımlarındaki artıştan kaynaklanmıştır. TBMM tatili öncesinde adli ve idari personel maaşlarında yapılan iyileştirme ve enflasyon oranının yüksek gerçekleşmesi sonucu kamu işçileri ücretlerinin yeniden düzenlenmesi önümüzdeki dönemde personel harcamalarını artıracak gelişmelerdir. Mal ve hizmet alımlarındaki artış büyük ölçüde sağlık harcamalarından kaynaklanmıştır. Sağlık harcamaları içinde yeşil kart giderleri yıl sonu ödeneğinin üzerinde gerçekleşmiştir. Son iki ayda Bağ – Kur'a bütçeden ödenek aktarılmaması nedeniyle sosyal güvenlik kurumlarına yapılan transfer harcamaları düşük bir reel artış (%0,8) göstermiştir. Ancak yılın ilk yarısında yıl sonu için hedeflenen tutarın %55,5'lik bölümü kullanılmıştır. Faiz dışı harcamalar içinde yatırım harcamaları dikkat çekmektedir. Yatırım harcamaları Ocak – Haziran dönemi itibariyle 2005 yılına göre reel olarak %28,1 artış göstermesine rağmen, yıl sonu ödeneğinin sadece %24,3'lük bölümü kullanılmıştır.

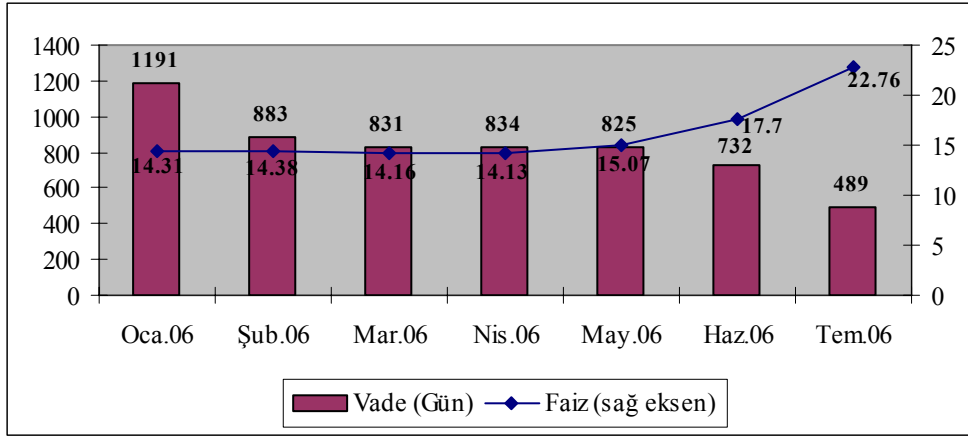
Mayıs ayının ardından Merkezi Yönetim Bütçesi Haziran ayında da fazla vermiştir. Haziran ayındaki 2.1 milyar YTL'lik fazla ile 2006 yılının ilk yarısındaki bütçe fazlası 2.4 milyar YTL'ye ulaşmıştır. Faiz dışı harcamalardaki reel artışın görece düşük olması, faiz harcamalarının gerilemesi ve gelir kalemlerindeki güçlü seyir bütçe fazlasının temel belirleyicileri olmuştur.

Haziran ayında 4.9 milyar YTL faiz dışı fazla verilmiştir. 2006 yılı Ocak – Haziran dönemindeki faiz dışı fazla bir önceki yılın aynı dönemine göre %17,5 reel artış göstererek 25.3 milyar YTL'ye ulaşmıştır. Bu miktar yıl sonu için belirlenen tutarın %78,4'lük bölümüne denk gelmektedir. 2005 yılının aynı döneminde bu oran %57,1 olarak gerçekleşmiştir. Bu açıdan da bakıldığında, 2006 yılının ilk yarısında olumlu bir bütçe performansı sağlandığı görülmektedir.

2006 yılının ilk yarısındaki güçlü bütçe performansının ardından, Maliye Bakanlığı “Merkezi Yönetim Bütçe Gerçekleşmeleri ve Beklentiler Raporu”nda bütçe kalemleriyle ilgili yıl sonu beklentilerini revize etmiştir. Bu çerçevede 2006 yılı başında 174.3 milyar YTL olarak öngörülen Merkezi Yönetim Bütçe giderleri 172 milyar YTL’ye, 128.1 milyar YTL öngörülen faiz dışı harcamaların ise 126 milyar YTL’ye çekilmiştir. Bununla birlikte 160.3 milyar YTL olarak hedeflenen bütçe gelirlerinin 163 milyar YTL olarak gerçekleşmesi beklenmektedir. Sonuç olarak, merkezi yönetim bütçe açığının 9.2 milyar YTL, faiz dışı fazlanın ise 37.1 milyar YTL seviyesinde gerçekleşmesi öngörülmektedir. Bu veriler ışığında bütçe açığının GSMH’ye oranının 1,7, faiz dışı fazlanın GSMH’ye oranının ise %6,7 olarak gerçekleşmesi beklenmektedir.

► Borçlanma

Hazine Müsteşarlığı düşük seviyede borçlanma gerçekleştiği Mayıs ve Haziran aylarının ardından (sırasıyla; 7 milyar YTL ve 5.1 milyar YTL) Temmuz ayında 12.7 milyar YTL borçlanma gerçekleştirmiştir. Temmuz ayındaki borçlanmanın 10.5 milyar YTL’si piyasalardan, 2.3 milyar YTL’si ise kamu kuruluşlarından sağlamıştır.



Mayıs ayında piyasalarda yaşanan dalgalanmanın ardından Hazine’nin düşük düzeyde borçlanma gerçekleştirerek borçlanma faizlerinin yükselmesini geciktirmesinin ardından, Temmuz ayında iç borçlanmanın yıllık ortalama bileşik faizi %22.76 seviyesine yükselmiştir. Böylece 2004 yılı Aralık ayından itibaren en yüksek seviyesine ulaşan borçlanma faizleri son üç aylık dönemde 8,63 puan artış göstermiştir. Hazine’nin iskontolu iç borçlanma ihalelerindeki ortalama faizle, Merkez Bankası beklenti anketinde yer alan gelecek döneme ilişkin enflasyon beklentisi kullanılarak hesaplanan beklenen reel faiz Temmuz ayında, Haziran ayındaki %10,74’lük seviyesinden %12,44’e yükselmiştir. Borçlanma faizlerinin yükseldiği Temmuz ayında iç borçlanmanın ortalama vadesi de önemli ölçüde kısalmıştır. Haziran ayında 732 gün (24.4 ay) olan iç borçlanmanın ortalama vadesi Temmuz ayında 489 güne (16.2 ay) gerilemiştir.

Ocak – Temmuz dönemi itibariyle Hazine 89.1 milyar YTL iç borç geri ödemesi gerçekleştirirken 67.9 milyar YTL borçlanmaya gitmiştir. Borçlanmanın 59.2 milyar YTL’lik bölümü piyasalardan, 8.7 milyar YTL’lik bölümü ise kamu kuruluşlarından sağlanmıştır. 2006 yılının ilk yedi aylık döneminde iç borç çevirme oranı %76 olarak gerçekleşmiştir.

Ağustos Ayı Finansman Programı (milyar YTL)	
Ödemeler	16.1
İç Borç	12.8
Dış Borç	3.2
Finansman	16.1
Piyasadan İhale Yoluyla Borçlanma	8.7
Diğer Finansman	7.4
Faiz Dışı Fazla	2.7
Kamuya satışlar	1.4
Dış Borçlanma	3.7
Kasa - Banka	-0.4

Hazine Müsteşarlığı Ağustos ayında iç ve dış borç ödemelerinden kaynaklanan 16.1 milyar YTL'lik finansman ihtiyacının 8.7 milyar YTL'lik bölümünü piyasalardan borçlanarak karşılamayı öngörmektedir. Hazine Ağustos ayında üçü yeniden ihraç olmak üzere toplam 4 ihale düzenlemeyi planlamaktadır. Borçlanma dışı kaynaklardan elde edilmesi öngörülen tutar ise 7.4 milyar YTL'dir. Ağustos ayında sonuçlandırılması beklenen IMF stand-by düzenlemesinin 3. ve 4. gözden geçirmeleri kapsamında sağlanması öngörülen IMF kredisi ve Dünya Bankası'ndan alınacak Kamu Sektörü Kalkınma Kredisini içeren dış borçlanma kaleminden

3.7 milyar YTL kaynak elde edilmesi beklenmektedir. Ayrıca Hazine faiz dışı fazla yoluyla 2.7 milyar YTL, kamuya satışlardan 1.4 milyar YTL kaynak sağlamayı öngörmektedir.

► Merkezi Yönetim Borç Stoku

Merkezi Yönetim Borç Stoku			
Milyar YTL	2005 Yıl Sonu	Mayıs 2006	Haziran 2006
Toplam Borç Stoku	331.5	350.2	351.9
İç Borç Stoku	244.8	250.7	249.1
Dış Borç Stoku	86.7	99.4	102.8

KAYNAK :HAZİNE

Haziran ayında Merkezi Yönetim Borç Stoku Mayıs ayına göre 1.7 milyar YTL artarak 351.9 milyar YTL'ye (219.5 milyar dolar) yükselmiştir. Haziran ayında iç borç stoku 1.6 milyar YTL azalırken, dış borç stoku 3.3 milyar YTL artış göstermiştir.

Merkezi Yönetim İç Borç Stoku

Hazine Müsteşarlığı'nın Haziran ayında 10.4 milyar YTL'lik iç borç ödemesine karşılık 6.4 milyar YTL borçlanma gerçekleştirmesi sonucunda iç borç stoku Mayıs ayı sonuna göre 1.6 milyar YTL azalarak 249.1 milyar YTL'ye (156.4 milyar dolar) gerilemiştir. İç borç stokunun %84,2'lik bölümünü YTL cinsi borçların oluşturması nedeniyle dolar bazında iç borç stoku Nisan ayına göre 7.7 milyar dolar, 2005 yılı sonuna göre ise 27 milyar dolar gerilemiştir. İç borç stoku içinde piyasaya olan borçların payı Haziran ayı sonu itibariyle %69,7'lik seviyesini korumuştur.

Toplam İç Borç Stokunun Faiz Yapısı				
(%)	2005	Nis.06	May.06	Haz.06
Sabit Faizli	45.4	47.1	45.4	46.7
Değişken Faizli	54.6	52.9	54.6	53.3

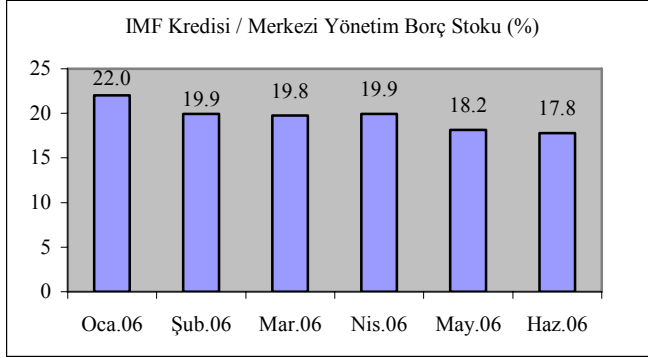
Kaynak:HAZİNE

Hazine'nin Mayıs ayında yoğun olarak değişken faizli borçlanma gerçekleştirmesi sonucunda iç borç stoku içinde değişken faizli olanların payında bir artış yaşanmasının ardından, Haziran ayında sabit faizli iç borç stokunun payı 1.3 puan artarak %46,7'ye yükselmiştir. Sabit faizli borç stokundaki artış ekonomide yaşanan gelişmeler sonucunda faizlerin yükseldiği bir ortamda borç stokunun faize olan duyarlılığını azaltması bakımından olumlu bir gelişmedir. Haziran sonu itibariyle iç borç stokunu ortalama vadesi Mayıs ayı sonuna göre 0,2 puan düşerek 24.5 aya gerilemiştir.

Haziran ayında gerçekleştirilen ödemeye birlikte piyasanın elinde dövize endekli Devlet İç Borçlanma Senetleri kalmamıştır. Böylece toplam iç borç stoku içinde dövize endekli DİBS'lerin payı Mayıs ayı sonuna göre 1 puan gerileyerek %0,8'e düşmüştür.

Merkezi Yönetim Dış Borç Stoku

Merkezi yönetim dış borç stoku Haziran ayı sonunda 102.8 milyar YTL (64.2 milyar dolar) olarak gerçekleşmiştir. Dış borç stokunun %67,5'lik bölümü sabit faizli, %32,5'lik bölümü ise değişken faizlidir.



Haziran ayı sonu itibariyle IMF'e olan borç stoku 2005 yılı sonuna göre 3.2 milyar dolar azalarak 11.4 milyar dolara gerilemiştir. 2006 yılı Ocak ayı sonunda merkezi yönetim dış borç stokunun %22'lik bölümünü oluşturan IMF kredilerinin payı Haziran ayı sonu itibariyle %17,8'e gerilemiştir.

ÖDEMELER DENGESİ

Ödemeler Dengesi (Milyon \$)	Mayıs			Ocak-Mayıs		
	2005	2006	Değ. (%)	2005	2006	Değ. (%)
Cari İşlemler Hesabı	-2.311	-4.016	73,8	-11.053	-16.552	49,8
Dış Ticaret Dengesi	-2.944	-4.401	49,5	-11.748	-17.179	46,2
İthalat	-9.229	-11.525	24,9	-42.444	-50.478	18,9
İhracat	6.285	7.124	13,3	30.696	32.299	5,2
Hizmetler Dengesi	1.037	866	-16,5	2.779	2.524	-9,2
Turizm	1.172	983	-16,1	3.162	3.158	-0,1
Yatırım Geliri Dengesi	-611	-639	4,6	-2.615	-2.446	-6,5
Cari Transferler	207	158	-23,7	531	549	3,4
Finans Hesabı	1.622	3.183	96,2	13.469	25.231	87,3
Doğrudan Yatırımlar	-43	6.529	-	628	8.134	-
Portföy Yatırımları	978	-3.107	-417,7	4.649	-114	-102,5
Diğer Yatırımlar	687	-239	-134,8	8.192	17.211	110,1
Net Hata Noksan	946	1.016	7,4	1.517	950	-37,4
Rezerv Varlıklar	-257	-183	-28,8	-3.933	-9.629	144,8
Resmi Rezervler	750	1.331	77,5	-1.759	-6.169	250,7

Kaynak: TCMB

Nisan ayında rekor bir düzeye ulaşan cari işlemler açığı, piyasalarda dalgalanmaların yaşandığı Mayıs ayında 2005 yılının aynı ayına göre %73,8 artarak 4 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Yılın ilk beş aylık dönemindeki cari açık bir önceki yılın aynı dönemine göre %49,8 oranında artarak 16.5 milyar dolara yükselmiştir. Mayıs ayı sonu itibariyle son bir yıllık açık ise 28.7 milyar dolara ulaşmıştır. Kurlardaki yükselmenin dış ticaret dengesi üzerindeki etkilerinin kısa dönemde görülmemesi ve turizm gelirlerindeki gerileme cari açığı yüksek düzeyde gerçekleşmesine neden olmuştur. Önümüzdeki aylarda döviz kurlarındaki yükselmenin ihracatı artırıp, ithalatı kısarak dış ticaret açığını daraltması ve turizm gelirlerinin artacak olması nedeniyle cari işlemler açığının azalması beklenmektedir.

Ödemeler bilançosunda yer aldığı şekliyle dış ticaret açığı 2006 yılının Ocak – Mayıs döneminde bir önceki yılın aynı dönemine göre %46,2 oranında artarak 17.2 milyar dolara yükselmiştir. Söz konusu dönemde ihracat %5,2 oranında artarken, ithalatın artış oranı %18,9 olarak gerçekleşmiştir.

2006 yılı Mayıs ayında hizmetler dengesi kalemindeki fazlanın 2005 yılının aynı ayına göre %16,5 oranında azalması cari işlemler açığının yüksek çıkmasının bir diğer nedenidir. Ocak – Mayıs dönemleri karşılaştırıldığında ise 2005 yılında 2.8 milyar dolar fazla veren hizmetler dengesi, 2006 yılının aynı döneminde 2.5 milyar dolar fazla vermiştir. 2006 yılını ilk beş aylık döneminde net turizm gelirleri bir önceki yılın aynı dönemine göre %0,1 azalmış ve 3.2 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.

Yatırım geliri hesabındaki açık, Ocak – Mayıs döneminde geçen yılın aynı dönemine göre %6,5 azalarak 2.4 milyar dolara gerilemiştir. Söz konusu dönemde kısa ve uzun vadeli kredilere ilişkin faiz ödemeleri 2005 yılının aynı dönemine göre %13,6 oranında artarak 2.2 milyar dolara yükselmiştir. Yatırım geliri hesabındaki açığın azalmasına rağmen, miktar olarak düşük olması nedeniyle cari işlemler açığı üzerindeki düzeltici etkisi sınırlı olmuştur.

► **Sermaye ve Finans Hesapları**

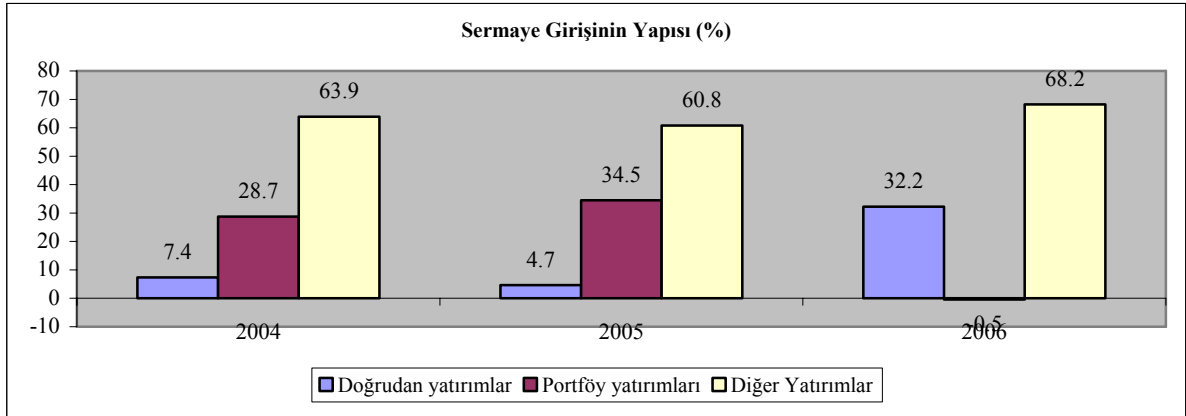
Mayıs ayında yurtiçi ve yurtdışı piyasalarda yaşanan dalgalanmaların etkileri sermaye ve finans hesaplarında görülmeye başlanmıştır. Mayıs ayında portföy yatırımları hesabında 3.1 milyar dolar, diğer yatırımlar hesabında ise 239 milyon dolar döviz çıkışı yaşanmasına rağmen doğrudan yatırımlar kanalıyla giren 6.5 milyar dolarlık kaynak cari açığın finansmanını sağlamıştır. Mayıs ayındaki toplam sermaye girişi 2005 yılının aynı ayına göre %96,2 oranında artarak 3.2 milyar dolar düzeyinde gerçekleşmiştir.

Mayıs ayında gerçekleşen 6.5 milyar dolarlık rekor düzeyde doğrudan sermaye girişinin büyük bir kısmı TMSF'nin Telsim'i Vodafone'a devretmesi ve Doğan Grubu'nun Petrol Ofisi'nin %34'lük bölümünü OMV şirketine devretmesiyle oluşmuştur. Bu sermaye girişinin 175 milyon dolarlık bölümünü yabancıların gayrimenkul alımları oluşturmuştur. 2005 yılının ilk beş ayında 628 milyon dolar olarak gerçekleşen doğrudan yatırımlar 2006 yılını aynı döneminde 8.1 milyar dolara yükselmiştir.

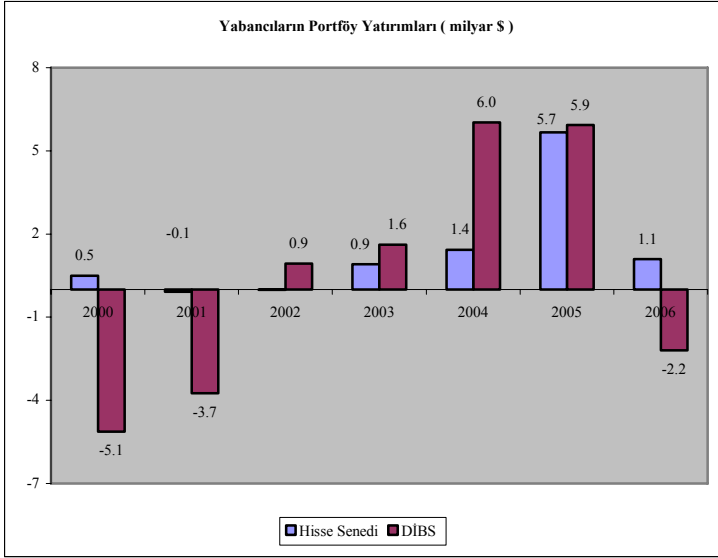
Mayıs ayında piyasada ortaya çıkan dalgalanmaların başlıca etkisi portföy yatırımlarında ortaya çıkmıştır. Portföy yatırımları yoluyla 3.1 milyar dolarlık net sermaye çıkışı yaşanmıştır. Mayıs ayında yabancı yatırımcılar net 3.1 milyar dolarlık DİBS satışı gerçekleştirirken, net 226 milyon dolarlık hisse senedi alımı yapmışlardır.

Hazine'nin 1.5 milyar dolarlık IMF kredisi geri ödemesi yaptığı Mayıs ayında, bankalar 637 milyon dolar, reel sektör ise 1.6 milyar dolar borçlanma gerçekleştirmişlerdir. Sonuç olarak diğer yatırımlar yoluyla Mayıs ayında 239 milyon dolarlık döviz çıkışı yaşanmıştır. 2006 yılının diğer aylarıyla karşılaştırıldığında, piyasalarda yaşanan dalgalanmaların bankaların ve reel sektörün borçlanma performansını olumsuz etkilemediği görülmektedir.

2006 yılının ilk beş aylık döneminde toplam sermaye girişi geçen yılın aynı dönemine göre %87,3 oranında artarak 25.2 milyar dolara ulaşmıştır. Toplam sermaye girişinin 8.1 milyar dolarlık bölümünü doğrudan yatırımlar, 17.2 milyar dolarlık bölümünü ise diğer yatırımlar yoluyla giren sermaye oluşturmuştur. Portföy yatırımları kaleminde ise 114 milyon dolarlık döviz çıkışı yaşanmıştır.



Ocak – Mayıs dönemleri itibariyle toplam sermaye girişinin yapısına baktığımızda 2006 yılında, son iki yıla göre temel farklılıklar dikkat çekmektedir. Son üç yılda diğer yatırımlar yoluyla giren sermaye toplam içindeki ağırlığını devam ettirerek ortama olarak toplam sermaye girişinin %64,3'lük bölümünü oluşturmuştur. Ancak büyük ölçüde sıcak para olarak tanımlanan finansman kalemlerinden oluşan portföy yatırımları 2006 yılında toplam sermaye girişi içindeki payını tamamen kaybetmiştir. Mayıs ayında doğrudan yatırımların 6.5 milyar dolar gibi rekor bir düzeyde gerçekleşmesiyle 2006 yılı Ocak – Mayıs döneminde doğrudan yatırımların toplam sermaye girişi içindeki payı %32,2'ye yükselmiştir. Bu durum cari işlemler açığını finansman kalitesinin yükseldiğine dair önemli bir işarettir.



gerçekleşmiştir.

2006 yılı Ocak – Mayıs döneminde diğer yatırımlar kanalıyla 17.2 milyar dolarlık sermaye girişi yaşanmıştır. Kamu kesimi bu dönemde 3.5 milyar dolarlık IMF kredisi, 611 milyon dolar da uzun vadeli kredi geri ödemesi gerçekleştirmiştir.

Yurtdışı Kredi Kullanımı			
(Milyar \$)	Ocak – Mayıs		
	2005	2005	2006
Bankalar	9.1	1.9	4.1
Uzun Vadeli	6.4	1.3	3.1
Reel Sektör	13.5	2.2	11.0
Uzun Vadeli	9.7	2.1	10.9

Kaynak: TCMB

Bankalar ve reel sektör kuruluşlarının yurtdışı piyasalardan sağladıkları krediler 2006 yılının ilk beş ayında bir önceki yılın aynı dönemine göre büyük artış göstermiştir. Reel sektörün tamamı uzun vadeli kredilerden oluşan dış kaynak kullanımını, 2006 yılı Ocak – Mayıs döneminde, 2005 yılının aynı dönemine göre 8.8 milyar dolar artarak 11 milyar dolara ulaşmıştır. Aynı dönemde bankaların kullandığı krediler ise 4.1 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.

Yabancıların Türkiye'deki Mevduatları		
Milyon Dolar	Nisan 2006	Mayıs06
Toplam Mevduat	8.539	7.599
Yabancı Banka Mevduatı	2.410	2.051
DTH	2.263	2.250
YTL Cinsi Mevduat	3.866	3.298
Kur Farkı	-179	70
Değişim	640	-1.010

Sıcak para olarak tanımlanan sermayenin bir diğer bileşeni olan yabancıların Türkiye'deki mevduatları piyasalarda yaşanan dalgalanmayla birlikte gerileyerek önemli bir döviz çıkışına neden olmuştur. Mayıs ayında yabancı yatırımcıların Türkiye'deki bankalarda bulunan mevduatları 1 milyar dolar azalmıştır. Nisan ayında 8.5 milyar dolar seviyesinde bulunan yabancıların mevduatları Mayıs ayında 7.6 milyar dolar seviyesine gerilemiştir. Mayıs ayında, yabancı bankaların Türkiye'deki bankalarda bulunan

mevduatları 359 milyon dolar, yabancılar ait döviz hesapları 13 milyon dolar ve yabancı yatırımcıların YTL cinsinden hesapları ise 568 milyon dolar azalmıştır.

2006 yılı Ocak - Mayıs döneminde net hata noksan kalemiyle 950 milyon dolarlık döviz girişinin yaşanmasının ardından toplam döviz açığı 15.6 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu dönemde 25.2 milyar dolar sermaye girişi sonucunda Merkez Bankası rezervleri 6.2 milyar dolar artarken, 3.5 milyar dolar IMF kredisi geri ödemesi gerçekleştirilmiştir.

Vakıfbank Ekonomik Araştırmalar Birimi olarak 2006 yılı cari işlemler açığı tahminimiz 27.7 milyar dolardır.

MACARİSTAN

Mayıs ayında uluslararası likidite koşullarının gelişmekte olan ülkeler aleyhine dönmesi sonucunda birçok ülke piyasası dalgalanma yaşamıştır. Bu dalgalanmalardan en çok etkilenen ülkelerin başında Türkiye, Macaristan ve Güney Afrika gelmiştir. Bu üç ülkenin ortak yapısal özelliğinin yüksek düzeyde verilen cari işlemler açığı olduğu görülmektedir. Yüksek oranlı bütçe ve cari işlemler açıkları, yabancı yatırımcıların bu ülkelere yönelik risk algılamalarını olumsuz yönde etkileyerek hisse senedi ve bono piyasalarından çıkışlara neden olmakta ve döviz talebini arttırarak kurlarda artışa yol açmaktadır. Türkiye ekonomisinde son aylarda yaşanan dalgalanmaları daha iyi analiz edebilmek için benzer koşullara sahip Macaristan ile karşılaştırmanın yararlı olacağı düşünülmektedir.

	2001	2002	2003	2004	2005
GSYİH (Milyar \$)	52.3	65.6	83.1	100.7	109.2
Büyüme	4,3	3,8	3,4	4,6	4,1
Tüfe (%)	9,2	5,3	4,7	6,8	3,6
Cari İşlemler Açığı (Milyar \$)	3.2	4.7	7.2	8.8	7.9
Cari İşlemler Açığı / GSYİH	-6,1	-7,2	-8,7	-8,8	-7,3
Bütçe Açığı / GSYİH	-3,4	-8,5	-6,2	-5,6	-6,1
Dış Borç Stoku (Milyar \$)	30.3	35	45.8	59.8	66.3
Dolar Kuru	286.5	257.9	224.3	202.7	199.6
Toplam Borç Stoku / GSYİH	57,9	53,3	55,1	59,4	60,7

Avrupa Birliği üyesi Macaristan ekonomisi yukarıdaki tabloda da görüldüğü gibi son yıllarda ikiz açık (twin deficit) sorunu yaşamaktadır. 2001 yılından 2005 yılına kadar ortalama olarak GSYİH'nin %6,3'ü oranında gerçekleşen cari işlemler açığına, bütçe açığı da eşlik etmiştir. Söz konusu dönemde GSYİH'nin %7,6'sı kadar bütçe açığı verilmiştir. İkiz açığın yaşandığı dönemde Macaristan'ın borç rakamlarında da önemli artış yaşanmıştır. 2001 yılında 30.3 milyar dolar olan dış borç stoku, 2005 yılı sonunda

66.3 milyar dolara yükselmiştir. Aynı dönemde toplam borç stokunun GSYİH'ya oranı %57,9'dan %60,7'ye yükselmiştir. Türkiye ekonomisi son dönemde yüksek oranda cari işlemler açığı vermesine karşın yapısal olarak Macaristan'dan ayrılmaktadır. 2004 yılından itibaren uygulanan sıkı maliye politikaları sonucunda bütçe açığı önemli ölçüde azaltılmış ve cari işlemler açığı üzerinde kamunun ağırlığı düşmüştür. Türkiye ekonomisinin gösterdiği yüksek büyüme performansına paralel olarak özel sektörün tasarruf açığı cari işlemler açığı üzerinde belirleyici rol oynamıştır.

2001 yılından itibaren açık veren Macaristan bütçesi 2006 yılında da aynı eğilimi devam ettirmiştir. Nisan ayında yapılan seçimler öncesinde yılın ilk dört ayındaki yüksek seviyedeki harcamalar nedeniyle 2006 yılı için GSYİH'nin %4,7 si olarak belirlenen bütçe açığı hedeflerine ulaşılmasının zor olduğu görülmektedir. Bu nedenle hükümet, 1.5 ile 1.7 milyar Euro tutarında mali önlem paketi uygulamayı planlamaktadır. Kısa vadede alınacak bir takım önlemler sorunu hafifletecek olsa da gelir ve harcama vergilerinde yapılan indirimlerin yılın ikinci yarısından itibaren bütçeye yansıtılacak olması bütçe açığı ile ilgili belirlenen hedeflere ulaşılmasını imkansız kılmaktadır. Hükümet tarafından, bütçe açığının GSYİH'ya oranının, Maastricht kriterlerinde belirtilen %3'lük seviyeye 2008 yılında ulaşacağı ve Macaristan'ın 2010 yılında Euro'ya katılmaya hazır olacağı belirtilse de reform uygulamalarının sonuçlarının orta vadede ortaya çıkmasının zor olması nedeniyle Euro'ya katılım süreci beklenenden uzun sürede gerçekleşebilecektir.

Macaristan'ın kamu dengesinde ortaya çıkan bozulmanın yabancı yatırımcılar üzerindeki en belirgin yansıması, uluslararası derecelendirme kuruluşlarının ülkenin kredi notunu düşürmesi olmuştur. S&P, Haziran ayında Macaristan'ın uzun vadeli döviz cinsi kredi notunu 'A-' den 'BBB+' ya düşürürken yaptığı açıklamada, not indiriminin Macaristan'ın çok yüksek genel kamu açıklarından ve borç rakamlarındaki hızlı yükselişten kaynaklandığını ve kamu finansmanındaki bozulmanın devam etmesi durumunda kredi notunun daha da aşağı çekilebileceğini vurgulamıştır. Bu durum maliye politikası uygulamalarının uluslararası piyasalardaki risk algılamaları üzerinde ne kadar belirleyici olduğunu göstermektedir.

Macaristan hükümeti kamu maliyesinde yaşanan dengesizliklere karşı önlem paketi açıklamıştır. Bu önlemler, kısa ve uzun vadeli olmak üzere iki ana başlık altında toplanmaktadır.

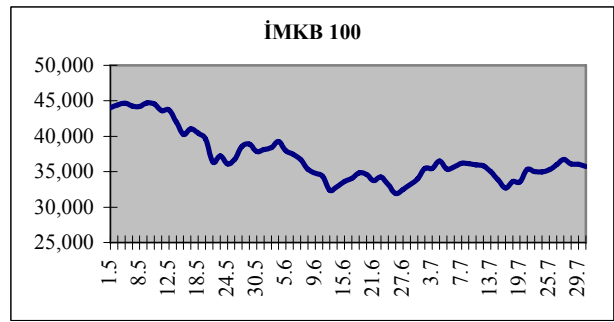
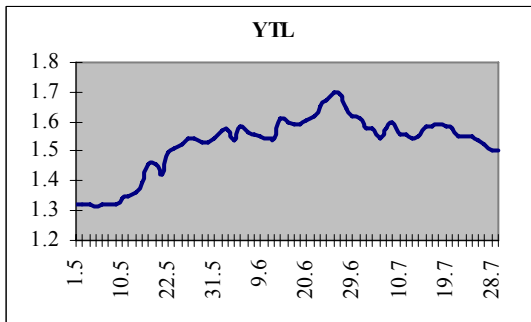
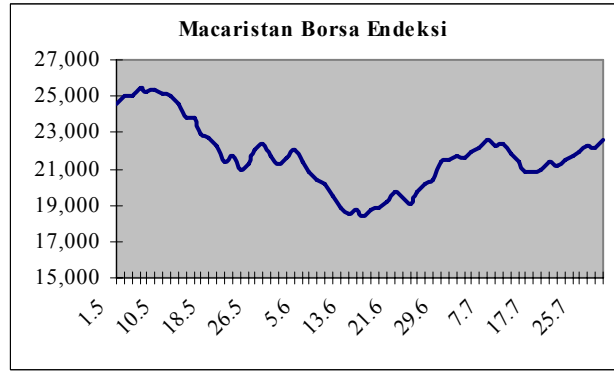
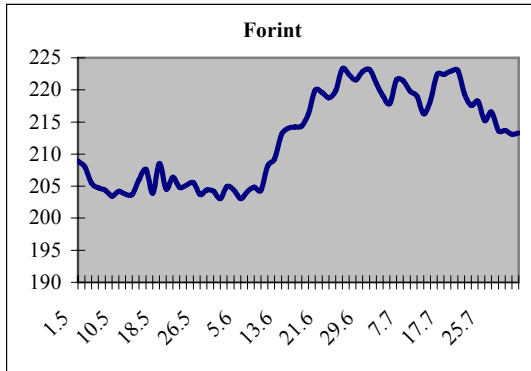
1. *Kısa vadeli önlemler:* Hükümet tarafından alınan kısa vadeli önlemlerin temel amacı 2006 yılı için GSYİH'nin %4,7'si olarak belirlenen bütçe açığı hedeflerine ulaşmaktır. Kamu gelirlerini arttırmayı, harcamaları ise kısmayı hedefleyen kısa vadeli önlemler: Kurumlar vergisi üzerine eklenen %4 dayanışma vergisi, şirketlere uygulanacak "makul vergi", bankaların faiz gelirlerinden yapılacak kesinti ve milletvekili maaşlarından yapılacak %5'lik indirim olarak sıralanmaktadır.

2. *Uzun Vadeli Önlemler:* Uzun vadeli önlem paketi ile bütçe açıklarının sürekli olarak azaltılarak kamu maliyesinin disipline edilmesini amaçlamaktadır. Bu amaçla, eğitim, yerel yönetimler ve sağlık alanlarında reform uygulamaları yapılması planlanmaktadır. Bu çalışmaların ilk etkilerinin 2007 yılı bütçesinde ortaya çıkması beklenmektedir.

Uzun ve kısa vadeli olarak sınıflandırılan bu önlemler Türkiye'nin reform gündemine benzemekte ve kısa vadede bütçe üzerinde büyük etkisi olmasa da hükümetin kamu maliyesini disipline etme konusundaki kararlılığını göstermektedir.

Uluslararası likidite koşullarına duyarlılığı arttıran en önemli etkenlerden olan cari işlemler açığı Macaristan ekonomisinin bir diğer önemli sorunu olarak görünmektedir. 2001 yılında GSYİH'nin %6,1'i olan cari işlemler açığı sonraki yıllarda sürekli artarak 2004 yılında GSYİH'nin %8,8'ine ulaşmıştır. Hizmetler sektöründeki fazla ve dış ticaret açığının azalması sonucu bu oran 2005 yılında %7,3'e gerilemiştir. Bununla birlikte Macaristan'da bütçe açığının da aynı yıllarda yüksek olması cari işlemler açığının faturasını arttırmaktadır.

Gerek kamu maliyesi gerekse ödemeler bilançosu açısından büyük sorun yaşayan Macaristan'ın Avrupa Birliği şemsiyesi altında bulunması ve hükümetin kamu maliyesi alanındaki reform çalışmalarını kararlılıkla sürdüreceğini açıklaması Macaristan üzerindeki risk algılamalarını azaltmaktadır. Bu açıdan bakıldığında, Macaristan'a göre çok daha iyi bir bütçe performansı sergileyen Türkiye'nin uzun dönemde de bu performansını sürdürmesi açısından kamu maliyesi alanında reform uygulamalarına devam etmesi ve Avrupa Birliği'ne üyelik sürecinin sorunsuz devam etmesi ekonominin kırılğanlıklarını azaltıcı etki gösterecektir.



01.05.2006 -15.06.2006 tarihleri arası (%) değişimler	
YTL	20,8
İMKB 100	-23,6
Forint	2,5
Macaristan Borsası	-24,8

Yandaki tabloda 1 Mayıs ile 15 Haziran tarihleri arasında Türkiye ve Macaristan para birimlerinin dolar karşısındaki değerinin ve borsa endekslerinin değişim oranları görülmektedir. Söz konusu dönemde YTL, dolar karşısında %20,8, Forint (Macaristan) %2,5 değer kaybetmiştir. Forint'in Haziran ayı sonu itibariyle değer kaybı ise %7 olarak gerçekleşmiştir. Aynı dönemde İMKB-100 endeksi %23,8, Macaristan borsası ise %24,8 değer kaybetmiştir.

DIŞ TİCARET

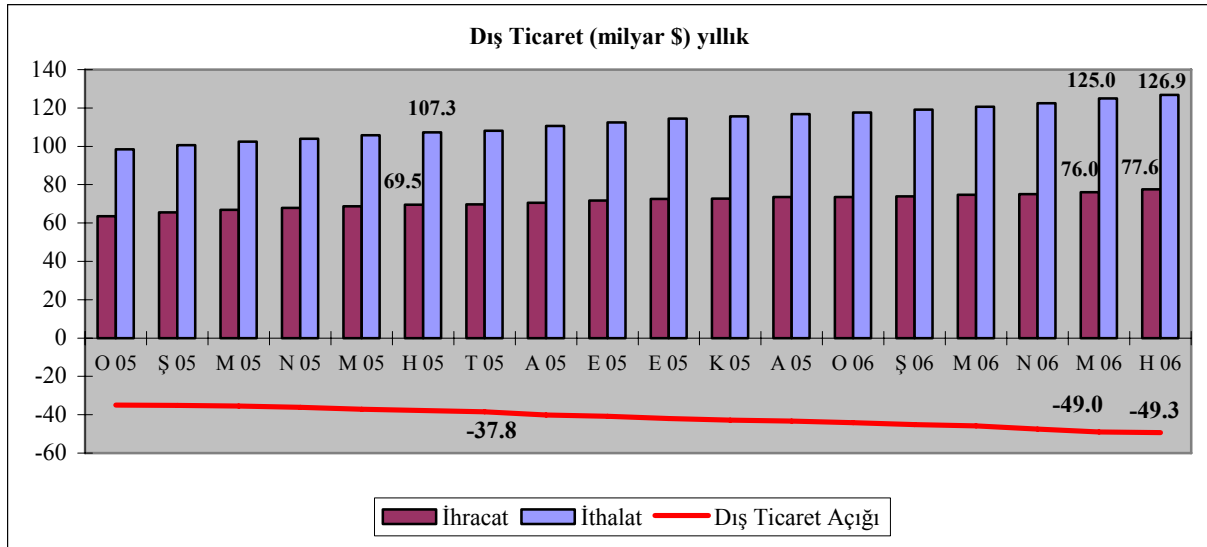
Dış Ticaret						
Milyon \$	Haziran			Ocak – Haziran		
	2005	2006	Değ.(%)	2005	2006	Değ.(%)
İhracat	6.039	7.582	25,6	35.385	39.461	11,5
İthalat	9.947	11.798	18,6	55.094	65.196	18,3
Dış Ticaret Dengesi	-3.909	-4.216	7,9	-19.710	-25.735	30,6
Karşılama Oranı (%)	60,7	64,3		64,2	60,5	

Kaynak: TÜİK

Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) verilerine göre 2006 yılı Haziran ayında ihracat 2005 yılının aynı ayına göre %25,6 artarak 7.6 milyar dolara, ithalat ise %18,6 oranında artarak 11.8 milyar dolara yükselmiştir. Bir önceki yılın Haziran ayında 3.9 milyar dolar olarak gerçekleşen dış ticaret açığı 2006 yılının aynı ayında %7,9 oranında artarak 4.2 milyar dolara yükselmiştir.

Son aylarda düşük seviyelerde seyreden ihracatın ithalatı karşılama oranı, ihracatın rekor bir oranda arttığı Haziran ayında 2005 yılı Ekim ayından bu yana en yüksek seviyesi olan %64,3'e yükselmiştir.

2006 yılının ilk yarısında ihracat bir önceki yılın aynı dönemine göre %11,5 artarak 39.5 milyar dolara yükselirken , ithalat %18,3'lük artışla 65.2 milyar dolara ulaşmıştır. 2005 yılının Ocak – Haziran döneminde 19.7 milyar dolar olarak gerçekleşen dış ticaret açığı, 2006 yılının aynı döneminde %30,6 oranında artarak 25.7 milyar dolara yükselmiştir. 2005 yılının ilk yarısında %64,2 olan ihracatın ithalatı karşılama oranı, 2006 yılının aynı döneminde %60,5'e gerilemiştir.



2005 yılı Haziran ayı sonu itibariyle 68.8 milyar dolar olan yıllık ihracat 2006 yılı Haziran sonunda 77.6 milyar dolar olarak gerçekleşirken aynı dönemde yıllık ithalat 107.3 milyardan 126.9 milyar dolara yükselmiştir. Söz konusu dönemler itibariyle dış ticaret hacmindeki 27.6 milyar dolarlık artışın 19.5 milyar doları ithalat artışından, 8.1 milyar doları ihracat artışından kaynaklanmıştır. 2006 yılı Haziran ayı sonu itibariyle yıllık dış ticaret açığı ise 49.3 milyar dolara ulaşmıştır.

► İhracat

Haziran ayında 7.6 milyar dolarlık aylık bazdaki en yüksek ihracat rakamına ulaşılmasını sağlayan başlıca kalemler, 2005 yılının aynı ayına göre ihracatlarını %40,3 arttıran otomotiv, %21 arttıran makine ve %23,3 arttıran demir çelik olmuştur. Tekstil sektörü ihracatında Mayıs ayında başlayan artış eğilimi Haziran ayında da devam etmiştir. Örne giyim eşyası ihracatı %11,5 artarak 632 milyon dolara ulaşmıştır. İhracat açısından önemli bir diğer kalem de ihracatı %102,8 oranında artarak mineral yakıtlar ve yağlar sektörü olmuştur. İhracata ülke grupları itibariyle bakıldığında Haziran ayında Avrupa Birliği ülkelerine yapılan ihracatta %33,6'lık artış dikkat çekmektedir. YTL'nin değer kaybetmesinin rekabet gücünü arttırmasının yanında, toplam ihracatımızın %53'lük bölümünü gerçekleştirdiğimiz Avrupa Birliği ülkelerindeki talep artışı da ihracatı arttıran bir diğer gelişme olmuştur.

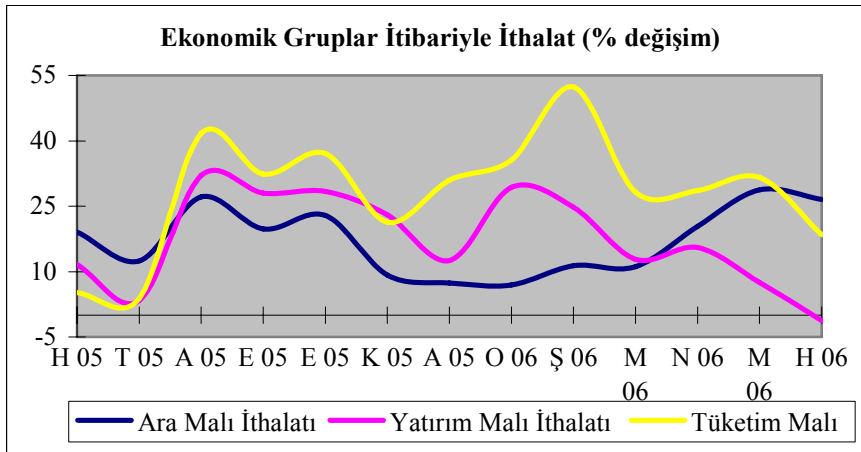
Türkiye İhracatçılar Meclisi'nin yayınladığı verilere göre ihracat Temmuz ayında %22,4 artarak 6.9 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Yılın ilk yedi aylık dönemindeki toplam ihracat %14,2 artarak 46.8 milyar dolara ulaşırken, Temmuz ayı sonu itibariyle son bir yıllık ihracat ise 79.3 milyar dolara yükselmiştir. Otomotiv, demir-çelik, demir dışı metaller ve makine ve aksamları sektörlerinin ihracatlarındaki yüksek büyüme hızları Temmuz ayındaki ihracat artışını belirlemiştir.

► İthalat

İthalat						
Milyon \$	Haziran			Ocak – Haziran		
	2005	2006	Değ.(%)	2005	2006	Değ.(%)
Yatırım Malları	1.794	1.771	-1,3	9.280	10.491	16,1
Ara Malları	6.779	8.581	26,6	39.447	46.500	17,9
Tüketim Malları	1.198	1.419	18,4	6.101	8.000	31,1

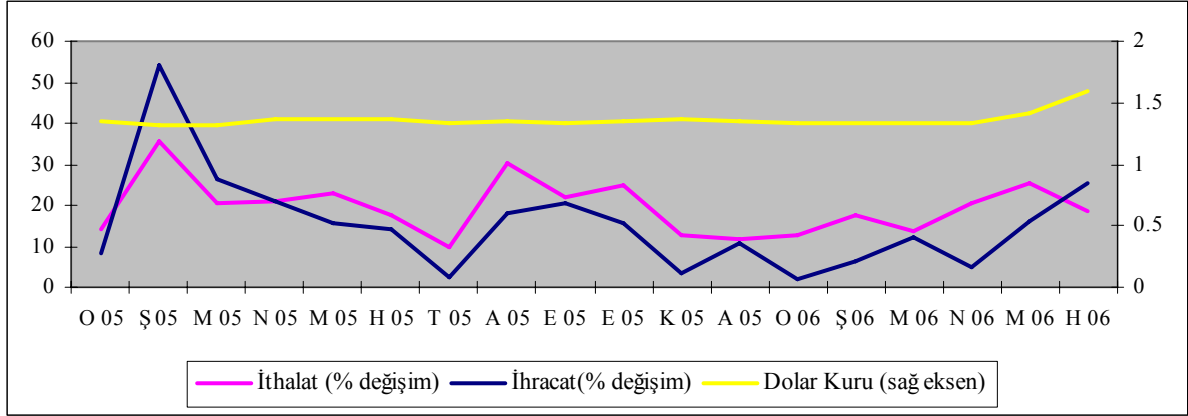
Kaynak: TÜİK

Haziran ayında ara malları ve tüketim malları ithalatları bir önceki yılın aynı ayına göre sırasıyla %26,6 ve %18,4 artış gösterirken yatırım malları ithalatı %1,3 gerilemiştir.



Kurlarda yaşanan dalgalanmanın ithalat üzerindeki etkilerini, ithalat ekonomik gruplar itibariyle inceleyerek daha belirgin olarak görmekteyiz. Yandaki grafikte de görüldüğü gibi, YTL'nin değer kaybetmesinin ardından yatırım malları ithalatında gerileme yaşanırken, tüketim malları ithalatının da artış hızı yavaşlamıştır. Bu süreçte ara malı ithalatında ise önemli bir değişiklik

olmamış ve artış eğilimi devam etmiştir. Yaptığımız ekonometrik çalışmalar da ara malları ithalatının kurlardaki değişime duyarlılığının az olduğunu göstermektedir. Bu gelişmenin başlıca nedenlerini, ihracatını arttıran sektörlerin yoğun ithal girdi kullanımı ve artan petrol fiyatları oluşturmaktadır.



YTL'nin değer kaybetmesininin dış ticaret üzerindeki etkileri beklenildiği gibi Haziran ayından itibaren görülmeye başlanmıştır. Yukarıdaki grafikte de görüldüğü gibi 2005 yılı Mart ayından bu yana ilk defa ihracatın artış hızı ithalatın artış hızının üzerine çıkmıştır. Ancak burada dikkat edilmesi gereken nokta kurlardaki değişimin dış ticaret açığını daraltıcı etkilerinin özellikle ihracat artışı yönünde gerçekleşmesidir. Haziran ayında ithalat 11.8 milyar dolar gibi yüksek bir seviyede gerçekleşmesine rağmen ihracatın rekor seviyeye ulaşması, dış ticaret açığının 2006 yılının diğer aylarına göre görece olarak düşük kalmasını sağlamıştır. Kurlarda meydana gelen dalgalanmaların dış ticaret rakamları üzerindeki etkilerinin önümüzdeki dönemde daha da belirginleşerek devam etmesi beklenmektedir.

Vakıfbank Ekonomik Araştırmalar Birimi olarak 2006 yılı ihracat tahminimiz 83 milyar dolar, ithalat tahminimiz ise 133 milyar dolardır.

BANKACILIK SEKTÖRÜ

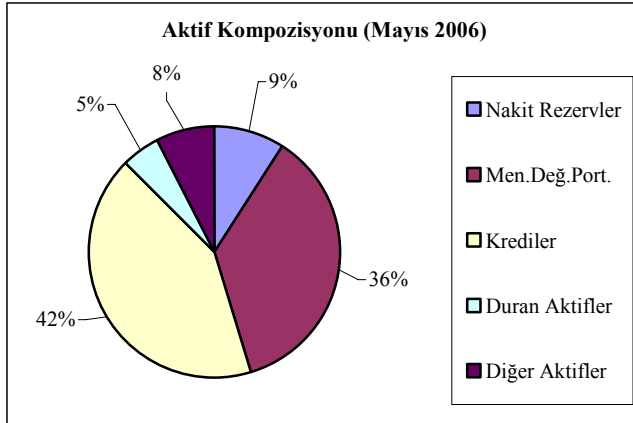
(Milyon) YTL	Ara.05 (1)	Nis.06 (2)	May.06 (3)	Değişim %	
				(3)-(1)	(3)-(2)
Nakit Rezervler	46.751	37.826	41.059	-12,2	8,5
Men.Değ.Port.	143.016	150.037	160.676	12,3	7,1
Krediler	149.937	168.968	187.244	24,9	10,8
Duran Aktifler	21.015	22.363	21.762	3,6	-2,7
Diğer Aktifler	36.243	34.021	33.485	-7,6	-1,6
Top.Aktif	3.969.62	4.132.15	444.226	11,9	7,5
<i>Kaynak: BDDK</i>					

hesaplarda izlenen krediler, menkul değerler ve nakit rezervler önemli oranlarda artmıştır.

Türk bankacılık sektörünün toplam aktifleri son bir ayda %7,5 oranında artarak Mayıs ayı itibariyle 444.2 milyar YTL olmuştur. Bankacılık sektörü bilançosunda kaydedilen bu yüksek büyüme oranında, son bir aylık dönemde TL'nin yabancı para birimleri karşısında %20'lere varan oranlarda değer kaybetmesi sonucunda yabancı para aktiflerde meydana gelen yüksek oranlı artışın önemli katkısı olmuştur. Mayıs ayında yabancı para

Son bir aylık dönemde bütün banka gruplarının YP aktifleri ve toplam aktifleri artarken, yabancı mevduat bankaları ve kamu mevduat bankalarının TP aktiflerinin azaldığı görülmektedir. Mayıs ayında özel sermayeli mevduat bankalarının aktif büyüklüğü son bir aylık dönemde %9,7 oranında artarak 266.7 milyar YTL'ye; kamu sermayeli mevduat bankalarının toplam aktifleri %3,7 oranında artarak 135.2 milyar YTL'ye; kalkınma ve yatırım bankaları ile yabancı sermayeli mevduat bankalarının aktif büyüklükleri sırasıyla %5 ve %9,2 artarak 27.7 milyar YTL ve 14.6 milyar YTL'ye ulaşmıştır.

► Bankacılık sektörünün aktif kompozisyonu



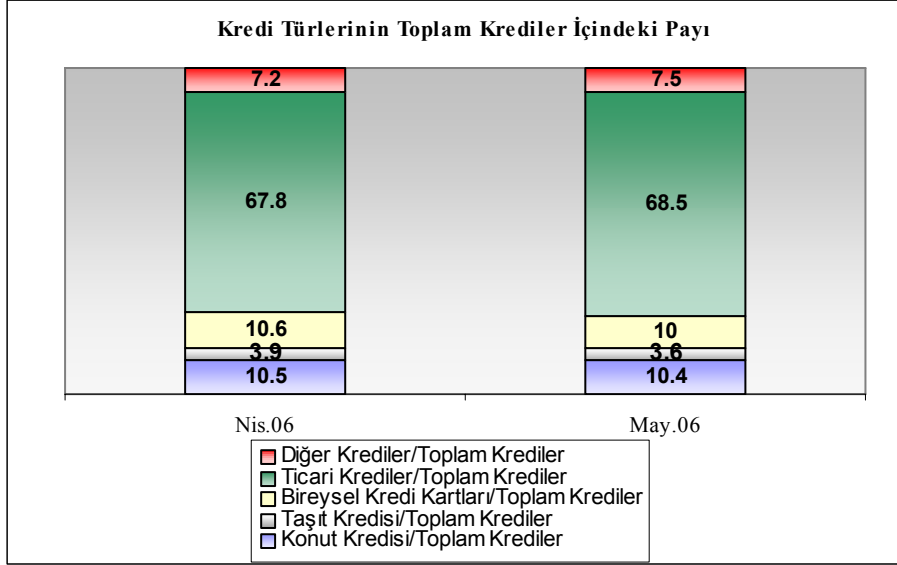
Aktif kompozisyonunda Nisan ayına göre bir değişiklik görülmezken, Aralık ayına göre önemli değişiklikler olmuştur. Kredilerin payı son beş aylık dönemde 4 puan; nakit rezervler 3 puan artarken; diğer aktifler 1 puan azalmış; menkul değer portföyü ve duran aktiflerin aktif içerisindeki payında değişiklik olmamıştır.

Son bir aylık dönemde bankacılık sektörünün krediler ve menkul değerlerinin hem TP hem YP kalemlerinde artış gerçekleşirken, nakit ve benzeri varlıkların TP hesaplarında %9,2 oranında gerileme gözlenmiştir.

Menkul değerler cüzdanı son bir aylık dönemde YP hesaplarda izlenen menkul değerlerde gözlenen yüksek oranlı artışların da etkisiyle %7,1 oranında artmıştır.

Bankacılık sektörü kredi hacmi ise Mayıs ayı itibariyle bir önceki aya göre %10,8 artarak 187.2 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir. Bu yükselişte yukarıda da belirtildiği gibi YP kredilerin yükselen kurlar nedeniyle bir önceki aya göre %20,1 oranında artması etkili olmuştur. Piyasalarda yaşanan dalgalanmanın hemen ertesinde bankaların kredi faiz oranlarını yükseltmelerinin etkisi ile bir önceki aya göre bireysel kredi kartları, konut kredileri ve taşıt kredilerinin toplam krediler içerisindeki paylarının azaldığı görülmektedir.

Ticari kredilerin toplam krediler içerisindeki payının 0,7 puan yükseldiği görülürken, bu artışta dövize endeksli kullanılan ticari kredilerdeki artışın etkili olduğu düşünülmektedir.



Kredilerin Takibe Dönüşme Oranı			
% pay	Ara.05	Nis.06	May.06
Konut	0,13	0,1	0,1
Taşıt	1,2	1,5	1,5
Bireysel Kredi kartları	7,8	8,8	8,0
Ticari Krediler	5,7	5,1	4,6

Kaynak: BDDK

Mayıs ayı itibariyle kredi türlerinin takibe dönüşüm oranları incelendiğinde; konut ve taşıt kredilerinde bir değişim olmazken, bireysel kredi kartlarında 0,8 puan, ticari kredilerde ise 0,4 puan azalış gerçekleştiği görülmektedir.

İlk beş sektör itibariyle durum değerlendirildiğinde;

	En çok Pay alan 5 Sektör % Pay		Tkb.Dön.Orn.	
	Nis.06	May.06	Nis.06	May.06
Top.Tic.ve Kom.	9,2	9,0	4,4	3,9
Tekstil San.	7,7	6,9	14,0	12,5
Finansal Aracılık	6,4	5,8	5,2	4,6
İnşaat	6,0	5,6	3,6	2,9
Metal Ana San.	5,3	5,5	0,3	0,4
	34,6	32,8		

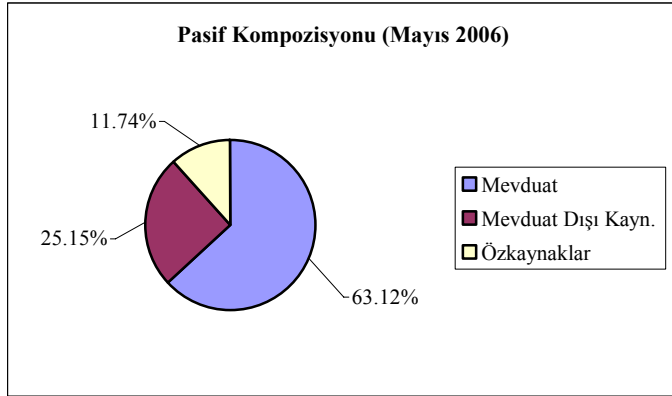
Kaynak: BDDK

Nisan ayı itibariyle ticari kredilerden en çok pay alan 5 sektörün ticari krediler içindeki payı %34,6 iken, Mayıs ayında bu pay 1,8 puan azalarak %32,8'e gerilemiştir. Bir aylık dönemde metal ana sanayi dışındaki dört sektörün toplam ticari krediler içindeki paylarında azalış gerçekleşmiştir. Söz konusu sektörlerdeki takibe dönüşüm oranları incelendiğinde ise aynı dönemde finansal aracılık sektörü dışındaki sektörlerde gerileme söz konusudur.

► Pasif Yapısı:

(Milyon) YTL	Ara.05 (1)	Nis.06 (2)	May.06 (3)	Değişim %	
				(3)-(1)	(3)-(2)
Mevduat	243.121	254.738	280.374	15,3	10,1
Mevduat Dışı Kayn.	100.108	101.861	111.707	11,6	9,7
Özkaynaklar	53.733	56.616	52.145	-3,0	-7,9
Toplam Pasif	396.962	413.215	444.226	11,9	7,5
<i>Kaynak: BDDK</i>					

Bankacılık sektörünün kaynak yapısına bakıldığında son bir aylık dönemde mevduat ve mevduat dışındaki kalemlerde sırasıyla %10,1 ve %9,7 oranında artış görülmesine karşın özkaynakların %7,9 oranında azaldığı görülmektedir.



Kaynakların kompozisyonuna bakıldığında, toplam kaynakların %63'ünü mevduatın, %25'inin mevduat dışı kaynakların; %12'sinin özkaynakların oluşturduğu görülmektedir. Son bir aylık dönemde mevduat dışı kaynakların payında önemli bir değişiklik olmadığı; mevduatın payında YP mevduatta meydana gelen artış nedeniyle 1,5 puanlık yükseliş gerçekleştiği, özkaynakların payında ise 2 puanlık gerileme meydana geldiği görülmektedir.

Son bir aylık dönemde YP mevduatta meydana gelen %18,7 oranındaki artışla bankacılık sektörü toplam mevduatı %10,1 oranında artarak Mayıs ayında 280.4 milyar YTL'ye ulaşmıştır. Özel sermayeli mevduat bankalarının toplam mevduatı Nisan ayına göre %10,2 oranında artarak 161.3 milyar YTL'ye kamu sermayeli mevduat bankalarının toplam mevduatı %8,7 oranında artarak 105.5 milyar YTL'ye; yabancı sermayeli mevduat bankalarının toplam mevduatı %19,8 oranında artarak 13.6 milyar YTL'ye yükselmiştir.

Mevduatın para cinsi kompozisyonu son bir aylık dönemde kurlarda meydana gelen yükseliş nedeniyle YP lehine değişmiştir. Mayıs 2005 döneminde toplam mevduat içerisinde YP mevduatın payı %40,5 iken Nisan 2006 döneminde sözkonusu oran %34,3'e gerilemiş; Mayıs 2006 döneminde ise %37 seviyesine yükselmiştir.

Sektörün aracılık işlevi göstergelerinden biri olan mevduatın krediye dönüşüm oranı 2003 yılında %36 gibi düşük bir düzeyde iken, ekonomik ortamda yaşanan canlılık sonucunda devamlı artan bir seyir izleyerek 2005 yılı sonunda %61,8 seviyesine yükselmiştir. Mayıs ayında ise Nisan ayına göre 0,4 puan artarak %66,9 olarak gerçekleşmiştir. Mevduatın krediye dönüşüm oranı kamu bankalarında sektör ortalamasının oldukça altında %35,5 düzeyinde gerçekleşirken, özel sermayeli bankalarda %80,1, yabancı sermayeli bankalarda ise %101,6 olmuştur.

Faiz oranlarındaki gerileme nedeniyle menkul kıymet getirilerinin gerilemesi ve ekonomik ortamdaki canlılıkla birlikte kredi kullanımının yaygınlaşması sonucunda bankaların asli fonksiyonları olan kredi aracılığı faaliyetlerine ağırlık vermeleri neticesinde portföylerinde daha az menkul kıymet bulundurmaları nedeniyle mevduatın menkul kıymete dönüşüm oranı da gerilemektedir. 2003 yılı sonunda %65 olan sözkonusu oran Aralık 2005'te %58,8'e gerilemiştir. Nisan 2006'da %58,9 olan bu oran Mayıs 2006'da ise %57,3'e gerilemiştir. Mevduatın menkul değerlere dönüşüm oranı kamu bankalarında %68,5 olarak gerçekleşirken, özel sermayeli mevduat bankalarında %50, yabancı sermayeli bankalarda ise %44,2 seviyesinde gerçekleşmiştir.

Sektörün mevduat dışı kaynakları içerisinde en büyük kalem olan bankalara borçlar kalemi son bir aylık dönemde artarken, pasifler içindeki payı %14'ten %14,9'a yükselmiştir. Bankaların varlıklarını fonlar, mevduata göre daha uzun vadeli ve daha makul faiz oranları sunması nedeniyle sendikasyon ve sekürütizasyon kredilerine ağırlık vermeleri ve YP cinsinden alınan bu kredilerde TL'deki değer kaybı nedeniyle artış gerçekleşmesi bu kalemdeki artışın yüksek boyutlarda olmasına neden olmuştur. 2005 yılı Mayıs ayında 4.5

milyar ABD doları olan sendikasyon kredileri (dış ticaretin finansmanı amaçlı olanlar hariç) %110 oranında artarak Mayıs 2006'da 9.5 milyar ABD dolarına ulaşmıştır. Son bir aylık dönemde kamu bankalarının yurtdışı bankalara olan borçları %17,1 oranında artarken; özel sermayeli mevduat bankalarının yurtdışı bankalara olan borçları %21,6 oranında artmıştır.

(Milyon) YTL	Değişim %				
	Ara.05 (1)	Nis.06 (2)	May.06 (3)	(3)-(1)	(3)-(2)
Ödenmiş Sermaye	20.041	21.408	22.029	9,9	2,9
Yedek Akçeler	42.340	41.820	41.395	-2,2	-1,0
Sabit Kıy.Yen.Değerleme Fonu	226	1.058	969	328,8	-8,4
Menkul Değerler Değer Artış Fonu	43.59	4.645	1.749	-59,9	-62,3
Dönem Kar/Zararı	5.715	3.502	4.204	-26,4	20,0
Geçmiş Yıllar Kar/Zararı	-18.945	-15.818	-18.201	-3,9	15,1
Toplam Özkaynaklar	53.736	56.615	52.145	-3,0	-7,9

Kaynak: BDDK

Mayıs 2006 döneminde sektör özkaynakları son bir aylık dönemde %7,9 oranında azalarak 52.1 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir. Özkaynaklardaki azalışta faiz oranlarında gerçekleşen ani yükselişle menkul değerler değer artış fonunun %62,3 oranında azalması etkili olmuştur. Son bir aylık dönemde özkaynaklar kalemleri içerisinde sabit kıymet yeniden değerlendirme fonu %8,4; yedek akçeler %1 oranında azalırken, dönem karı %20; ödenmiş sermaye %2,9 oranında artmıştır.

(Milyon) YTL	Değişim %				
	May.05 (1)	Nis.06 (2)	May.06 (3)	(3)-(1)	(3)-(2)
Toplam Faiz Gelirleri	17.132	15.387	19.956	16,5	29,7
Kredilerden Alınan Faizler	7.776	7.754	10.241	31,7	32,1
Menkul Değer Port. Al. Faizler	8.073	6.173	7.796	-3,4	26,3
Toplam Faiz Giderleri	9.374	9.368	11.986	27,9	27,9
Mevduata Verilen Faizler	7.707	7.788	9.869	28,1	26,7
Bankalara Verilen Faizler	753	1.161	1.578	109,6	35,9
Net Faiz Gelir/Gideri	7.758	6.019	7.970	2,7	32,4
Toplam Faiz Dışı Gelirler	3.610	4.287	7.032	94,8	64,0
Toplam Faiz Dışı Giderler	6.037	5.730	7.144	18,3	24,7
Vergi Öncesi Kar/Zararı	5.419	4.569	5.444	0,5	19,2
Net Dönem Kar/Zararı	3.849	3.502	4.204	9,2	20,0

Kaynak: BDDK

Sektörün net dönem karı Mayıs ayında geçen yılın aynı dönemine göre %9,2, bir önceki aya göre ise %20 oranında artarak 4.204 milyon YTL'ye ulaşmıştır. TL'nin yabancı para birimleri karşısında değer kaybetmesi nedeniyle oluşan yüksek miktarda kambiyo zararı, bankacılık sektörünün vergi öncesi karını sınırlandırmıştır. 2005 yılı Mayıs ayında 17.1 milyar YTL olan toplam faiz gelirleri %16,5 oranında artarak 2006 Mayıs ayında 20 milyar YTL'ye ulaşmıştır. Son bir yıllık dönemde kredilerden alınan faizler %31,7 oranında artarken, faiz gelirlerinde önemli kalemlerden

olan menkul değerlerden alınan faizler %3,4 oranında azalmıştır. Toplam faiz gelirlerinin %90,4'ünü oluşturan kredilerden alınan faizler ve menkul değerlerden alınan faizler kaleminde sırasıyla %32,1 ve %26,3'lük artış meydana gelmiştir. Diğer taraftan toplam faiz giderleri %27,9; toplam faiz dışı giderler %24,7 oranında artmıştır. Bir önceki yılın aynı dönemiyle karşılaştırıldığında, toplam faiz giderlerinin faiz gelirlerindeki artışın üzerinde %27,9 oranında artarak 12 milyar YTL seviyesine yükseldiği görülmektedir. Mevduata verilen faizler %26,7 oranında, bankalara verilen faizler ise %110 oranında artmıştır. Faiz gelirlerinin faiz giderlerini karşılama oranı 2006 yılı Mayıs döneminde %166,5 olarak gerçekleşmiştir.

2006 yılı Nisan ayında 0,9 olan sektör aktif karlılığı %1'e; %6,2 olan özkaynak karlılığı ise %7,6'ya yükselmiştir.

2006 yılı Nisan döneminde %23,1 olan sermaye yeterliliği standart rasyosu Mayıs ayında 3,7 puan azalarak %19,4'e gerilemiştir.

ULUSLARARASI GELİŞMELER

► Dünya'daki ve Türkiye'deki Ekonomik Gelişmeler

G-8 zirvesi Rusya'nın St.Petersburg kentinde gerçekleşti

Rusya bu ay G-8 olarak bilinen sanayileşmiş ülkeler zirvesine ilk defa ev sahipliği yapmıştır. Rusya'nın dünyanın en zengin petrol ve doğal gaz kaynaklarına sahip ülkelerinden biri olması, hammadde kaynaklarının değerlendirilmesinde özel teşebbüs ve yabancı sermayeye önem vermekle birlikte devletin hakimiyetini birinci planda tutması, özellikle enerji bakımından Rusya'ya bağımlı olan AB ülkelerini tedirgin etmektedir. Bu nedenle St. Petersburg'da toplanan G-8 liderleri İsrail-Lübnan krizi, küresel büyüme gibi konuları ele almış ancak enerjide işbirliği konusu gündemde önemli bir yer tutmuştur. Nitekim zirvenin sonuç bildirisinde, 'açık ve şeffaf enerji piyasaları kurulması için çaba sarf edileceği' sözü verilmiş olup bu, Rusya'nın devlet kontrolünde tuttuğu ve yabancı yatırımcılara açmayı reddettiği Gazprom enerji şirketine bir gönderme olarak yorumlanmıştır. Sonuç bildirisinde yer alan diğer konular arasında; ticaretin liberalleşmesine olan desteğin devam edeceği, uluslararası barış ve güvenlik için en büyük tehdidin kitle imha silahlarının yayılmasının yanı sıra uluslararası terörizm olduğu hususları yer almıştır. Bildiride ayrıca, İran'ın nükleer programının yol açtığı krizle ilgili olarak da Birleşmiş Milletler Güvenlik Konseyi daimi üyeleriyle Almanya tarafından İran'a sunulan önerilere destek verilmiştir.

Bakü-Tiflis-Ceyhan (BTC) Ham Petrol Boru Hattı açıldı

Azeri petrolünün yanı sıra Kazak petrollerinin de Akdeniz üzerinden dünyaya akmasını sağlayan Bakü-Tiflis-Ceyhan (BTC) Ham Petrol Boru Hattı Temmuz ayında resmen açılmıştır. Türkiye'nin jeopolitik gücünü sağlamlaştırması açısından son derece stratejik olan BTC hattı, boğazlarındaki aşırı trafik yükünden kaynaklanan geçiş risklerinin en aza indirilmesi bakımından da büyük öneme sahip durumdadır. Hattın 2008 yılında tam kapasitesi olan günde 1 milyon varile ulaşmasıyla, bugün 85 milyon varil olan dünyanın günlük petrol arzının yaklaşık %1,2'sinin BTC üzerinden geçmesi, buna Irak'tan ve Samsun-Ceyhan hattından gelen petrolün de katılmasıyla söz konusu rakamın %8'e ulaşması beklenmektedir. 21'inci yüzyılın İpek Yolu olarak adlandırılan BTC projesinin yaklaşık üç ay içinde tam kapasite ile devreye girmesinin ardından Ceyhan Endeksi oluşturulması planlanmaktadır. Böylece Brent, Körfez, Asya Pasifik gibi petrol fiyatlarının yanı sıra artık Ceyhan petrolünün de fiyatı takip edilecektir. BTC hattının tam kapasiteyle çalışmaya başlamasıyla Türkiye'nin, yılda 250-300 milyon dolar civarında gelir elde etmesi hedeflenmektedir.

Dünya Ticaret Örgütü'nün Doha görüşmeleri durduruldu

Dünya Ticaret Örgütü'nün ay içinde yapılan son Doha görüşmelerinden herhangi bir sonuç elde edilememiş ve beş yıldır devam etmekte olan çok taraflı ticaret görüşmelerinin durdurulduğu 24 Temmuz'da resmen açıklanmıştır. Temel amacı; sanayi ve tarım ürünlerinde uygulanan gümrük vergilerini ve tarım sübvansiyonlarını azaltarak ticaretin küresel düzeyde serbestleştirilmesi olan ve "Doha Kalkınma Gündemi" olarak adlandırılan kapsamlı ticari görüşmeler, Kasım 2001'de Katar'ın başkenti Doha'da başlamıştı. Ancak gerek 5 yıldır süren toplantılarda gerekse Cenevre'de yapılan ve G-6 adı verilen 6 ülkenin (Avustralya, Brezilya, Hindistan, Japonya, AB ve ABD) katıldığı son toplantıda, tarım ve sanayide ticareti artırma konusunda anlaşma sağlanamamıştır. Kararın arkasındaki neden ise, ABD'nin tarım sübvansiyonlarını, AB ile Hindistan, Çin ve Brezilya gibi hızla gelişen ülkelerin tarım ve sanayi ürünlerine uyguladıkları gümrük vergilerini indirmedikleri sürece, kesmeyeceğini açıklaması olarak bildirilmiştir.

Temmuz ayında pek çok Merkez Bankası enflasyonist kaygılarla faiz artırımına gitti

Bazı Merkez Bankalarının Göstergeli Faiz Oranları		
Merkez Bankaları	Faiz Artırım Oranı	Son Faiz Oranı
Çek Cum.Merkez Bankası (CNB)	25	2,25
Avrupa Merkez Bankası (ECB)	25	3,00
Slovakya Merkez Bankası (NBS)	25	4,75
İngiltere Merkez Bankası (BOE)	25	4,75
Hindistan Merkez Bankası (RBI)	25	6,00
Macaristan Merkez Bankası (MNB)	50	6,75

Kaynak: Reuters

Ay içinde pek çok ülkenin merkez bankası faiz oranlarını yükseltmiştir. Arka arkaya Hindistan, Çek, Slovak ve Macaristan Merkez Bankaları tarafından gerçekleştirilen faiz artırımlarının ardından Ağustos ayı başında Avrupa Merkez Bankası da beklentiler doğrultusunda faiz artırımına gitmiştir. Avrupa Merkez Bankası ile aynı gün gerçekleşen İngiltere Merkez Bankası'nın faiz artırımını ise sürpriz bir gelişme olarak yorumlanmıştır.

► *Türkiye- Avrupa Birliği İlişkileri*

AB ile Türkiye ilişkilerinde Kıbrıs ve reformlarda yavaşlama konuları gündemdeki ağırlığını korumaktadır. Bilindiği üzere, AB Türkiye'den liman ve havaalanlarını bu yıl sonuna kadar tüm üyelere açmasını talep ederken, Türkiye Kuzey Kıbrıs Türk Kesimi'ne uygulanan ambargo kaldırılmadıkça limanlarını Güney Kıbrıs Rum Kesimi'ne açma konusunda istekli davranmamaktadır. Öte yandan gerek Avrupa Parlamentosu'nun Türkiye raporunu görüşmeyi Eylül ayına ertelemesi, gerekse AB Komisyonu'nun İlerleme Raporu'nu 24 Ekim'de yayınlacağı göz önüne alındığında, sonbaharda AB-Türkiye ilişkilerinde kritik günler yaşanması beklenmektedir. AB'ye aday ülkelerdeki siyasi, sosyal ve ekonomik gelişmeleri yılda bir kez, bir önceki rapor doğrultusunda inceleyen ilerleme raporu, Türkiye açısından 'Rum kesimine liman ve havaalanlarının açılmaması nedeniyle' daha fazla önem taşımaktadır. AB Komisyonu raporda, 'Türkiye'nin Ek Protokolün gereklerini yerine getirmediği' şeklinde durum tespitiyle yetinebileceği gibi 'Türkiye ile müzakerelerin durdurulmasını önermesi' de olasılıklar dahilinde yer almaktadır.

Bu ay içinde yaşanan diğer bir önemli gelişme, Avrupa'da yapılan kamuoyu anketinin, pek çok Avrupa Birliği (AB) vatandaşının Türkiye'nin 25 üyeli bloğa girmesi konusunda memnun olmaktan çok, bu üyeliğe karşı olduklarını göstermesi olmuştur. Avrupa Komisyonu tarafından yayınlanan Eurobarometre'nin anketine göre, AB vatandaşlarının % 48'i AB tarafından sunulan bütün şartları yerine getirmesi durumunda bile Türkiye'nin üyeliğine karşı çıkarken, % 39'u üyeliği desteklemektedir. Anket, Türkiye'nin AB üyeliğine karşı çıkanların başında Avusturya, Almanya, Güney Kıbrıs Rum Kesimi ve Yunanistan'ın geldiğini, Türkiye'nin üyeliğine daha az karşı çıkan ülkelerin ise İsveç, Hollanda ve Danimarka olduğunu göstermiştir.

Avusturya başbakanı Wolfgang Schüssel'ın Güneydoğu Avrupa Liderler Zirvesinde yaptığı konuşmada, AB genişleme sürecine Balkanlar'da bir nokta konulmasını gerektiğini savunması Türkiye-AB ilişkilerini olumsuz etkileyen bir gelişme olmuştur. Konuşmasında Türkiye, Ukrayna, Rusya ve Akdeniz ülkeleri için "sıkı bir ortaklık ağı" kurulmasını öneren Schüssel, özellikle Türkiye ile giriş müzakerelerinin bir AB üyeliğiyle sonuçlanacağına inanmadığını belirtmiş, Türkiye'nin AB'ye katılma ihtimalinin belirmesi halinde Avusturya'da halkoylamasına gidilmesinden yana olduğunu ifade etmiştir.

► *Gelişmiş Ülkeler*

▪ **ABD**

ABD'de Temmuz ayı boyunca açıklanan ekonomik veriler ve yetkililer tarafından yapılan açıklamalar piyasalar tarafından, ABD Merkez Bankası'nın (FED) Ağustos ayında yapacağı toplantıda vereceği faiz kararını ne yönde etkileyeceği açısından çok yakından takip edilerek dikkatle izlenmiştir.

Söz konusu verilerden, gerek enflasyon, gerekse büyümeye ilişkin ipuçları veren perakende satışlar Haziran ayında beklenmedik bir şekilde Şubat ayından beri ilk kez %0,1 azalmış ve ABD ekonomisinin yılın ikinci çeyreğinde yavaşlayacağı beklentilerini güçlendirmiştir. Perakende satışların açıklanmasının ardından dikkatler ekonomik veri takvimi içinde daha sonra açıklanacak olan enflasyon verilerine yönelmiştir.

Bu arada ABD Mayıs ayı dış ticaret açığı %0,8 artarak \$63,3 milyar olan Nisan ayındaki düzeyinden \$63,8 milyara çıkarak piyasa beklentisinin (\$64,9 milyar) altında kalmıştır. Dış ticaret açığının artmasında Nisan ayında \$56,82 olan ham petrolün varil fiyatının Mayıs'ta \$61,74'e çıkması etkili olmuştur. Petrol fiyatlarındaki artışın etkisi dış ticaret açığının \$4,4 milyar artmasına neden olmuştur. Petrol fiyatlarındaki artışın etkisi dışlandığında ortaya çıkan sonuç itibarıyla ihracatın ithalata göre artmış olması ekonominin yavaşladığını göstermektedir. Dış ticaret açığında son yıllarda gözlenen hızlı artış dolarda ani bir değer kaybının gündeme gelmesi ihtimalini güçlendirmektedir.

Haziran ayında %0,4 artması beklenen sanayi üretiminin aylık bazda %0,8, yıllık bazda ise %4,5 artması ve FED tarafından enflasyonist bir risk olarak gösterilen kapasite kullanım oranının %81,9 olarak gerçekleşmesi beklenirken %82,4'e çıkması, ekonominin ısınmaya devam ettiğini göstermiş, bu nedenle FED'in faiz artırımlarına ara vereceği beklentisi azalmıştır.

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

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

Dünya genelinde enflasyonun artması tehlikesi karşısında faiz artırımlarına gidilerek önlemler alma gereksinimine yol açan enflasyon verileri ABD’de ekonomi gündemi açısından yoğun bir dönem olan ay ortasında açıklanmıştır. Mayıs ayında nihai mallar için aylık bazda %0,2 artış göstermiş olan Üretici Fiyat Endeksi (PPI), Haziran’da %0,3 olan beklenti seviyesini aşarak %0,5 oranında artmış, çekirdek PPI (gıda ve enerji fiyatları hariç) ise Mayıs ayında %0,3 artmışken Haziran’da beklentiler doğrultusunda %0,2 artmıştır. Ancak FED’in para politikası kararlarını alırken daha çok dikkate aldığı Tüketici Fiyat Endeksi (CPI) enflasyonun boyutları ve buna göre alınacak kararlar açısından daha çok bilgi içermektedir. CPI, Haziran ayında bir önceki aya göre %0,2 oranında artarak beklentiler doğrultusunda bir seyir izlemiştir. Çekirdek CPI ise aylık bazda önceki üç ayda olduğu gibi %0,3 oranında artmıştır. Sonuç olarak çekirdek CPI’nin beklenenin üzerinde artmasına rağmen fiyat artışlarında genel anlamda bir yavaşlama gözlenmektedir. Geçmiş verilere bakıldığında enflasyonun daha çok emlak sektöründeki canlılık nedeniyle arttığı, halihazırda ise bu sektörle ilgili verilerin yavaşlama eğilimi göstermesi enflasyonun da yılın ikinci yarısında yavaşlayacağına işaret etmektedir.

Yıl başından beri enflasyonist kaygıları azaltacak şekilde soğuma belirtileri gösteren emlak sektörüne ilişkin verilerden biri olan inşaatına yeni başlanan ev sayısı yıl içindeki tek artışı olan Mayıs ayındaki %6,6’lık artışın ardından Haziran’da %5,3 düşmüştür. Verilen inşaat izinleri de %4,3 azalarak inşaat sektörü faaliyetlerinin ve bu sektördeki işe alımların gelecek aylarda azalabileceği sinyali vermiştir. Emlak sektörünün ve dolayısıyla tüketici davranışlarının seyri açısından gösterge niteliğindeki mevcut ev satışları verisi, Mayıs ayında %0,6 düşmüş olup, Haziran ayında bir önceki aya göre %1,9 oranında düşmesi beklenirken, %1,3 oranında düşerek yıl başından beri en düşük rakama ulaşmıştır. Artan mortgage oranları ve ev fiyatları nedeniyle soğumaya devam eden emlak sektöründe, mevcut ev satışları geçen yıldan beri düşüş trendi sergilemektedir.

FED Başkanı’nı Bernanke geleneksel olarak Kongre’ye yılda iki kez olmak üzere sunması gereken raporlardan ilkini ay ortasında, enflasyon verilerinin ve Haziran sonunda yapılan Açık Piyasa Komitesi (FOMC) toplantısının tutanaklarının ardarda yayınlandığı tarihlerde yaptığı konuşmalarla sunmuştur. Bernanke raporunda ABD ekonomisinin bir geçiş süreci içinde olduğunu, son aylarda önemli bir enflasyon riskiyle karşı karşıya bulunduğunu fakat yavaşlamakta olan ekonomik büyümenin etkisiyle fiyat baskılarının izleyen dönemlerde azalacağını ifade etmiştir. “Emlak sektöründeki soğumanın hanehalkı harcamalarını azaltıcı bir etki” yaratmak suretiyle fiyat artışlarını sınırlayacağı tezini savunan Bernanke, işsizlik oranının düşük olduğuna, verimlilik artışlarının ve kişisel gelirlerdeki artışın devam etmekte olmasının olumlu gelişmeler olduğuna dikkat çekmiştir. Petrol ve diğer emtia fiyatlarındaki artışın ve kapasite kullanım oranının yüksek oluşunun enflasyonist baskı yaratabilme tehlikesi bulunduğu dikkat çeken Bernanke, FOMC’nin, enflasyon tahmininin 2006 yılı için %2,25-2,50, 2007 yılı içinse %2-2,25 aralığında bulunduğunu belirtmiştir. Ayrıca büyümenin 2006’da %3,25-3,50, 2007’de ise %3-3,25, işsizliğin ise mevcut düzeyinden fazla sapma göstermeyip %4,75-5 civarında gerçekleşeceğini tahmin ettiklerini bildirmiştir. Bernanke’nin bu şekilde özetlenebilecek olan konuşması ışığında FED’in 8 Ağustos’ta yapılacak toplantısında faiz artırımına ara vereceği düşüncesi ağırlık kazanmıştır.

FOMC tutanakları da Bernanke’nin konuşmasında üzerinde durduğu konulara dikkat çekmiştir. Tutanaklarda Komite’nin daha önceki faiz artırımlarının ve emtia fiyatlarındaki artışın gecikmeli etkileri ve emlak piyasasındaki soğumanın devam etmesi sonucunda büyümenin sürdürülebilir bir seviyeye gerileyeceğini tahmin ettiği, verimlilik artışlarının işgücü maliyetlerinin artmasına engel olduğu, kapasite kullanım oranında ve petrol fiyatlarında önemli artışlar olması ihtimalinin enflasyon baskısı yarattığı belirtilmiştir.

Ekonomik verilerin piyasaların bir hayli karışık seyretmesine neden olduğu Temmuz ayında, beklentilerin ağırlığının değişmesinde etkili olan gelişmelerden biri de, FED şubelerinin her biri tarafından kendi bölgelerinde yapılan araştırma sonuçlarının birleştirilmesiyle oluşturulan Beige Book’tur. Araştırmaya göre Haziran ayından Temmuz ortasına kadar ekonominin genelinde büyüme gözlenmiş olmakla birlikte bazı bölgelerde (12 FED Bölgesi’nden altısında) ekonomik aktivitede yavaşlama söz konusudur. Bölge araştırmalarının çoğunda perakende satışların önceki aylara oranla yavaşladığı, imalat sanayinin, özellikle dayanıklı malların üretim ve satışının hala güçlü olduğu, tarım ve doğal kaynaklar sektörlerinde mevsimsel olumsuzluklara ve arz kısıtlarına rağmen talebin güçlü olduğu sonucu çıkmıştır. Mali kuruluşlara bakıldığında ise ticari kredilerin ve sanayi

sektörüne verilen kredilerin arttığı, ancak pek çok bölgede mortgage kredilerine ve tüketici kredilerine olan talebin azaldığı gözlenmiştir. Ücret ve nihai mal ve hizmet fiyatları makul bir seyir izlese de petrol fiyatlarındaki artış baskı unsuru olmaya devam etmiştir. Bölgelerden bazılarında üretici ve perakendecilerin rekabet nedeniyle maliyet artışlarını fiyatlara yansıtmakta zorlandıkları için kar marjlarının korunmasında verimlilik artışlarına dayandıkları öğrenilmiştir. Çoğu bölgede işgücü piyasasındaki daralma devam etmiş, ücretlerde önemli bir değişim olmazken kalifiye işgücüne ödenen ücretlerde artış gözlenmiştir. Beige Book ile duyurulan bu bilgiler piyasalarda, fiyat artışlarının sınırlı kaldığı ve büyümenin yavaşlamakta olduğu görüşünü doğrular nitelikte bulunmuş ve FED'in Ağustos ayında faiz artırımına gitmesi olasılığını artırmıştır.

Bu arada, dayanıklı mal siparişleri aylık bazda Nisan ayındaki %4,7'lik düşüşün ve Mayıs ayındaki %0,3'lük artışın ardından Haziran'da %1,8 olan beklenti seviyesinin üzerinde, %3,1 artmıştır. Dayanıklı mal siparişlerindeki artış piyasalarda, büyümenin fazla hız kesmeyebileceğine dair bir gösterge olarak algılanmıştır. Fakat ay sonunda açıklanan ikinci çeyrek GSYİH büyüme oranı bu yöndeki beklentilerin dışında bir gelişme sergilemiştir. 2006'nın ilk çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre %5,6 artan GSYİH'nin ikinci çeyrekte %3 oranında artması beklenirken %2,5 arttığı açıklanmıştır. Dolayısıyla ilk çeyrekteki %5,6'lık sıçramanın geçici faktörlerden kaynaklandığı dikkate alındığında büyüme trendinde çok büyük bir sapma olmadığı görülmektedir. FED'in en yakından izlediği endeks olması açısından bir hayli önem arzeden çekirdek kişisel tüketim harcamaları endeksi (PCE) 2006'nın ikinci çeyreğinde %2,9'a çıkarak 1994'ten beri gördüğü en yüksek seviyeye ulaşmıştır. Böylece yıllık bazda %2,3'e çıkan endeks FED'in %1-2 olarak aldığı referans aralığın üzerine çıkmıştır. ABD Ticaret Bakanlığı tarafından yayınlanan bu veriler ışığında ortaya karışık bir tablo çıkmıştır. Yavaşlayan büyüme ve artma eğilimi gösteren çekirdek enflasyon karşısında FED'in 8 Ağustos'ta yapacağı toplantıda alacağı kararın önemi artmıştır. Her ne kadar FED Başkanı Bernanke Kongre'de yaptığı konuşmada yavaşlayan büyüme üzerinde durmuş olsa da, daha önce yapılan FOMC toplantılarında FED yetkililerinin dile getirdikleri "enflasyona karşı hassasiyet" dikkate alınmalıdır. Ancak, emlak piyasasındaki yavaşlamanın işgücü piyasası, kredi ve servet etkileri vasıtasıyla tüketim harcamalarını gecikmeli olarak etkileyebilecek olması nedeniyle FED'in faiz artırımına ara vereceği tezi gerçekleşme ihtimali en yüksek görülen olasılıktır. Nitekim, ekonomik verilerin ortaya koyduğu azalan büyüme ve artan enflasyon tablosunun eksik parçası olan işsizlik, Ağustos ayı başında açıklanan Temmuz ayı rakamlarına göre beklenmedik bir şekilde %4,6'dan %4,8'e çıkarken, 142.000 olarak açıklanması beklenen tarım dışı istihdam büyük ölçüde düşerek 176.000'den 113.000'e inerek FED'in 8 Ağustos'ta yapılacak olan toplantısında faiz artırımına ara vermesi ihtimalini daha da güçlendirmiştir.

▪ Euro Bölgesi

Avrupa Merkez Bankası (ECB) Temmuz ayı başında yapılan toplantısında faiz oranını beklentiler doğrultusunda, değiştirmeyerek %2,75'te bırakma kararı almıştır. Toplantı sonrasında gerek ECB Başkanı Trichet'nin gerekse diğer Trichet'nin toplantının ardından düzenlediği basın toplantısında "Orta vadede fiyat istikrarına yönelik risklerin gerçekleşmemesi için, son derece tetikte davranacağız" şeklindeki yorumu ECB'nin Ağustos ayındaki toplantısındaki tavrına dair bir ipucu olarak değerlendirilmiştir. Trichet açıklamasında her zamanki gibi gelecek ay ne yönde bir karar alacaklarına dair net bir açıklama yapmazken, toplantı tarihine kadar AB Komisyonu'nun ekonomik beklenti anketi, sanayi üretim verileri ve PMI endeksleri gibi açıklanacak pek çok veri bulunduğunu ve bu verilerin alacakları kararlar üzerinde büyük etkisi olacağını belirtmiştir.

AB Resmi İstatistik Kurumu Eurostat tarafından revize edilen tahmini büyüme rakamlarına göre Euro Bölgesi 2006'nın ilk çeyreğinde bir önceki aya göre %0,6 büyümüştür. Euro Bölgesi GSYİH büyüme oranı önceki yılın aynı çeyreğine göre ise %2 olarak açıklanmış ve %1,9 olan beklenti düzeyinin üzerine çıkmıştır. Eurostat'ın 2006 yılı için büyüme tahmini ise %2,1'dir.

Mayıs ayında %2,4 olarak açıklanan Harmonize Tüketici Fiyat Endeksi (HICP) Haziran'da yıllık bazda %2,5'e çıkmıştır. Enerji fiyatları %11 artarak, önceki artış rakamı olan %12,9'un altında kalıp bir miktar hız kesmiştir, ancak önümüzdeki aylarda petrol fiyatlarındaki dalgalanmanın etkisiyle bir artış olması muhtemel görünmektedir. Çekirdek enflasyon (enerji ve işlenmemiş gıda fiyatları hariç) ise Mayıs ayında %1,3 artmışken, mevsimsel faktörlerin etkisiyle (otel, restoran vb. fiyatları) beklentiler doğrultusunda %1,4 artmıştır. Bu arada, Euro Bölgesi sanayi üretimi Nisan'da aylık bazda %0,7 düşmüşken, Mayıs ayında bir önceki aya göre %1,6 oranında artmıştır. Ülke bazında ise sanayi üretiminin yıllık bazda en fazla arttığı ülkeler İspanya (%6) ve Almanya (%5,8) olmuştur.

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

Kaynak: ECB, Eurostat, Reuters

ZEW Ekonomik Araştırmalar Enstitüsü'nün Almanya'da finans sektörü analistleri arasında yaptığı anket sonuçlarına göre yayınladığı ZEW beklenti endeksi Temmuz ayında da son altı ayda olduğu gibi düşüş göstererek Haziran ayındaki seviyesi olan

37,8'den 15,1'e düşerek geçmiş verilerin ortalaması olan 35,2'nin altına inmiştir. ZEW mevcut görünüm endeksi ise 11,9'dan 23,3'e çıkmıştır. Mevcut durum endeksindeki yükseliş ekonomik büyümenin etkisinde ortaya çıkarken, beklenti endeksi petrol fiyatlarının artması ve Euro'nun değer kazanması olasılığının yanısıra, 2007'de başta ABD olmak üzere dünya ekonomileri geneli için daha yavaş bir büyüme öngörülmesi ve Ocak 2007'de Almanya'da 3 puanlık bir KDV artırımına gidilecek olmasından etkilenmiştir. Almanya'da işdünyası eğilimini yansıtan IFO endeksi ise Temmuz ayında 105,6'ya gerilemiştir. Haziran ayında 106,8 olarak açıklanan endeksin Temmuz ayında 106'ya gerilemesi beklenmekteydi. Endeksin hesaplanmasında baz alınan ankete göre sanayi ve ticaret şirketlerinin gelecek altı ay için ekonomik görünümle ilgili görüşlerinin yılın ilk altı ayına nispeten karamsar olduğu ortaya çıkmıştır.

ECB tarafından açıklanan ödemeler dengesi rakamlarına göre, Euro Bölgesi Mayıs ayı cari açığı €8,2 milyara, 12 aylık kümülatif açık ise €47,6 milyara çıkmıştır. Nisan ayında €900 milyon fazla veren cari hesaptaki bu önemli artış, mal ticareti fazlasının açığa dönüşmesinden ve gelirler ve cari transferler açığının artmasından kaynaklanmıştır. Hizmet ticaretindeki fazla ise artmıştır. Doğrudan sermaye yatırımlarında ise belirgin bir artış gözlenmemektedir.

Haziran ayında 57'den 57,7'ye yükselerek ekonominin canlılığının devam ettiğini gösteren imalat sektörü PMI endeksi Temmuz ayında 57,4'e gerilemiştir. İmalat sanayi PMI endeksindeki bu yavaşlama ekonominin daralmaya başlayacağını göstermeyip sadece büyüme hızının bir miktar yavaşladığına işaret etmektedir.

Nihayet, ECB 3 Ağustos'ta yapılan toplantısında gösterge faiz oranlarını beklentiler doğrultusunda %2.75'ten %3'e yükseltmiştir. ECB bu artırımla Aralık 2005'ten beri dördüncü artırımını yapmıştır. Toplantının ardından yapılan basın toplantısında açıklama yapan ECB Başkanı Trichet, "faiz artırım kararının orta vadede fiyat istikrarıyla ilgili yukarı yönlü risklerin etkisiyle alındığını" ve "bu kararın enflasyon beklentilerinin kontrol altında tutulabilmesine yardımcı olacağını, zira enflasyon beklentilerinin kontrol altında tutulmasının ekonomik büyüme ve istihdam yaratılması açısından çok önemli olduğunu" ifade etmiştir. ECB'nin fiyat istikrarına verdiği önemi vurgulayan Trichet, gelişmeleri yakından takip ederek, varsayımlarının gerçekleşmesi doğrultusunda parasal daralmaya devam edeceklerini belirtmiştir. Tüketim harcamalarının yatırımlardaki ve harcanabilir gelirdeki yükselişin etkisiyle artacağını tahmin ettiklerini, uluslararası kuruluşların da aynı yönde tahminde bulduklarını ifade eden Trichet, petrol fiyatlarının artması ve global dengesizliklerin ortaya çıkması olasılığının yanısıra ticarete korumacı önlemlerin yaratabileceği baskıları orta ve uzun dönemdeki riskler olarak ortaya koymuştur. Euro Bölgesi ekonomik büyümesinin mevcut veriler ışığında istikrarlı bir seyir izlediğini, Bölge ekonomilerinin ticaret ortaklarının ekonomik büyümelerinin de ihracat açısından önemli bir destek sağladığını belirtmiştir.

▪ Japonya

Japonya'da bu ay yaşanan gelişmeler içinde en önemlisi, uluslararası fonların dolaşımında önemli bir role sahip olan %0 düzeyindeki faiz oranının artırılmasıdır. Japon Merkez Bankası (BoJ) 14 Temmuz'da sona eren iki günlük Para Politikası Kurulu toplantısında gecelik borçlanma faizini %0'dan %0,25'e çıkararak altı yıldır uyguladığı sıfır faiz politikasına son vermiştir. Böylece Japon ekonomisi de özellikle son aylarda tüm dünyada yaşanan faiz artırım sürecine girmiştir. Toplantı sonrasında yapılan açıklamada faiz artırım kararı iç ve dış talepteki artış, hanehalkı ve şirketler kesiminde arz veya talep fazlası yaşanmaması, fiyatlardaki olumlu yönde artışın devam etmesi ve Japon ekonomisinin sürekli ve dengeli bir şekilde büyümekte olması gibi faktörlere dayandırılmıştır. Banka'dan yapılan açıklamada genişletici para politikasının ve sıfır faiz politikasının olması gerekenden daha uzun süre sürdürülmesi halinde ekonominin aşırı ısınabileceği endişesinin kararın alınmasında etkili olduğu belirtilerek, önümüzdeki dönemde fiyatların pozitif eğilimini devam ettireceği öngörüsüne yer verilmiş ve düşük faiz oranına dayalı bir politikanın bir süre daha sürdürüleceği ifade edilmiştir.

1990'ların başından beri deflasyonla mücadele eden Japonya'nın bu sürece girmesinde 1980'lerde ABD'nin başta Almanya ve Japonya'ya karşı ciddi boyutlarda dış ticaret açığı veriyor olması ve Japonya ve Almanya'nın dış ticaret fazlalarının rekor seviyelere ulaşması büyük rol oynamıştır. ABD'nin dış ticaret açığını azaltmak için bu ülkelerle anlaşması bu çerçevede Japonya'da gevşek para politikası uygulanmaya başlanması sonucunda 1985-1987 yılları arasında BoJ tarafından hızla indirilen faiz oranı, banka kredilerinde çok büyük ve kontrolsüz artışlar olmasına ve hisse senedi ve emlak piyasalarında balonlar oluşmasına neden olmuştur. Bu gelişmeler üzerine BoJ faiz oranını hızla artırmaya başlamış, bunun sonucunda da piyasalardaki balonlar patlamış, denetimden uzak olan bankacılık sektörü derin bir krize girmiş, ekonomi bu yıla kadar süren bir deflasyon ortamına girmiştir. Ancak yanlış politika uygulamaları nedeniyle 2002 yılına kadar deflasyonla ilgili bir gelişme sağlanamamıştır. Reel sektör ve bankacılık sektörü bilançoları düzeltilmiş, özellikle bankacılık sektöründe uygulanacak kurallar düzenlenmiş ve şeffaflık sağlanmıştır. Özel sektörün yatırım harcamalarında ve tüketim harcamalarında artışlarla birlikte fiyat artışları görülmeye başlanmıştır. Japon ekonomisinin dış talebe dayalı büyümesi iç talep artışıyla desteklenmeye başlamıştır. Nitekim 2006'nın ilk çeyreğinde önceki çeyreğe göre %3,8 büyüme sağlanmıştır. Dünya ekonomisinde süregelen büyümenin etkisiyle Japon ekonomisindeki canlanmanın devam edeceği beklenmektedir. 2002'de başlayan enflasyonun artış sürecinin ve ekonomik canlanmanın kalıcı olduğuna inanarak Mart ayında para politikasında değişikliğe giden BoJ'un daraltıcı para politikası çerçevesinde, global faiz artırımlarının da etkisiyle faiz oranını artırmaya devam edeceği tahmin edilmektedir.

Faiz kararının ardından bundan sonra neler olacağı yönünde beklentilerin netleştirilmeye çalışıldığı piyasalarda, BoJ yetkililerinin faiz oranı konusunda yaptıkları açıklamalar hareketlilik yaratmıştır. BoJ'un faiz artırımını izleyen günlerde yaptıkları açıklamalarda, BoJ Başkanı yardımcısı Muto, "Faiz oranlarındaki ayarlamaların ekonominin ve fiyatların seyri yakından takip edilerek yavaş bir şekilde yürütüleceğini", para politikasındaki değişikliklerin etkilerinin gecikmeli olarak ortaya çıkması nedeniyle BoJ'un para politikasını ileriye dönük bir bakış açısıyla yürütmesi gerektiğini belirtirken, BoJ başkanı Fukui "büyük ihtimalle faizlerin uzun bir süre düşük seviyelerde tutulacağını" söylemiştir. BoJ Yönetim Kurulu Üyesi Miyako ise "önceden planlanmış bir faiz artırım programının bulunmadığını" ifade etmiştir. Bu açıklamalar Japonya'da faiz artırımlarının sanıldığından daha yavaş ilerleyebileceği görüşünün yayılmasına neden olmuştur.

Bu çerçevede piyasalarda BoJ'un yıl sonuna kadar en fazla bir kez daha, 10 veya 20 baz puanlık bir faiz artırımında bulunacağı yönünde tahminlerde bulunmaktadır ancak, 2006 sonuna kadar altı kez daha toplanacak olan Para Politikası Kurulu'nun faiz politikasını etkileyebilecek gelişmeler gündemdedir. Japonya'da iktidar partisi başkanı olan Başbakan Koizumi'nin görev süresinin dolması nedeniyle Eylül ayında yapılacak olan seçimler ve Ekim ayında yayınlanacak olan BoJ'un üçüncü çeyrekteki ekonomik görünümü ortaya koyacak olan Tankan araştırmasının sonuçları faiz kararlarında sürpriz etkiler yaratabilecek faktörlerdir. Bunun yanında özellikle Kuzey Kore kaynaklı gerginlikler ve Ortadoğu'daki karmaşanın yol açacağı siyasi veya mali dışsal soklar da beklenmedik bir faiz artırımına neden olabilecektir.

► *Gelişmekte olan ülkeler*

▪ **Çin**

Çin'in ikinci çeyrek ekonomik büyümesini 1995'ten beri en yüksek seviye olan % 11.3 olarak açıklaması ekonominin aşırı ısındığı şeklindeki kaygıları artırırken, hükümetin makroekonomik önlemleri sıkılaştıracağı beklentisini de güçlendirmiştir. Nitekim Çin Merkez Bankası aşırı büyüyen ekonomiyi yavaşlatmak için ticari bankaların münzam karşılıklarını 15 Ağustos'tan itibaren geçerli olmak üzere 0.5 puan artırmıştır. Benzer bir adımı 16 Haziran tarihinde de atmış olan Merkez Bankası, para politikasını sıkılaştırmaya yönelik bu adımın öncelikle 'likidite yönetimini güçlendirmeyi, para ve kredi arzında aşırı hızlı büyüme olarak tanımladığı gelişmeleri frenleyerek, ekonominin sağlıklı ivmesini korumayı amaçladığını' belirtmiştir. Çin Merkez Bankası Nisan ayının sonlarında da borç verme faiz oranları artırmış ve çok ısınan sektörlerle kredi verilmesine engeller getirmişti.

Öte yandan yüksek büyüme oranı aynı zamanda sıkı para politikasına yönelik tartışmalara da neden olmaktadır. Bazı ekonomistler bankaların rezerv bulundurma zorunluluğunun artırılması ve yatırımın azaltılması için alınan önlemlerin yeterli olduğunu ve önlemlerin etkisini görebilmek için zamana ihtiyaç olduğunu belirtirken; bazıları da faiz artırım kararının en kısa zamanda alınması gerektiğini ifade etmektedir. Genel beklenti her durumda Merkez Bankası'nın para politikasını sıkılaştırıcı ek önlem olarak Eylül ayında kredi faiz oranını artıracığı yönündedir. Ancak Merkez Bankası'nın yeniden faiz artırımına gitmeden önce Temmuz ve Ağustos ayındaki

para ve kredi gelişimini izlemesi beklenmektedir. Hükümetin yatırım veya kredi artışını zorlayıcı bir şekilde düşürme eğilimi sergilemek yerine büyümeyi ılımlı şekilde düşürmesi olası gibi gözükmektedir.

Çin Temel Ekonomik Göstergeleri						
	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Büyüme (%)	8,3	9,1	10,0	10,1	9,9	11,3(2.Çeyrek)
Enflasyon (%)	0,7	-0,8	1,2	3,9	1,8	1,5 (Haziran)
İşsizlik (%)	3,6	4,0	4,3	4,2	4,2	4,2 (Haziran)
Faiz Oranı	5,9	5,3	5,3	5,6	5,6	5,85 (En Son)
Cari Denge (Milyar \$)	17,4	35,4	45,9	68,7	160,8	148,8 (2006 tahmin)
M2 Para Arzı (% Değişim)	15,0	19,4	19,7	14,8	18,0	18,4 (Haziran)

Kaynak: Economic Intelligence Unit, Reuters

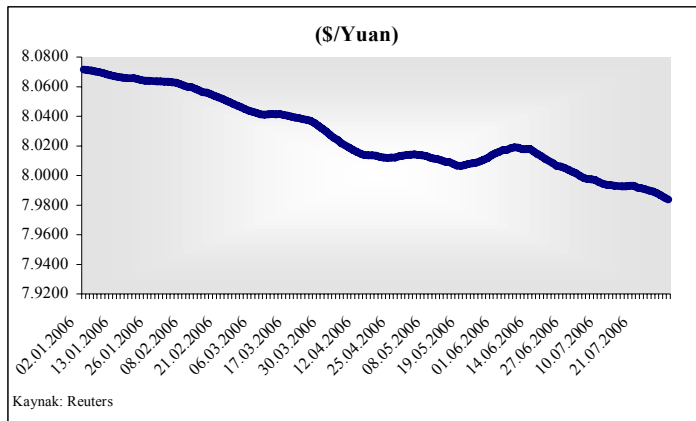
Bu arada Çin'de faiz oranlarının artırılması ve kredi kullanım şartlarının ağırlaştırılması gibi önlemlerin bir sonucu olarak, Haziran ayında bankaların kullandırdıkları kredi miktarı bir önceki aya göre %22 azalarak 360 milyar Yuan'a (45 milyar Dolar'a) gerilemiştir. Öte yandan Çin'in toplam sabit

yatırımları, bu yılın ilk yarısında geçen yılın aynı dönemine göre % 29.8 yükselmiştir. Sabit yatırımlardaki hızlı artışın ardından Çin Devlet Başkanı Hu Jintao, bir açıklama yaparak yılın ikinci yarısında sabit varlık yatırımlarındaki hızlı büyümeyi frenlemek için önlemler alınmasını istemiştir. M2 artışı bu ay %18,4 olarak gerçekleşirken kredi artışı da %15,2 olmuştur. Her iki verinin de Mayıs ayında açıklanan rakamların altında gelmesi olumlu karşılanmıştır. Ancak M2 artışı 2006 yıllık hedefi olan %16'yı aşmıştır.

Ay içinde Çin Ticaret Bakanlığı'ndan yapılan açıklamaya göre, Haziran ayı dış ticaret fazlası, Mayıs ayında 13 milyar dolarla kırdığı rekoru aşarak beklentilerin üzerinde 14,5 milyar dolar olarak gerçekleşmiş; 2006 yılının ilk yarısındaki toplam ticaret fazlası 61,5 milyar dolara ulaşmıştır. Çin dış ticaret fazlasının rekor seviyeye ulaşması, Çin'in para birimi yuanın daha hızlı değer kazanmasına izin vermesi konusunda hükümete yönelik baskıları artırmıştır.

Çin'in döviz rezervleri yılın ikinci çeyreğinde 66 milyar dolar artarak 941,1 milyar dolara yükselmiştir. Rezervlerdeki söz konusu artış Merkez Bankası'nın yuanın değerini düşük tutmak için ülkeye giren doların büyük bir kısmını almasından kaynaklanmaktadır. Bu arada Çin Ulusal İstatistik Kurumu ay içinde yayınladığı raporda, doların düşüş riski nedeniyle Çin'in 941 milyar dolarlık döviz rezerv stokunu çeşitlendirmeyi hızlandırması gerektiği uyarısında bulunmuştur. Raporda gerekli önlemlerin alınmaması durumunda yüksek miktardaki döviz rezervlerinin kayıplara yol açabileceğine dikkat çekilmiştir.

Çin'in büyük ticaret fazlası ve ülkenin döviz rezervlerini rekor seviyelere taşıyan uluslararası sermaye akışı, Çin ekonomisinin yaşadığı belli başlı sorunlar arasında yer almaktadır. Büyük miktardaki sermaye akışı para arzında aşırı büyümeye sebep olmakta, aynı zamanda Merkez Bankasının para politikalarını olumsuz yönde etkilemektedir. Çin'de 2006 yılının ilk altı ayında gerçekleşen doğrudan yabancı yatırım miktarı 28,43 milyar dolara ulaşmıştır.



Beklentilerin üzerinde gelen büyüme ile yuanın değerinin piyasa dinamikleri tarafından belirlenmesi yönünde baskılar artarken, yuan 2005 yılındaki revalüasyonun ardından Dolar, Yuan karşısında 7,9920 düzeyinden 7,9845 düzeyine gerilemiştir. Piyasalarda revalüe edildiği günden bu yana %1,57 oranında değer kazanan yuanın değerinin daha hızlı bir şekilde artacağı beklentisi giderek ağırlık kazanmaktadır.

Bu ay yaşanan bir başka önemli gelişme, uluslararası derecelendirme kuruluşu Moody's'in Çin'in "A2" olan notunun

görünümünü "pozitif" çevirmesinin ardından diğer bir derecelendirme kuruluşu olan Standard & Poor's'un "A-" olan ülke notunu bir kademe artışla "A"ya yükseltmesi olmuştur. Son not artırımının ardından, Çin'in Standard & Poor's tarafından açıklanan ülke notu ile Moody's'in notu ile aynı seviyeye gelmiştir. Standard &

Poor's'un notunun görünümü durağandır. Standard & Poor's not artırımına gerekçe olarak 'Çin hükümetinin bankacılık sektörünü temizleme ve dünyanın dördüncü büyük ekonomisini liberalleştirme çabalarını' göstermiştir.

▪ Rusya

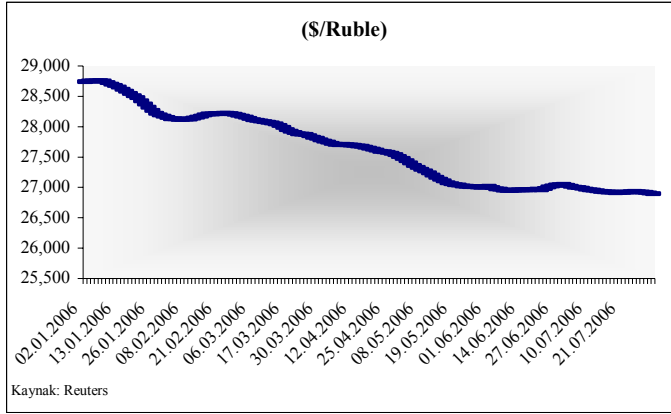
Artan petrol ve doğal gaz gelirleriyle büyüyen Rusya ekonomisi, ilk 6 ay itibariyle % 6,3, ikinci çeyrekte ise % 6,9 büyümüştür. Öte yandan tüketici fiyat endeksi Haziran ayında %0,3 artmış, yıllık bazda ise artış %9,0 olarak gerçekleşmiştir. Rusya Merkez Bankası yıl sonunda enflasyonun %8,5-%9 arasında gerçekleşmesini hedeflemektedir. Piyasalardaki genel beklenti ise enflasyonun yıl sonu hedeflerinin üzerinde gerçekleşeceği yönündedir. Enflasyonun kontrol edilmesi için Ruble'nin değerlenmesi yönünde ki baskılar artarken, Rusya Devlet Başkanı Vladimir Putin "Ruble'nin reel efektif değerinin yükselmesi halinde, ithalat hacminin artacağı, yerel imalatçıların baskı altına gireceğini" belirtmiştir. Bu yıl dolar ve euro karşısında %4 değer kazanan Ruble'nin yıl sonunda dolar karşısında 26,6 seviyesine gelmesi beklenmektedir.

Rusya Temel Ekonomik Göstergeleri						
	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Büyüme	5,1	4,7	7,3	7,2	6,4	6,9 (2.Çeyrek)
Enflasyon	21,5	15,8	13,7	10,9	12,7	9,0 (Haziran)
İşsizlik	8,7	9,0	8,6	8,2	7,6	7,5 (Haziran)
Cari Denge (Milyar \$)	33,8	29,1	35,4	59,9	84,2	93,5 (1.Çeyrek)
M2 Para Arzı (Milyar \$)	1.613	2.135	3.213	4.363	6.046	7.092 (Temmuz)

Kaynak: Economic Intelligence Unit, Reuters

Önümüzdeki dönemde dünyanın en yüksek döviz rezervlerine sahip ilk üç ülkesi arasına gireceğini açıklayan Rusya'nın döviz rezervleri 28 Temmuz haftasında 265.6 milyar dolara yükselmiştir. Böylelikle rezervler 2005 yılına göre 136.9 milyar

dolar artış kaydetmiştir. Dünyada en fazla döviz rezervine sahip diğer ülkeleri ise; Çin, Japonya'dır. Bu arada Rusya rubleye yapılabilecek herhangi bir spekülasyon hareketine dayanabilecek kadar yeterli altın ve döviz rezervi olduğunu açıklayarak 1 Temmuz'da rubleyi konvertibl hale getirmiştir. Böylelikle devletin sermaye üzerindeki kontrolü kaldırılarak Rus ekonomisi yabancı yatırımlara açılmıştır.



Rusya Başbakan Yardımcısı Dmitry Medvedev'in, 'bazı ülkelerin merkez bankalarının döviz rezervlerini bir bölümünü Rus Rublesine çevirebileceğini' söyleyerek, Ruble'nin yakın gelecekte bölgesel bir para birimi rolünü üstleneceğini, özellikle eski Sovyet Cumhuriyetlerinde ve Avrasya'da bu dönüşümün yaşanacağını ifade etmesi ise bu ay dikkat çeken bir diğer gelişme olmuştur.

Öte yandan Rusya ile "Paris Kulübü" arasında imzalanan anlaşmayla, Rusya'nın 22,3 milyar dolarlık borcun % 54'ünü faizsiz, geri kalanı % 4,8 faizle ödeme teklifi kabul edilmiştir. Böylelikle Rusya eski Sovyetler Birliği

döneminden kalan borcun tamamını ödemiş olacaktır. Bu gelişmeden bir hafta sonrada uluslararası piyasalar tarafından beklenen not artımı gelmiş ve uluslararası kredi derecelendirme kuruluşu Fitch tarafından Rusya'nın döviz cinsinden kredi notu 'BBB'den 'BBB+'ya çıkarılmıştır. Bu artırımın sebebi olarak ise, emtia fiyatlarının yüksek seyretmesinin Rusya'nın makroekonomik ve mali pozisyonunu geliştirmesi gösterilmiştir. Notun görünümünün 'durağan' olarak açıklanması yakın zamanda yeni bir not artırımı gerçekleşmesinin mümkün olmadığı şeklinde yorumlanmıştır.

▪ Brezilya

Latin Amerikanın en büyük ekonomisi olan Brezilya'da 1 Ekim'de yapılacak olan başkanlık seçimlerinin telaşı yaşanmaktadır. Yapılan anketler, üçüncü kez aday olan başkan Lula da Silva'nın yeniden seçilme olasılığının giderek arttığını göstermektedir. Brezilya Seçim Enstitüsü'nün yaptığı son ankete göre, İşçi Partisi'nden (PT)

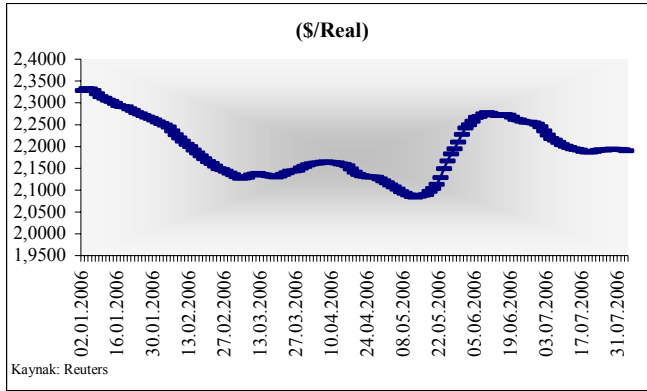
seçimlere katılan başkan Lula'nın seçimlerde oyların % 44,1'ini, Sosyal Demokrat Parti (PSDB) adayı Geraldo Alckmin ise %27,2'lik kısmını alması beklenmektedir.

Brezilya Temel Ekonomik Göstergeler						
	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Büyüme	1,3	1,9	0,5	4,9	2,3	3,4 (1.Çeyrek)
Enflasyon	7,7	12,5	9,3	7,6	5,7	4,0 (Haziran)
İşsizlik	10,6	10,5	10,9	9,6	8,3	10,4 (Haziran)
Faiz Oranı	19,0	25,0	16,5	17,7	18,0	14,75 (Haziran)
Cari Denge (Milyar \$)	-23,2	-7,6	4,2	11,7	14,2	4,08 (Haziran)
GSYİH (Milyar \$)	510,0	460,8	505,5	603,8	795,7	219,7 (1.Çeyrek)

Kaynak: Economic Intelligence Unit, Reuters

olmuştur. IPCA endeksindeki düşüş, enflasyonun kontrol altında olduğunu göstermiş ve faiz indiriminin devam ettiğini sinyallerini vermiştir.

Brezilya Merkez Bankası Para Politikası Komitesi, ılımlı enflasyon ve ekonomideki toparlanmayı cesaretlendirmek için referans faiz oranını beklentiler doğrultusunda 50 baz puan daha düşürerek, % 14,75'e çekmiştir. Böylece faiz oranları 1986 yılından beri en düşük seviyeye inmiştir. Merkez Bankası faiz indirim kararının ardından yaptığı açıklamada 'faiz oranlarının para politikasının gevsemeye devam etmesi nedeniyle indirildiğini belirtmiş, bir sonraki faiz indirim kararının ise makro ekonomide yaşanacak değişiklikler doğrultusunda verileceğini' ifade etmiştir. Merkez Bankası toplantı tutanaklarında 2006 ve 2007 yılında enflasyon beklentisi %4,5 olarak açıklanmakta olup, üçüncü çeyrekte enflasyon artışı beklentisi olmaması nedeniyle bundan sonraki faiz indirim miktarının daha düşük olacağı düşünülmektedir. Para Politikası Komitesi'nin bir sonraki toplantısı 29-30 Ağustos tarihlerinde yapılacaktır.



Brezilya ekonomisi birinci çeyrekte yıllık bazda %3,4 büyümüştür. Genel beklenti Brezilya ekonomisinin bu yıl %3,6 oranında büyüyeceği yönündedir. Brezilya'nın ticaret fazlası Haziran ayında beklentilerin üzerinde 4.1 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Ticaret fazlasında yaşanan artışın temel nedeni ise ihracatın rekor seviyede artması olmuştur. Ticaret fazlasında görülen artışın cari işlemler fazlasını olumlu etkileyeceği beklentilerine karşın Haziran ayı cari işlemler fazlası 614 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Haziran ayında kar ve kar payları transferlerinin 1.6

milyar dolara yükselmesi, hizmetler ve yatırım gelirleri kalemlerinin beklenmedik şekilde 3.8 milyar dolar açık vermesine neden olmuştur. Bu durum da cari fazlanın beklentilerin oldukça altında gelmesinin temel nedenini oluşturmuştur. Bu arada Merkez Bankası 2006 yıl sonu cari işlemler fazlası beklentisini 8.1 milyar dolardan 7.8 milyar dolara indirmiştir.

▪ Ortadoğu

İsrail ile Filistin arasında gerginlik yaşanırken, Hizbullah'ın sekiz İsrail askerini öldürüp, 2'sini kaçırması Ortadoğu'da mevcut olan gerginliğin derinleşmesine neden olmuştur. İsrail'in, Lübnan'ın başkenti Beyrut'taki uluslararası havaalanını, Hizbullah ve Lübnan ordusuna ait üsleri bombalamasıyla Ortadoğu'da yaşanan çatışmalar şiddetlenmiştir.

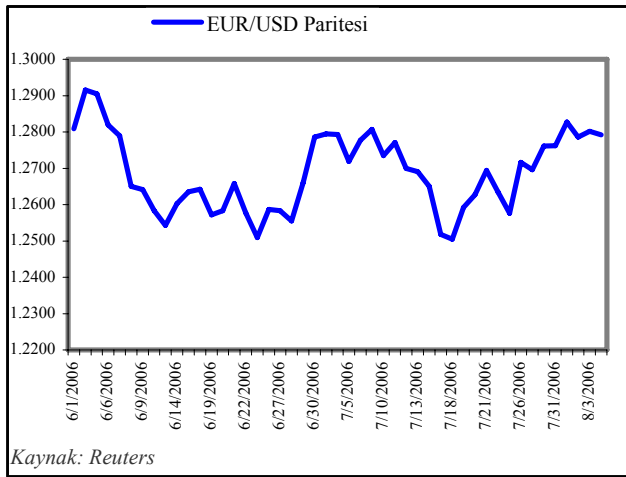
İsrail'in Lübnan'a yönelik saldırıları Ortadoğu'yu tehlikeli bir belirsizliğe sürüklerken, İran ve Suriye'nin de savaşa dahil olabileceği endişeleri zaten yüksek seyreden petrol fiyatları üzerinde baskı yaratmaktadır. Tüm bu gelişmelerin küresel ekonomiyi özellikle gelişmekte olan ülkeleri olumsuz etkilemesinden kaygı duyulmaktadır. Öte yandan bölgedeki çatışmalardan en fazla etkilenen ülkelerin başında Türkiye gelmektedir. Türkiye'nin Ortadoğu'ya jeopolitik yakınlığı global piyasalarda Türkiye'nin risk algılamasını artırmaktadır.

Bölgede çatışmalar devam ederken ateşkes sağlamak için yapılan birçok uluslararası girişim ise başarısızlıkla sonuçlanmıştır. Gerek Lübnan'ın talebi üzerine toplanan Birleşmiş Milletler Güvenlik Konseyi'nden, gerekse ABD Dışişleri Bakanı Condoleezza Rice'in Ortadoğu ziyaretinden ateşkes sağlanması konusunda bir sonuç elde edilememiştir. Ortadoğu'daki gelişmeleri görüşmek için 26 Temmuz'da Roma'da toplanan Ortadoğu Uluslararası Konferansından 'acil ateşkes çağırısı çıkmaması', yalnızca bölgeye Birleşmiş Milletler barış gücü gönderilmesi kararı çıkması Ortadoğu'da yaşanan gerilimin kısa vadede çözülemeyeceğine ve bölgedeki belirsizliğe yönelik endişeleri artırmıştır.

Öte yanda Ortadoğu'daki gerginliğin bir diğer unsuru olan İran'ın nükleer çalışmalarının sürüp sürmeyeceği konusu da henüz netlik kazanmamıştır. Birleşmiş Milletler Güvenlik Konseyi, İran'ın nükleer faaliyetlerini 31 Ağustos tarihine kadar durdurmasını, aksi halde yaptırımlar uygulanacağını açıklamış, ancak İran hükümeti çalışmalarına devam edeceğini belirtmiştir.

► Uluslararası Piyasalar

▪ Euro/Dolar Paritesi

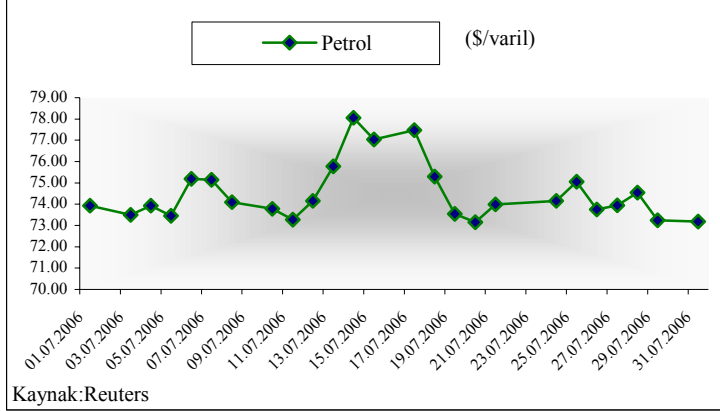


Temmuz ayı boyunca en düşük 1,2470, en yüksek 1,2830 seviyesini gören EUR/USD paritesi ayın ilk haftasına 1,2780 seviyesinden başlamıştır. Yıl boyunca paritenin seyri üzerinde daha büyük etkisi olan ABD ekonomik verilerinin ay ortasına kadar yoğun bir gündem oluşturmamasının etkisiyle, EUR/USD paritesi daha çok, kısa vadeli kar amaçlı işlemler nedeniyle hafif dalgalı bir seyir izlemiştir. İsrail'in Lübnan'a saldırmasıyla başlayan Ortadoğu'daki gerginlik ABD Doları'na değer kazandırmıştır. Uzun zamandır yaşanan en büyük siyasi gerilim olan İsrail saldırısı EUR/USD paritesinin 1,2510 seviyesine kadar düşmesine yol açmıştır. Öte yandan FED Başkanı Bernanke'nin 19 Temmuz'da ABD Kongresi'nde konuşma yapması öncesinde, Ağustos ayında yapılacak para politikası

toplantısında faiz artırımına gidileceğine dair sinyaller vereceği beklentisi artmış ve dolar değer kazanmıştır. ABD Üretici Fiyat Endeksi'nde (PPI) Ocak ayından beri en yüksek artışın meydana gelmesi dolar alımlarını artırarak pariteyi 1,2495'lere çıkarmıştır. Almanya'da şirketler kesiminin ekonomiye güvenini yansıtan ZEW endeksinin bu ay nispeten zayıf çıkması da dolara destek vermiştir. FED Başkanı Bernanke'nin Kongre'de yaptığı sunumda büyümenin yavaşlamaya başladığını ve uzun dönem enflasyon beklentisinin kontrol altında olduğunu belirtmesi ve Haziran ayında yapılan FED toplantısı tutanaklarının da benzer ifadeler içermesi doların değer kaybetmesine ve paritenin önce 1,2490'dan 1,2560'a daha sonra ise 1,2690'lara kadar yükselmesine neden olmuştur. FED faiz artırım sürecinin kesileceği beklentisinin etkisiyle genellikle yükselme eğilimi sergileyen parite, FED tarafından yayımlanan Beige Book raporunun ekonominin yavaşlamakta olduğuna işaret ederek, faiz artırımına ara verileceği görüşünü tekrar gündeme getirmesiyle yükselişine devam etmiştir. ABD'de büyüme oranının beklentilerin altında kalması ekonominin yavaşladığını göstermesi faiz artırımını olasılığını daha da azaltmış, parite 1,2760'lara kadar çıkmıştır. Daha sonra açıklanan çekirdek enflasyon verisi enflasyon riskinin azalmamış olabileceğini göstermiş, yavaşlayan büyüme ve artan enflasyondan oluşan karışık bir tablonun ortaya çıkmasıyla dolar daha da değer kaybetmiş, parite 1,2820'ye kadar çıkmıştır. Daha sonra, 3 Ağustos'ta yapılan ECB toplantısına odaklanan ve toplantıda faiz artırım kararı alınmasına kesin gözüyle bakılan piyasada, önce 1,2800'leri test eden parite, kar realizasyonlarının ve ECB Başkanı Trichet'nin faiz artırımına ara verebilecekleri yönünde sinyaller verebileceği endişelerinin etkisiyle 1,2750'lere gerilemiştir. Toplantıdan faiz oranının %2,75'ten %3'e yükseltilmesi kararının çıkmasıyla ve Trichet'nin açıklamalarının faiz artırımlarının devam edebileceği şeklinde yorumlanması nedeniyle parite 1,2765 seviyelerinden 1,2830'lara çıkmıştır. Son olarak FED toplantısı öncesinde yayınlanan son önemli veri olan istihdam rakamlarının işsizliğin tahmin edilenden daha fazla arttığını göstermesi faiz artırımına ara verilmesi görüşünü güçlendirerek pariteyi 1,2880 seviyesine sıçratmıştır.

► **Emtia Piyasası**

▪ **Petrol**



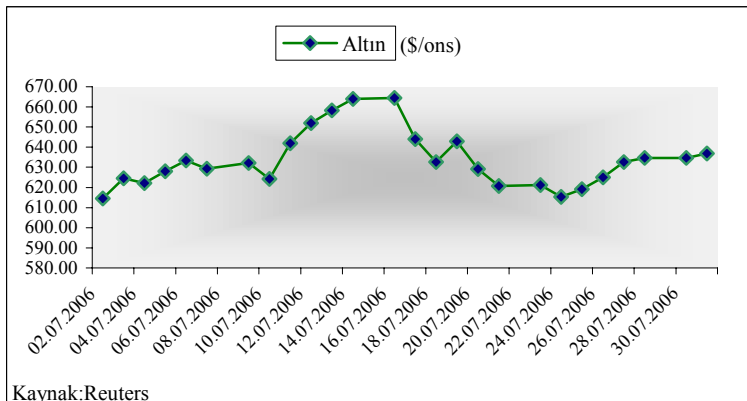
Haziran ayında dalgalı bir seyir izleyen petrol fiyatları Temmuz ayında jeopolitik kaygıların artması nedeniyle yükseliş eğilimine girmiştir. İran'ın nükleer çalışmalarına son vermesi yönündeki çağrılarını reddetmesi ve Kuzey Kore'nin roket denemelerinin yarattığı jeopolitik kaygılar, petrol fiyatlarının artarak 75,42 dolar/varil seviyesine çıkmasına neden olmuştur. İsrail'in Lübnan'a girmesiyle birlikte Ortadoğu'da gerilimin artması, buna ek olarak Nijerya'da petrol boru hatlarına yapılan saldırılar, piyasalarda arz sıkıntısı yaşanacağı yönünde tedirginlik

yaratmış; bu tedirginlik petrol fiyatlarını 78.40 dolar/varil seviyesine taşımıştır. Böylelikle petrol fiyatları son bir ay içerisinde % 12 yükselirken, geçtiğimiz iki yılda da fiyatlar ikiye katlanmıştır. ABD ham petrol ve benzin stoklarında beklenmedik bir artış yaşanmamasına karşın, dünyanın ikinci petrol tüketicisi konumunda olan Çin'de ekonomik büyümenin hızlanması ve Ortadoğu'da yaşanan olayların İran ve Suriye'yi de içine alacak şekilde genişleyebileceği endişesinin artmasıyla petrol fiyatları varil başına 74 dolar seviyesinde hareket etmeye başlamıştır.

Genel olarak bakıldığında petrol fiyatlarındaki yükselişin temelinde; ana üreticiler olan Irak ve Nijerya gibi ülkelerde yaşanan çatışmalar, son dönemde İran'ın uranyum zenginleştirme faaliyetleri ile ilgili gelişmeler ve İsrail-Lübnan arasında yaşanan gerginliğin yer aldığı görülmektedir. Aynı zamanda Çin ve Hindistan gibi gelişen ülkelerin petrole olan yüksek talebi de fiyatların artışında etkili olmaktadır. Çin'in petrol talebinin 2006'nın ilk yarısında geçen seneye göre beklentilerin üzerinde %10 artması arz konusundaki endişelerin çok da haksız olmadığını göstermiştir.

Kısa vadede petrol fiyatlarının seyrinde etkili olacak gelişmelerin başında İsrail-Lübnan gerginliği gelmektedir. Diğer taraftan, ABD'deki kasırgalar ile Çin ve Hindistan gibi ülkelerin petrol arzının sürekli artmasının ortaya çıkardığı arz yönlü endişeler, petrol fiyatlarının uzun vadede dahi 60 doların altına inemeyeceği yönündeki beklentileri artırmaktadır. Ortadoğu'da yaşanan olumsuz gelişmeler göz önüne alındığında, petrolün varil fiyatının 80-90 dolara kadar çıkabileceği görüşü piyasalarda giderek ağırlık kazanmaktadır. Buna ek olarak bazı analistler petrol fiyatlarının yeni bir yükseliş trendine girdiğini ve fiyatların 100 dolar seviyesine doğru hareketleneceğini, hatta dünya petrol gereksiniminin %25'ini karşılayan Ortadoğu'da Lübnan ve İsrail arasında devam eden çatışmaların diğer ülkelere yayılması durumunda, fiyatların 125 dolar/varil seviyesine çıkabileceğini belirtmektedir. Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşu Standard & Poor's, söz konusu gelişmelerle ilgili olarak 'mali piyasaların petrol fiyatının 100 dolar/varil seviyesine doğru yaşanacak ılımlı bir yükselişe başa çıkabileceğini, petrol fiyatlarının 100 dolara çıkmasının dünya ekonomisinde önemli bir yavaşlamaya neden olacağını ancak bir resesyon yaşanmayacağı' yorumunda bulunmuştur.

▪ **Altın**

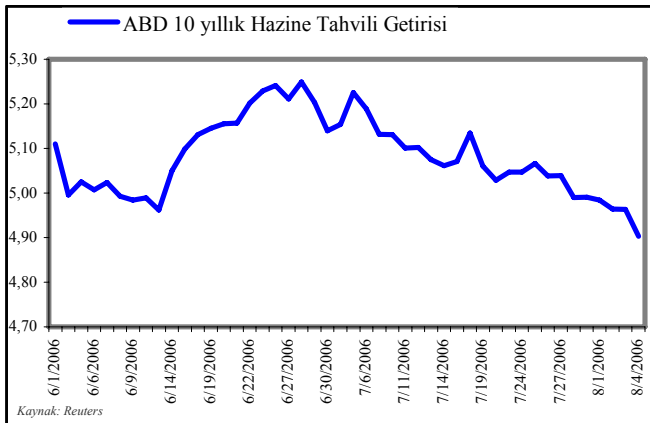


Haziran ayında gerileme gösteren altın fiyatları Temmuz ayında 673.80 dolar/ons ile son iki ayın en yüksek seviyesine çıkmış, ay sonunda ise 634.8 dolar/ons seviyesine inmiştir. Altın fiyatlarında yaşanan dalgalanmanın en önemli nedeni İsrail-Lübnan gerginliği olmuştur. Bilindiği gibi, Kuzey Kore'nin füze fırlatma girişimleri, İsrail-Lübnan arasında yaşanan gerginlik gibi jeopolitik risklere bağlı olarak yükselen

petrol fiyatları dünya genelinde enflasyonist bir baskı yaratmaktadır. Enflasyonist baskıya bağlı olarak yaşanan fiyat artışlarından etkilenmek istemeyen yatırımcıların ilk yönedikleri yatırım araçlarından birisinin altın ve diğer değerli metaller olması da, altın talebinin artmasına dolayısıyla fiyatının artmasına neden olmaktadır. Ay içinde altın fiyatlarında yaşanan yükselişin bir başka nedeni de, doların diğer para birimleri karşısında değer kaybetmesi olmuştur. Temmuz ayında Fed'in faiz artırımlarına son verebileceği beklentilerinin ağırlık kazanmasının yanı sıra Çin Merkez Bankası'nın zayıf dolar endişesi ile rezerv çeşitlendirmesine gideceği haberleri doların değer kaybını desteklemiştir.

Genel olarak altın piyasasında fiyatların yönünü belirleyen gelişmeler incelendiğinde; jeopolitik risklerin ve altın-petrol ilişkisinin belirleyici olduğu görülmektedir. Son zamanlarda petrol fiyatlarındaki artışın altın fiyatlarını da tetiklediği bilinmektedir. Buna göre dünyanın belli başlı petrol ihracatçıları olan Ortadoğu, Nijerya, Güney Amerika ve Rusya kaynaklı gelişmelerin petrol fiyatlarını 100 dolar/varil seviyesine yükseltmesi durumunda, altın fiyatlarının da yükselmesi kaçınılmaz gibi gözükmektedir. Bunun dışında, uzun vadede Amerika'nın temel ekonomik problemlerinin gündeme gelmesi ve doların değer kaybı altın fiyatları üzerinde yukarı yönlü etki, doların değer kazanması ise altın fiyatları üzerinde düşürücü etki yapacaktır. İsrail ile Lübnan arasında ateşkes sağlanması, en yüksek altın talebinin olduğu ülkeler olan Çin ve Hindistan'ın kısa vadeli faiz oranlarını artırmasıyla altına olan taleplerinin azalması da altın fiyatlarını düşürecek diğer faktörler olacaktır. Kısa vadede altın fiyatlarında aşırı bir yükseliş beklenmemekle birlikte, altın fiyatlarının yönünü belirleyecek gelişmelerin başında, Fed'in 8 Ağustos'ta yapacağı toplantı, İran'ın Birleşmiş Milletler Güvenlik Konseyi'ne 31 Ağustos'ta vermesi gereken cevabı ve İsrail-Lübnan arasında yaşanan çatışmaların seyri gelmektedir.

► Uluslararası Menkul Kıymet Piyasaları



FED'in faiz artırımına ara vereceği beklentisinin ağırlığının artması Temmuz ayı başında gelişmiş ülke tahvillerine destek vererek fiyatlarının yükselmesine neden olmuştur. ABD bütçe açığının revize edilerek önceki tahminin üçte biri kadar azaltılması tahvil arzının daralacağı anlamına geldiği için ABD Hazine Tahvilleri'nin getirilerini %5,196 seviyesinin altına düşürmüştür. Ortadoğu'da yaşanan gerginliklerin tahviller üzerindeki etkisi güvenli liman alımlarının artması sonucunda ABD Hazine Tahvilleri'nin fiyatlarının artması şeklinde olmuş, ABD 10 yıllık Hazine Tahvili'nin getirisi %5,06'ya düşmüştür. Öte yandan petrol fiyatlarının artışa

geçmesi enflasyonun seyri açısından endişeyle karşılanarak fiyat artışlarını sınırlamış, ekonomik büyümenin yavaşlamasına yol açma ihtimali nedeniyle ise tahvil talebinin artmasına olumlu katkıda bulunmuştur. ABD'de faiz artırımına devam edilip edilmeyeceği konusunda Temmuz ayındaki en belirleyici gelişmeler olan FED Başkanı Bernanke'nin Kongre'ye yaptığı sunum, FOMC tutanaklarının yayınlanması ve FED'in Beige Book araştırmasının sonuçları Ağustos ayında faiz artırımına gidilmesi olasılığını azaltarak ABD tahvilleri üzerinde toparlayıcı bir etki yaratmıştır. Bu gelişmelerin yaşandığı tarihlerde düşmeye başlayan ABD 10 yıllık Hazine Tahvili'nin getirisi %4,96'lara kadar gerilemiştir. Bu arada ABD ikinci çeyrek büyüme rakamlarının beklenenden düşük çıkması ve çekirdek kişisel tüketim harcaması endeksinin (PCE) enflasyonun arttığı sinyalini vermesi karışık bir tablo ortaya çıkarmıştır. Ağustos ayının ilk haftasında FED toplantısından birkaç gün önce açıklanan verilere göre işsizlik beklenmedik bir artış göstermiş, tarım dışı istihdamda ise büyük bir düşüş yaşanmıştır. Böylece mevcut görünüm bir miktar netleşmiş, FED'in faiz artırımına ara vereceği beklentisi büyük ölçüde yükselmiştir. İşsizlik verilerinin yayınlanmasının ardından ABD 10 yıllık Hazine Tahvili'ne olan talep artmış, tahvilin getirisi rekor düzeyde gerileyerek %4,89'a düşmüştür.

	30.06.2006	28.07.2006	Fark
EMBI+	221	196	-25
Brezilya	254	222	-32
Arjantin	385	343	-42
Meksika	138	120	-18
Rusya	122	112	-10
Venezüella	228	197	-31
Türkiye	294	246	-48

Kaynak: SPK

Gelişmekte olan ülke tahvilleri ise, Temmuz ayına ABD istihdam rakamının beklentilerin altında çıkması ile FED'in faiz artırımı olasılığının azalması çerçevesinde değer kazanarak başlamıştır. Meksika'da piyasaların tercih ettiği aday olan Felipe Calderon'un devlet başkanlığına seçilmesi ile birlikte hem ülkenin tahvilleri hem de Latin Amerika tahvilleri yükselmiştir. Türkiye'de hem enflasyon rakamlarının piyasalarca olumlu karşılanması hem de Merkez Bankası'nın aldığı önlemlerin piyasaların sakinleşmesini sağlaması da Türkiye'nin 2030 vadeli tahvilinin değerini artırmıştır. Ancak Temmuz ayı ortalarına doğru Ortadoğu'da başlayan çatışmaların yanı sıra, Kuzey Kore'nin bu ay yaptığı roket denemeleri ve Hindistan'ın finans merkezi Mumbai'de yaşanan patlamalar jeopolitik

kaygıların artmasına yol açarak dünya genelinde finansal piyasaları olumsuz etkilemiş ve satış baskısı yaratmıştır. Yaşanan tüm bu gelişmelerin yatırımcıları riske karşı daha temkinli hale getirmesi, daha güvenli kabul edilen ABD Hazine tahvillerine yönelmelerini sağlamış, böylelikle gelişmekte olan ülke tahvillerinin fiyatları gerilemiştir. Bu çerçevede Rusya, Brezilya ve Meksika gibi birçok önde gelen gelişmekte olan ülkelerin tahvil spreadleri yükselmiştir. En fazla yükseliş ise Türkiye'nin dolar cinsi tahvillerinin spreadlerinde görülmüştür. Bunun sebebi bir taraftan Türkiye'nin Ortadoğu'ya olan jeopolitik yakınlığı, diğer yandan Türkiye ekonomisinin yüksek petrol fiyatlarına olan hassasiyetidir. Yükselen petrol fiyatları, Türkiye'nin enflasyon hedefleri ve gayri safi yurt içi hasılanın %6'sına ulaşan cari işlemler açığıyla ilgili kaygıları tetiklemektedir. Türkiye'nin spreadi 14 Temmuz haftasında 287'ye, Brezilya'nın spreadi ise 255'e yükselmiştir.

İlerleyen günlerde ABD Merkez Bankası'nın (Fed) faiz artırımlarına yakın zamanda son verebileceği ve böylece yükselen faiz oranlarının ekonomik büyüme üzerindeki olumsuz etkisinin duracağı görüşünün ağırlık kazanması ile birlikte, gelişmekte olan piyasalar rahatlamış ve genel görünüm olumluya dönmüştür. Buna göre gelişmekte olan piyasalar yeniden istikrar kazanmış, ABD tahvillerine göre spreadleri daralmıştır. EMBI endeksi gerileyerek 196'ya düşmüştür. Gelişmelerden en olumlu etkilenen ülkelerden birisi Türkiye olmuş, 2030 vadeli gösterge tahvilin fiyatı 143,0 \$'a yükselmiştir. Rusya'nın kredi notunun yükseltilmesiyle de, ülkenin 2030 vadeli tahvil fiyatı 108,2 \$'a yükselmiştir. Öte yandan risk alma iştahının artması özellikle finansman ihtiyacı olan Latin Amerika ülkelerinde yeni tahvil ihraçları yapılmasına olanak vermiştir. Arjantin, Panama, Uruguay, Kolombiya'da yapılan yeni ihraçlar güçlü taleple karşılanmıştır.

Gelişmekte olan piyasaların önümüzdeki günlerde Ortadoğu'da bir süre sürmesi beklenen gerginliğin yanı sıra Ağustos ayında yapılacak Amerikan Merkez Bankası (Fed) toplantısında alınacak kararlardan etkilenecek hareket etmesi beklenmektedir.

▪ Dünya Borsaları

	30.06.2006	31.07.2006	(%) Değişim
AVRUPA			
Cac-40 (Fransa)	4.965	5.009	0,88
Dax (Almanya)	5.683	5.681	-0,03
FTSE-100 (İngiltere)	5.833	5.928	1,62
AMERİKA			
Nasdaq (ABD)	2.172	2.092	-3,6
Dow Jones (ABD)	11.150	11.200	0,44
Bovespa (Brezilya)	36.630	37.160	1,44
Merval (Arjantin)	1.711	1.687	-1,40
IPC (Meksika)	19.147	20.023	4,57
ASYA			
Nikkei (Japonya)	15.505	15.456	-0,31
Shanghai Comp (Çin)	1.672	1.697	1,49

Kaynak: Financial Times, Reuters

Temmuz ayı başında yayınlanan ABD ekonomik verilerinin FED'in faiz artırımı ihtimalini azaltmasıyla ABD'de borsa endeksleri Temmuz ayına yükselişe girmiştir. Piyasa petrol şirketlerinin ikinci çeyrekte yüksek kar açıklayacakları beklentisinden de etkilenmiş, bu şirketlerin hisselerinde belirgin bir yükseliş gözlenmiştir. Avrupa'da ise borsalar ECB'nin ay başında faiz artırmama kararı almasıyla bir miktar yükselmiştir. Bu arada Kuzey Kore'nin uzun menzilli füze denemeleri yapması Asya ve Japon borsalarında bir süre devam eden bir düşüş yaşanmasına neden olmuştur. ABD'de faiz artırımlarına ara verileceği söylentileriyle gelişmiş ülke tahvillerine olan talebin artmaya başlaması hisse senedi piyasalarında genel bir düşüşe yol açmıştır. Sonrasında, Ortadoğu'da gerilimin artmasıyla Temmuz ayının ikinci haftasında Dow Jones Sanayi

Endeksi %3,1 düşerken, S&P 500 %2,6, Nasdaq ise %4,5 düşmüştür. Hisse senetleri gösterge olarak alınan bazı şirketlerin düşük kar açıklamaları da ABD Borsaları'nın düşüşüne katkıda bulunmuştur. BoJ'un faiz artırma kararından fazla etkilenmeyen Tokyo Borsası, Ortadoğu'da yaşanan gerginlik nedeniyle yükselişe geçen petrol fiyatlarının şirket karlarını olumsuz etkileyeceği endişesiyle düşmüş, gösterge Nikkei 225 endeksi %1,37 gerilemiştir. Avrupa ve ABD borsaları da aynı nedenden dolayı düşerken, petrol üreticisi şirketlerin hisselerinin değer kazanması düşüşleri sınırlamıştır. Ay ortasında açıklanan ABD sanayi üretimi ve kapasite kullanımı verilerinin beklenenin üzerine çıkması ve bazı şirketlerden gelen kar açıklamaları, devam eden Ortadoğu gerginliğiyle birleşince ABD Borsaları karışık bir seyir izlemiştir. FED Başkanı Bernanke'nin Kongre'de yapacağı konuşma ile enflasyon verilerinin ve geçen ay yapılan FED toplantısının tutanaklarının açıklanmasının aynı tarihlere rastlamasıyla birden yoğunlaşan ABD ekonomi gündemi faiz artırımlarıyla ilgili net bir fikir edinebilme fırsatını yaratmıştır. Bu gelişmeler öncesinde ABD Borsaları Ortadoğu'daki çatışmalara rağmen fazla düşmeyip daha çok yatay seyretmiştir. Bernanke'nin konuşmasının FED'in faiz artırımlarındaki artışın hız keseceği şeklinde yorumlanması önde gelen borsa endekslerine yükselme şeklinde yansımıştır. Ardından bu yükseliş kar realizasyonu fırsatı olarak değerlendirilmiştir. Bu arada ECB'nin faiz oranını %2,75'ten %3'e yükseltmesi ve yetkililerin büyümenin devam ettiği yönündeki açıklamaları Avrupa Borsaları'nda genel bir yükselişe neden olmuştur. Ay sonunda artarak yayınlanmaya başlanan şirket bilançoları, ABD faiz oranlarıyla ilgili beklentilerin yanında endekslerin seyrini belirleyen önemli bir etken olmuştur.

Gelişmekte olan ülke borsaları ise Temmuz ayı başında piyasalarda FED'in faiz artırımında sonlara yaklaştığı beklentisinin ağırlık kazanmasıyla birlikte Brezilya önderliğinde yükselmiştir. Ancak ilerleyen günlerde Kuzey Kore ve Ortadoğu kaynaklı jeopolitik riskler petrol ve altın talebini artırmış; ham petrol fiyatları yükselirken, enerji fiyatlarındaki artışın şirketlerin karlılıklarını azaltacağı endişesiyle de tüm dünya borsalarında olduğu gibi gelişmekte olan ülke borsalarında da gerileme görülmüştür. İsrail- Lübnan arasında çatışmaların yaşandığı hafta Hindistan'ın finans merkezi Mumbai'de yaşanan patlamalar nedeniyle gelişmekte olan ülkeler arasında en fazla kaybı veren ülkelerin başında Hindistan gelmiştir. ABD'de kişisel tüketim harcamaları endeksinin, ABD faiz oranlarının daha da yükseltilerek gelişmekte olan ülke piyasalarından çıkışlara yol açacağı yönündeki kaygıları artırması da gelişmekte olan ülke borsalarındaki düşüşü desteklemiştir. Fakat ayın son günlerinde ABD'de açıklanan ekonomik verilerin faiz artırımına ara verileceği beklentisini yeniden güçlendirmesi gelişmekte olan ülke borsalarını olumlu etkilemiştir. Türkiye, Rusya ve Brezilya borsaları %1'in üzerinde yükselmiş, Latin Amerika borsaları yüksek kazançlar elde etmiştir. 8 Ağustos'ta yapılacak Fed toplantısından çıkacak kararlar ve Ortadoğu'daki gelişmelerin seyri finansal piyasalardaki nakit akımlarının yönü üzerinde belirleyici olacaktır.

IMF UZMAN RAPORU: TÜRKİYE

IMF tarafından Temmuz 2006'da yayımlanan Türkiye raporunda Stand-by anlaşması çerçevesinde birinci ve ikinci gözden geçirmeye ilişkin olarak IMF uzmanları tarafından hazırlanan ve 28 Kasım 2005 tarihli rapora yer verilmiştir. Söz konusu raporun IMF uzmanlarının Türkiye ekonomisi hakkındaki görüşlerini içerdiği, bu görüşlerin IMF yönetim kurulunun görüşlerini yansıtmak zorunda olmadığı belirtilmiştir.

Temmuz 2006 tarihinde yayımlanan rapor içerdiği görüşler açısından kamuoyunun dikkatini çekmiş ve raporun geç açıklanması eleştirilere konu olmuştur. Söz konusu raporun ana başlıklar itibarıyla içerdiği vurgular aşağıda özetlenmiştir.

1-Büyüme ve Cari Açık

IMF tarafından hazırlanan raporda, 2005 ve 2006 yıllarında Türkiye ekonomisinin, potansiyel büyüme oranı olan, %5 oranında büyüyeceği öngörülmektedir.

Raporda cari açığın önemli bir sorun haline geldiği, kamu sektörü tasarruf açığı azalırken özel sektör tasarruf açığının artmakta olduğu vurgulanmış, cari açığın nedeni olarak özel sektör tasarruf açıklarındaki artış gösterilmiştir. Raporda cari açığın GSMH'ye oranının 2005 yılında %6; 2006'da %5,8; 2007'de %5,2 ve 2008'de %4,6 olması öngörülmektedir.

Dış kaynak kullanımında borç yaratan finansman kalemlerinin ağırlığını koruduğu, dış tasarruflara bağımlılığın artmasının ekonominin kırılganlığını artırmakta olduğu özellikle belirtilirken, YTL'nin güçlenmesinin belli bir dönem için düzenli bir dış intibak sağladığı, ancak sermaye hareketlerinin bir anda tersine dönmesi durumunda YTL'nin ani değer kaybına uğrayacağı ve böyle bir durumda dış intibakın istikrarsız biçimde gerçekleşeceği özellikle vurgulanmıştır. Döviz kurundaki düzeltmenin çok hızlı olması halinde döviz cinsinden borçlanma ve vade uyumsuzluğuna bağlı olarak kamu kesimi ve özel sektör bilançolarının hızlı biçimde bozulma göstereceği ifade edilmiştir. Türkiye'de politika yapıcı otoritelerin bu riskleri kabul ettiği ve aşağıda belirtilen faktörlerin bu riskleri yatıştırıcı etki yapacağını düşündükleri belirtilmiştir.

- a) Dalgalı kur rejiminin varlığı
- b) Kamu borç dinamiklerinde son yıllarda ortaya çıkan iyileşme
- c) Döviz rezervlerinin yüksekliği ve net dış borçlarda ortaya çıkan görece azalma
- d) Dış finansman kalitesindeki artış
- e) Bankacılık sektörünün öz kaynak yapısının güçlenmiş olması

IMF uzmanları bu faktörlerin etkisi altında bilançoların görece olarak iyileştiğini ancak kırılganlıkların hala yüksek olduğunu vurgulamaktadır.

2-Maliye Politikası

Türkiye'de iktisat politikası uygulayıcılarının faiz dışı fazlanın GSMH'ye oranının %6,5 olacağı konusunda kararlılıklarını teyit ettikleri ve 2006 bütçesinin %6,5'lük faiz dışı fazla hedefiyle tutarlı olduğu raporda belirtilmiştir. Türk Telekom ve Tüpraş özelleştirmelerinin birincil fazlaya katkısı göz önüne alınmadığında %6,5'lük faiz dışı fazla hedefi mali daralmanın en azından GSMH'nin % 0,25'ine ulaşacağına işaret etmektedir. IMF uzmanları, faiz dışı fazla konusundaki kararlılığı dikkate alarak sosyal güvenlik açıklarının GSMH'nin %4,5'ini aşması olasılığını ve tarımsal yardımlardaki planlanmayan artışların önemini özellikle vurgulamaktadırlar.

Raporda yapısal mali reformlar üç ana başlıkta ele alınmaktadır:

- a) Sosyal Güvenlik Reformu: Üç sosyal güvenlik kuruluşunun tek çatı altında toplanması ve sosyal güvenlik prim ödemelerine ilişkin endeks değişikliklerinin yapılması.
- b) Vergi Reformu: Şirketlerin vergilendirilmesi, kişisel gelirlerin vergilendirilmesi ve finansal işlemlerin vergilendirilmesiyle ilgili düzenlemelerin yapılması.
- c) Diğer Yapısal Mali Reformlar: Kamu Finansman Yönetimi ve Kontrol Kanunu'nun Avrupa Birliği standartları çerçevesinde "iç kontrol kavramı" ana fikri üzerine inşa edilmesi, buna ek olarak yerel yönetimlerin borçlarının yeniden yapılandırılması

3-Para ve Döviz Kuru Politikaları

Raporda, 2005 yılı enflasyon hedefinin gerçekleşmesi mümkün görünürken 2006 hedefinin gerçekleşmesinin mümkün görünmediği belirtilmiş ve bu çerçevede hizmet sektörü fiyatlarındaki katılık özellikle vurgulanmıştır.

Sadece 2005 yılında bakıldığında TCMB 21 milyar dolar rezerv biriktirdiği, bunun sonucu olarak net uluslararası rezervler konusundaki performans kriterinin 13 milyar dolar aşıldığı ifade edilirken, rezervlerin kısa vadeli dış borçları karşılama oranının düşüklüğü dikkate alınarak, rezerv biriktirme konusundaki aşırı performansın sürdürülmesi ve 2006 yılı boyunca net uluslararası rezervlerin 8,5 milyar artırılması konusunda IMF uzmanlarınca görüş birliğine varıldığı belirtilmiştir.

Türkiye'de YTL'ye olan güven ve finansal derinlikteki artışa bağlı olarak para talebinin hızlı biçimde arttığı bu nedenle 2005 sonu parasal taban üst sınırı ile ilgili hedefin revize edilerek %17 yükseltildiği ifade edilmiştir.

4-Finansal Sektör

Bankacılık sektörünün finansal koşulları iyileşmesine rağmen (sektörün net karlarının hızlı biçimde artmasına, donuk kredilerin payının azalmasına ve sermaye yeterlilik rasyosunun yükselmesine rağmen) kredi hacminin artış oranının yüksekliği potansiyel kırılabilirlik kaynağı olarak değerlendirilmiştir. 2005 yılının ilk altı ayı itibarıyla kredi hacminin %22 oranında arttığı belirtilmiş ve bu artışın bir yandan cari açığı arttırıcı etki yaparken diğer yandan reel ve finansal aktif fiyatlarında şişkinliğe yol açtığı ve donuk kredileri arttırıcı etki yaptığı görüşüne yer verilmiştir. Bunun yanı sıra en kötü senaryo çerçevesinde bakıldığında muhtemel bir finansal krizin kredi hacmindeki aşırı artışın bir sonucu olarak ortaya çıkabileceği ifade edilmiştir. Kredi hacmindeki artışın yarattığı risk derecesinin tam olarak ölçülmesinin mümkün olmamasına rağmen yapılan bazı çalışmaların kredi hacmindeki artışın %35'e ulaşmasının bir bankacılık krizi ile sonuçlandığını gösterdiğine yer verilmiş ve bu nedenle Avrupa Birliğine yeni katılan ülkelerin kredi hacmindeki aşırı artışı önlemek amacıyla aldıkları önlemlerin neler olduğunun son derece önem taşıdığı vurgulanmıştır. Bu önlemlerin mali önlemler, parasal önlemler ve denetleme gözetleme önlemleri olmak üzere üç ana başlıkta ele alınabileceği ifade edilmiş ve Türkiye'ye bakıldığında kredi hacminin genişlemesinin azaltılması konusunda maliye ve para politikası aracılığı ile yapılabileceklerin bu politikaların yürütülüş biçimi ve taahhütleri itibarıyla son derece sınırlı olduğu belirtilmiştir. Bu nedenle kredi hacmi artış oranının sınırlandırılmasında en önemli görevin BDDK'ya düştüğü söylenmiştir. Bankaların YTL fon kaynaklarının kısa vadeli oluşu ve dış kaynak kullanımının giderek artması, bankalar arasında mevduat konusundaki rekabetin kar marjları üzerinde baskı yaratması nedeniyle IMF uzmanları iki noktanın altını özellikle çizmektedir: BDDK, bankaların kredi onaylama süreçlerini ve döviz operasyonları ile ilgili bilanço içi ve bilanço dışı işlemlerini yakından izlemelidir.

5-Yatırım Ortamı

Raporda yatırım ortamının iyileştirmesine yönelik olarak özelleştirme konusundaki başarılarla dikkat çekilmekte ve doğrudan yatırımları arttırıcı bir kaynak olarak "Yerleşik Olmayanlara Gayrimenkul Satın Alım Hakkını Düzenleyen Kanunun" değiştirilecek olması vurgulanmaktadır.

NİYET MEKTUBU

IMF İcra Direktörleri Kurulu 28 Temmuz'da Türkiye ile olan stand-by düzenlemesinin 3 ve 4'üncü gözden geçirmelerini onaylayarak, 1.9 milyar dolar (1.3 milyar SDR) tutarındaki kredi dilimini serbest bırakmıştır.

Niyet mektubunda program kapsamında ekonomik performansın güçlü bir seyir izlediği, enflasyon hedeflerinin üst üste dört yıl tutturulduğu, öngörülenin üzerinde gerçekleşen cari açığın petrol fiyatlarından kaynaklandığı, ancak bu açığın önemli ölçüde artan doğrudan yabancı yatırımlar da dahil olmak üzere rekor düzeyde sermaye girişi ile fazlasıyla finanse edildiği, kamu net borç stokunun hızlı bir şekilde düştüğü ve toplam kamu açığının GSMH'ye oranının % 2,5'in altına indiği vurgulanmıştır. Geçtiğimiz haftalarda küresel mali piyasalarda likiditenin önemli ölçüde daralması sonucu yaşanan dalgalanmadan görece yüksek cari açığı ve Nisan ve Mayıs aylarındaki olumsuz enflasyon rakamları nedeniyle en çok Türkiye'nin etkilendiği belirtilerek, küresel likiditedeki bu değişimin kalıcı olduğu varsayımıyla hareket edilerek politikalarda gereken uyarlamaların yapılacağı taahhüt edilmiştir. Bu kapsamda kamu harcamalarını kontrol eden önlemlerle mali pozisyonun güçlendirildiği ve Merkez Bankası'nın para politikasını sıkılaştırmak yönünde harekete geçtiği ifade edilmiştir. Program hedeflerinin güvence altına alınması için, politikaların daha da sıkılaştırılması dahil olmak üzere gelecekte oluşabilecek piyasa dalgalanmalarına karşı gereken tedbirleri aktif ve esnek bir şekilde alma konusunda kararlı olduğu ifade edilmiştir. Mektupta, sürdürülmekte olan politikalar sonucunda program hedeflerinin pek çoğuna ulaşıldığı vurgulanarak, gözden geçirmelere ilişkin kriterlerin hangi aşamada olduğu ve önümüzdeki dönem için öngörülen reform ve uygulamalara ilişkin bir takvim verilmiştir.

Para Politikası

- ▶ İşlenmemiş gıda, uluslararası emtia ve hizmet sektörü fiyatlarındaki artışlara ek olarak YTL'deki değer kaybına bağlı fiyat artışları neticesinde yıllık enflasyonun Haziran'da %10,12 ile %8,5'lik üst limitin üzerinde gerçekleştiği ve bunun sonucunda güçlü bir parasal sıkılaştırmaya gidildiği ifade edilmiştir. 400 baz puanlık faiz artırımına ek olarak piyasadaki fazla likiditenin açık piyasa işlemleri ile çekildiği belirtilirken gerektiğinde para politikasının daha da sıkılaştırılabileceği ve bu amaçla mevcut araçlara ek olarak sterilizasyon işlemlerinin etkinliğini artıracak ilave araçların geliştirilmesinin planlandığı vurgulanmıştır.
- ▶ Uluslararası rezerv biriktirmenin Merkez Bankası açısından önemli bir hedef olduğu ve uygun koşulların oluşması halinde Merkez Bankası'nın döviz alımlarına tekrar başlayacağı, ayrıca oluşabilecek aşırı oynaklıklara da müdahale edileceği belirtilmiştir.
- ▶ Program çerçevesinde performans kriteri niteliğinde olan net uluslararası rezervlerin seviyesine ilişkin belirlenmiş alt sınır 30 Haziran 2006 tarihi itibarıyla 19,9 milyar dolar olup gerçekleşme 30,7 milyar dolar olmuştur.

Kamu Maliyesi

- ▶ Programda öngörülen, sosyal güvenlik reformu, gelir vergisi reformunun ilk aşaması ve kurumlar vergisi gibi başlıca kamu maliyesi reformlarının tamamlandığı Niyet Mektubu'nda vurgulanmıştır. Vergi reformu çerçevesinde gelir reformunun ikinci aşamasına ilişkin tasarının Eylül 2006 sonuna kadar TBMM'ye sunulması ve Aralık 2006 sonuna kadar da kabul edilmesi öngörülmüştür. Kamu gelirleri açısından herhangi bir teşvik ve vergi uygulamalarından kaçınılacağı özellikle belirtilmiştir. Tekstil sektöründe KDV indirimi yapılamasının gerekçesi olarak, baskı altında bulunan sektörün rahatlatılması belirtilmiştir. İleriye dönük olarak vergi gelirlerini azaltacak bir düzenlemenin uygulanmayacağına taahhüt edilmesi IMF'nin bu konudaki hassasiyetini göstermektedir. Vergi gelirlerinde herhangi bir düşüş yaşanması durumunda ek önlemlerin hayata geçirilebileceği de ayrıca belirtilmiştir.
- ▶ Niyet mektubunda vergi idaresini güçlendirmeye yönelik çalışmaların hızlandırılacağı belirtilerek, bu amaçla Gelir İdaresi Başkanlığı'nın (GİB) işlevsel olarak yeniden yapılandırılmasının Temmuz ayı sonuna kadar tamamlanması ve Gelir Politikaları Genel Müdürlüğü'nün, vergi analizi işlerinin gündelik sorumluluğunu üstlenecek yeterli sayıda teknik personelin atanması da dahil olmak üzere, tamamen operasyonel hale getirilmesi amacıyla Temmuz sonuna kadar gerekli adımların atılacağı kaydedilmiştir.

- ▶ 2005 yılı sonundaki faiz dışı fazla hedeflerin altında kalınmasının nedeni olarak sosyal güvenlik kuruluşlarının zayıf performansı ve KİT'lere yapılan transferler olarak gösterilmiştir. KİT'lerin zayıf performansı ise özellikle TMO'nun öngörülenden fazla tahıl alımlarına bağlanmıştır. Merkezi Yönetim Bütçesinin 2006 yılının ilk beş aylık performansının beklentilerin üzerinde gerçekleşmesine rağmen IMF'in özellikle harcama kanadında tedbirlerin yoğunlaştırarak uygulanmasını talep ettiği görülmektedir. Bu çerçevede, sağlık harcamalarında 2 milyar YTL tasarruf sağlanması, Bütçe ödeneklerine 1.3 milyar YTL blokaj uygulanması, sosyal güvenlik dışındaki harcamalara üst sınır getirilmesi planlanmaktadır. Buna göre sosyal güvenlik dışındaki harcamalar, 30 Eylül sonuna kadar 123.3 milyar YTL, yıl sonu itibariyle 168.6 milyar YTL olarak sınırlandırılmıştır.
- ▶ Niyet mektubunda, sosyal güvenlik reformunun, bu alandaki açıkların kontrol edilmesi ve maliye politikasının sürdürülebilirliğinin muhafaza edilmesi bakımından hayati öneme sahip olduğunun altı çizilerek, yeni sosyal sigorta parametrelerinin zamanında yerine getirilmesi için gerekli idari altyapının oluşumunu temin etmek amacıyla, üç sosyal güvenlik kuruluşunun birleştirilmesine yönelik kilometre taşları belirlendiği belirtilmiştir. Sağlık hizmetlerinin maliyet açısından daha etkin hale getirilmesi ve sosyal güvenlik açığının GSMH'nin %4,5'ini aşmaması için aile hekimliği ve sevk sisteminin uygulamaya konulması, katkı payı alınmaksızın sağlanan sağlık hizmetlerinin sadece gerçekten mali açıdan katkı payı ödeme gücü olmayanlarla sınırlı tutulması da dahil olmak üzere diğer reformlardaki ilerlemelerin hızlandırılacağı kaydedilen niyet mektubunda, tüm bu adımların, genel sağlık sigortasının uygulamaya konulacağı 2007 yılı başından önce atılacağı belirtilmiştir. Mektupta, sosyal güvenlik gelirlerini artırmak amacıyla, sosyal güvenlik prim alacaklarının yeniden yapılandırılmasına ilişkin kanunun ve yeni sosyal güvenlik kurumunun prim tahsilat kapasitesini güçlendirmeye yönelik önlemlerin uygulanmasının yakından izleneceği vurgulanmıştır.

Mali Sektör

- ▶ Banka dışı kurumların denetiminin yakın zamanda BDDK'ya devredilmesi denetim faaliyetlerinin birleştirilmesi açısından bir ilerleme olarak nitelendirilmiş ve finansal denetimin daha entegre bir yapıya kavuşturulması bir sonraki aşama olarak tanımlanmıştır. Bu entegrasyonun faydalı olup olmayacağını değerlendirilmesi için bir komisyon kurulduğu ve bu komisyonun 2007 yılından önce çalışmalarını tamamlayacağı belirtilmiştir.
- ▶ Kamu bankalarının özelleştirmesi yönündeki hazırlıkların devam ettiği, yapılan çalışmalar doğrultusunda Halkbank'ın özelleştirilmesine ilişkin açıklamanın Temmuz sonuna kadar yapılacağı belirtilmiştir. Bu konuda Özelleştirme İdaresi tarafından 31 Temmuzda yapılan açıklamada "Banka'daki kamu hisselerinin özelleştirme kapsam ve programına alınmasına ve blok satış suretiyle özelleştirilmesine ilişkin Karar taslağı Özelleştirme Yüksek Kurulu'nun onayına sunulmuştur" açıklaması yapılmıştır.
- ▶ Kısa dönemde yasalaşması beklenen konut finansman sistemine ilişkin kanunun yürürlüğe girme tarihini takiben ilk altı ay boyunca sadece bankaların konut finansman kredisi kullanılabileceği belirtilmiştir. Kredilerin denetimi için ikili bir yapı düzenlenmiş BDDK'nın denetimine tabi kurumların kredilerinin BDDK, mali olmayan şirketlerin sahip olduğu konut finansmanı şirketlerinin ve ipotek finansmanı kuruluşlarının kredilerinin de SPK tarafından denetleneceğine yer verilmiştir.
- ▶ TMSF'nin giderek mevduat sigortası kuruluşu olma olan asli fonksiyonuna daha fazla odaklandığı ve 2007 yılının sonuna kadar portföyünde yer alan şirketlerdeki paylarını ve henüz satılamayan bankaların riskli varlıkları da dahil tüm varlıklarını satacağı böylece Hazineyle olan borç ilişkisinin de çözümü kavuşacağı belirtilmiştir.

Yatırım Ortamı

- ▶ Yatırım ortamının düzeltilmesine yönelik kurumsal yönetişimi güçlendirecek yeni Türk Ticaret Kanununa ilişkin yasal düzenlemelerin TBMM'ye sunulduğu belirtilen Niyet Mektubu'nda yatırımın önündeki engellerin kaldıracağı ve lisanslama, tescil gibi işlemlerin hızlandırılacağı vurgulanmıştır. Bu durum son dönemde büyük oranda artan doğrudan yabancı yatırımları ve yurtiçi yatırımları teşvik edici bir gelişmedir.
- ▶ Niyet Mektubu'nda Özelleştirme İdaresi portföyündeki diğer kamu sermayeli kuruluşlarının da özelleştirme çalışmalarının devam edilmesi hedeflendiği belirtilirken elektrik dağıtım şirketlerinin özelleştirilmesine bu yıl içinde başlanacağı vurgulanmıştır.

IMF'ye Taahhüt Edilen Yapısal Ve Performans Kriterleri	Uygulama Takvimi
Harcamaların programla uyumlu hale getirilmesi amacıyla mali tedbirler alınması	İcra Direktörleri Kurulu toplantısından beş gün önce
Kurumlar Vergisi Kanunu'nun TBMM'de kabul edilmesi	İcra Direktörleri Kurulu toplantısından beş gün önce
Mali danışman firmaların Halk Bankası'nın özelleştirilmesinde nasıl ilerleneceğine ilişkin önerilerini tamamlaması	İcra Direktörleri Kurulu toplantısından beş gün önce
Kamu kesimi alacakları için yeni af getirilmemesi	Sürekli Performans Kriteri
Uzman pozisyonları ve atıl istihdamın giderilmesinde hedefleri aşan işletmelere yönelik Hazine onayına tabi sınırlı istisnalar hariç her bir işletmede işten ayrılanların en fazla yüzde 10'u kadar yeni personel alımı yapılması	Sürekli Yapısal Kriter
Maktu vergilerin ve KİT fiyatlarının 2006 yılı program varsayımları ile uyumlu olması	Sürekli Yapısal Kriter
Gelir İdaresinin fonksiyonel yeniden yapılandırılmasının yerel vergi dairelerinin yeniden örgütlenmesini de içerecek şekilde tamamlanması	Yapısal Kriter, Temmuz 2006 sonu
Maliye Bakanlığı bünyesinde bir gelir politikası biriminin işlevsel hale getirilmesi	Yapısal kriter, Temmuz 2006 sonu
Gelir vergisi reformunun ikinci aşamasına ilişkin kanun tasarısının TBMM'ye sunulması	Performans Kriteri, Eylül 2006 sonu
Gelir İdaresi bünyesinde büyük vergi mükellefleri biriminin kurulması	Yapısal Kriter, Aralık 2006 sonu
Gelir vergisi reformunun ikinci aşamasına ilişkin kanun tasarısının TBMM'de kabul edilmesi	Performans Kriteri, Aralık 2006 sonu
Kamu bankalarına özgü imtiyaz ve yükümlülüklerin aşamalı olarak kaldırılmasına yönelik takvimin kabul edilmesi	Yapısal Kriter, Temmuz 2006
Kamu bankalarının özelleştirilmesine ilişkin ayrıntılı takvim ve yöntemlerin açıklanması	Yapısal Kriter, Temmuz 2006
Bankacılık Kanunu'na ilişkin uygulama yönetmeliklerinin tamamlanması	Yapısal Kriter, Ağustos 2006 sonu

MAKROEKONOMİK GÖSTERGELER					
	2004	2005	En Son Yayımlanan		2006 HEDEF
GSYİH (Cari Fiyatlarla, Milyon YTL)	430.511	487.202	107.193	(2006 I. Çeyrek)	536.259
GSYİH (Cari Fiyatlarla, Milyar Dolar)	300.6	361.5	80.4	(2006 I. Çeyrek)	364.9
Kişi Başına GSYİH (Dolar)	4.187	5.016			4.981
GSYİH Büyüme Oranı (%)	8,9	7,4	6,4	(2006 I. Çeyrek)	5,0
Sanayi Üretim Endeksi Yıllık Değişim Oranı (%)	9,9	5,3	9,0	(Mayıs-2006)	
Kapasite Kullanım Oranı (%)	81,5	80,3	83,2	(Haziran-2006)	
İşsizlik Oranı (%)	10,3	10,3	9,9	(Nisan-2006)	10,0
Fiyat Gelişmeleri					
TÜFE (Yıllık % Değişim)	9,32	7,72	11,69	(Temmuz 2006)	5,0
ÜFE (Yıllık % Değişim)	13,84	2,66	14,34	(Temmuz 2006)	
Parasal Göstergeler (Milyon YTL)					
M1	28.793	41.759	44.732	(21.07.2006)	
M2	108.539	153.146	17.602	(21.07.2006)	
M2Y	184.404	229.587	26.597	(21.07.2006)	
Emisyon	13.465	19.612	22.366	(03.08.2006)	
TCMB Brüt Döviz Rezervleri (Milyon \$)	36.006	48.320	57.134	(28.07.2006)	
Döviz Kuru					
Dolar/YTL	1.3421	1.3430	1.4899	(04.08.2006)	
Euro/YTL	1.8268	1.5904	1.9059	(04.08.2006)	
Kur Sepeti (1\$+0.77Euro)	2.7487	2.5676	2.9574	(04.08.2006)	
Euro/Dolar	1.3612	1.1842	1,2871	(04.08.2006)	
Dolar/Yen	102.68	117.88	114.73	(04.08.2006)	
TÜFE Bazlı Reel Kur Endeksi	140.60	171.20	147.1	(Temmuz.2006)	
Faiz Oranları					
TCMB O/N (Borç Alma)	18,00	13,50	17,50		
TRILIBOR O/N	20,18	15,08	17,60	(07.08.2006)	
Ödemeler Dengesi (Milyon \$)					
Cari İşlemler Açığı	-15.543	-22.852	-16.552	(Ocak - Mayıs)	-22.000
İthalat	97.540	116.048	65.196	(Ocak - Haziran)	124.400
İhracat	63.167	73.122	39.461	(Ocak - Haziran)	79.000
Dış Ticaret Açığı	-34.373	-42.926	-25.735	(Ocak - Haziran)	-45.400
Kamu Ekonomisi (Milyon YTL)					
Bütçe Gelirleri	110.720	134.819	84.021	(Ocak - Haziran)	163.041
Bütçe Giderleri	141.020	144.562	81.599	(Ocak - Haziran)	172.244
Bütçe Açığı	-30.300	-9.743	2.423	(Ocak - Haziran)	9.203
Faiz Dışı Fazla	26.188	35.936	25.298	(Ocak - Haziran)	37.057
Borç Stoku Göstergeleri					
Merkezi Yönetim İç Borç Stoku (milyar YTL)	224.5	244.8	249.1	(Haziran-2006)	
Merkezi Yönetim Dış Borç Stoku (milyar YTL)	92.0	86.8	102.8	(Haziran-2006)	
Kamu Net Borç Stoku	272.2	271.5			
İMKB					
İMKB-100	24.971	39.777	36.159	(04.08.2006)	

TÜRK BANKACILIK SEKTÖRÜ				
(Milyon YTL)	2004	2005	Nis.06	May.06
Toplam Aktif	306.464	396.962	413.215	444.226
Nakit Rezervler	32.867	46.751	37.826	41.059
Krediler	99.396	149.937	168.968	187.244
Menkul Değerler Portföyü	123.680	143.016	150.037	160.676
Mevduat	191.065	243.121	254.738	280.374
Mevduat Dışı Kaynaklar	70.423	100.108	101.861	111.707
Özkaynaklar	45.975	53.733	56.616	52.145
Net Dönem Karı	6.337	5.711	3.502	4.204
Seçilmiş Rasyolar %				
Kredi / Mevduat	52,0	61,7	66,3	66,7
Men.Değ.Port. / Mevduat	64,7	58,8	58,9	57,3
Özkaynak Karlılığı	13,8	11,8	6,2	7,6
Aktif Karlılık	2,0	1,4	0,8	0,9
Sermaye Yeterlilik Rasyosu	28,2	24,2	23,1	19,4

ULUSLARARASI EKONOMİK GÖSTERGELER				
	2004	2005	En Son Yayımlanan	
Uluslararası Piyasalar				
Altın (ons) \$	438,00	513,70	648,75	(04.08.2006)
Petrol (Varil) \$	40,40	58,70	75,46	(04.08.2006)
Borsa Endeksleri				
NASDAQ (ABD)	2.175	2.232	2.077	(04.08.2006)
DOW JONES (ABD)	10.783	10.888	11.221	(04.08.2006)
NİKKEİ (JAPONYA)	11.488	14.872	15.499	(04.08.2006)
DAX (ALMANYA)	4.256	5.193	5.723	(04.08.2006)
BOVESPA (BREZİLYA)	29.196	31.916	37.847	(04.08.2006)
MERVAL (ARJANTİN)	1.375	1.554	1.683	(04.08.2006)
ABD 10 Yıllık Hazine Tahvili Getirisi (%)	4,220	4,390	4,909	(04.08.2006)
Türkiye 2030 Vadeli Eurobond Getirisi (%)	8,720	7,130	7,537	(07.08.2006)
Eurobond Spread'leri (Puan)				
Türkiye	270	214	246	(Temmuz 2006)
Arjantin	4.811	498	343	(Temmuz 2006)
Rusya	222	109	112	(Temmuz 2006)
Brezilya	421	285	222	(Temmuz 2006)
Meksika	168	123	120	(Temmuz 2006)

Ekonomik Araştırmalar Birimi

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

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